

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:  
accountancy en financiering*

2010  
2011

## Masterproef

*De impact van de eigenschappen van de Raad van Bestuur  
op vrijwillige informatieverstrekking*

Promotor :  
Prof. dr. Nadine LYBAERT

Elise Vandendries

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste  
economische wetenschappen, afstudeerrichting accountancy en financiering*

2 0 1 0  
2 0 1 1

# BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:  
accountancy en financiering*

## Masterproef

*De impact van de eigenschappen van de Raad van Bestuur  
op vrijwillige informatieverstrekking*

Promotor :  
Prof. dr. Nadine LYBAERT

## Elise Vandendries

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste  
economische wetenschappen , afstudeerrichting accountancy en financiering*



## Voorwoord

Deze masterproef is tot stand gekomen in het kader van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen met afstudeerrichting Accountancy en Financiering aan de Universiteit Hasselt. Ik heb gekozen om de impact van de eigenschappen van de Raad van Bestuur op de vrijwillige informatieverstrekking te onderzoeken omdat zowel de werking van de Raad van Bestuur als informatieverstrekking bij bedrijven mij interesseert. Ik vond het ook belangrijk om een onderwerp te kiezen dat aansluit bij mijn afstudeerrichting. Het was een grote uitdaging om dit onderwerp te onderzoeken, mede door het feit dat ik bij de start van deze eindverhandeling hierover slechts een erg beperkte kennis had. Het feit dat er veel tijd, moeite, inzet en toewijding nodig was om dit werk tot stand te brengen, maakt de voldoening alleen maar groter. Het volbrengen van deze opdracht was echter niet mogelijk geweest zonder de hulp van bepaalde mensen. Tot hen wil ik een woord van dank richten.

In de eerste plaats wil ik mijn promotor Prof. dr. Nadine Lybaert bedanken voor haar deskundig advies, nuttige raadgevingen en opbouwende kritiek. Mede dankzij haar professionele begeleiding heb ik deze eindverhandeling tot een goed einde kunnen brengen.

Ten slotte wil ik een woordje van dank richten aan mijn ouders, mijn vriend en mijn medestudente Evelien Vandormael voor hun steun en aanmoediging. Mijn ouders wil ik speciaal bedanken omdat zij mij de mogelijkheid hebben gegeven om aan deze universiteit te studeren en omdat ze mij gedurende mijn jaren aan deze universiteit gesteund hebben.



## Samenvatting

De Raad van Bestuur is verantwoordelijk voor de financiële rapportering van een onderneming en moet naar de buitenwereld toe een correct beeld van de onderneming neerzetten. Bij deze publieke rapportering moet de Raad van Bestuur aan een aantal wettelijke verplichtingen voldoen. Buiten deze wettelijke verplichtingen, staat het een bedrijf vrij om extra informatie te verschaffen aan zijn stakeholders. De Raad van Bestuur bepaalt dus de hoeveel informatie die bekend gemaakt wordt. Deze hoeveelheid informatie kan sterk variëren tussen verschillende ondernemingen. In de literatuur zijn er verschillende studies die trachten een relatie te vinden tussen verschillende kenmerken van de Raad van Bestuur en hun invloed op de hoeveelheid vrijwillige informatie die de onderneming bekend maakt.

Er zijn reeds verschillende onderzoeken gevoerd naar de relatie tussen de eigenschappen van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking. Deze onderzoeken focussen zich echter slechts op enkele eigenschappen. In deze masterproef zal getracht worden om een aantal eigenschappen die in voorgaand onderzoek reeds bestudeerd werden, samen te bundelen en een onderzoek te doen naar hun impact op de vrijwillige informatieverstrekking van een bedrijf. Verder zijn de reeds gevoerde onderzoeken steeds landgebonden. In ieder land gelden andere wettelijke verplichtingen en bestaat dus de mogelijkheid dat de resultaten zullen verschillen. Binnen België, rekening houdend met het wettelijke kader van België, is er nog geen onderzoek gedaan naar de materie behandeld in deze masterproef. Op deze twee vlakken zal de masterproef dus een meerwaarde kunnen bieden.

Als centrale onderzoeksvraag wordt gesteld: '**Wordt de vrijwillige informatieverstrekking van een Belgische beursgenoteerde onderneming beïnvloed door verschillende eigenschappen van de Raad van Bestuur?**'. De deelvragen opgesteld om deze centrale onderzoeksvraag op te lossen zijn: *Welke eigenschappen kunnen we definiëren binnen de Raad van Bestuur? Wat moet een bedrijf wettelijk publiceren en wat kunnen ze vrijwillig publiceren? Wat is de relatie tussen de verschillende eigenschappen van de Raad van Bestuur en de vrijwillige informatieverstrekking van een onderneming?*

In het eerste hoofdstuk van de masterproef wordt het doel van de verhandeling uiteengezet. Er wordt getracht de relatie tussen verschillende kenmerken Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking duidelijk te maken. Allereerst wordt de probleemstelling beschreven en de centrale onderzoeksvraag, hierboven reeds vermeld, opgesteld. Vervolgens worden de hierboven aangehaalde deelvragen geformuleerd en toegelicht. Ten slotte wordt het

onderzoeksopzet besproken die de keuze en de verantwoording voor de gebruikte onderzoeksstrategieën uiteengezet.

Het tweede hoofdstuk behandelt de rol van publieke informatie in de kapitaalmarkt en vrijwillige informatieverstrekking. In de eerste sectie van dit hoofdstuk wordt de rol van publieke informatie in de kapitaalmarkt duidelijk gemaakt. Het is namelijk een uitdaging om de optimale allocatie te vinden tussen het sparen van de huishoudens in de economie en de investeringsopportunities. Het afstemmen van deze twee elementen op elkaar is moeilijk voor twee redenen, namelijk het "informatieprobleem" dat besproken wordt in het eerste onderdeel van sectie 1 en het "agency probleem" dat besproken wordt in het tweede onderdeel. In sectie 2 van dit hoofdstuk wordt er gekeken naar de informatieverstrekking van een bedrijf. Wanneer we het hebben over informatieverstrekking, moeten we kijken naar twee elementen. Ten eerste is een bedrijf wettelijk verplicht een aantal zaken bekend te maken naar de buitenwereld toe. Ten tweede kan een bedrijf er ook voor kiezen om extra informatie te verschaffen. In het eerste deel van deze sectie wordt er gekeken naar de wettelijke bepalingen rond de informatie dat een Belgisch bedrijf publiek moet maken. Vervolgens wordt er dieper ingegaan op vrijwillige informatieverstrekking, de theorieën hieromtrent, de motieven en economische gevolgen van meer vrijwillige informatie.

In hoofdstuk 3 wordt er dieper ingegaan op de verschillende eigenschappen van de Raad van Bestuur. In sectie 1 wordt er gekeken naar het regulerende kader rond de Raad van Bestuur. Hierbij wordt zowel verwezen naar de wettelijke bepalingen, alsook naar bepalingen die terug te vinden zijn in corporate governance codes. Vervolgens wordt in sectie 2 de werking van de Raad van Bestuur besproken waar de focus wordt gelegd op de verschillende taken van de Raad van Bestuur. Ten slotte worden de belangrijkste kenmerken van de Raad van Bestuur uiteengezet in sectie 3. Deze fungeren in dit onderzoek als onafhankelijke variabelen fungeren. De kenmerken van de Raad van Bestuur die in dit onderzoek behandeld worden zijn: de verhouding tussen afhankelijke en onafhankelijke bestuurders, CEO dualiteit, deskundigheid van bestuurders, eigendomsconcentratie en de grootte van de Raad van Bestuur.

In hoofdstuk 4 worden een aantal verwachtingen geschetst die in het daarop volgende hoofdstuk worden onderzocht. In sectie 1 worden een aantal hypotheses opgesteld rond de onderscheiden eigenschappen van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking. In de tweede sectie van dit hoofdstuk wordt er een duidelijk beeld geschetst van welke onafhankelijke en afhankelijke variabelen er onderzocht worden in dit onderzoek. Om vrijwillige informatieverstrekking te meten wordt er gebruik gemaakt van een index die voor ieder bedrijf individueel wordt berekend. Deze index focust op de strategische informatie die een bedrijf publiek en vrijwillig bekend maakt.

In hoofdstuk 5 wordt de theorie, aangehaald in voorgaande hoofdstukken, onderzocht in de praktijk. Door een regressieanalyse worden de hypothesen uit hoofdstuk 4 onderzocht. In sectie 1 wordt de samenstelling van de steekproef en de manier van datavergaring kort toegelicht. Vervolgens wordt in sectie 2 de methode waarop deze hypothesen worden getest uitgelegd. In sectie 3 en 4 worden de statistische bewerkingen en resultaten besproken die uitgevoerd zijn op de verzamelde data.

Tenslotte wordt er in hoofdstuk 6 een algemeen besluit geformuleerd. In grote lijnen wordt er geconcludeerd dat de omvang van de Raad van Bestuur en de eigendomsconcentratie binnen de Raad van Bestuur een positief en significant effect hebben op de vrijwillige informatieverstrekking van een bedrijf. Voor de andere drie vooropgestelde onafhankelijke variabelen, namelijk de onafhankelijkheid binnen de Raad van Bestuur, CEO dualiteit en deskundigheid van onafhankelijke niet-uitvoerende leden van de Raad van Bestuur, werd er geen significante relatie gevonden ten opzichte van vrijwillige informatieverstrekking. Verder worden in hoofdstuk 6 de beperkingen van de verhandeling aangehaald, alsook suggesties gedaan voor toekomstig onderzoek.





# Inhoudsopgave

Voorwoord.....	- 1 -
Samenvatting .....	- 3 -
Inhoudsopgave .....	- 7 -
Hoofdstuk 1: Probleemstelling en onderzoeksopzet.....	- 9 -
1.1.    Formulering van het onderzoeksdoel .....	- 9 -
1.2.    Probleemstelling .....	- 10 -
1.3.    Formulering van onderzoeksvragen .....	- 11 -
1.4.    Het onderzoeksopzet.....	- 13 -
Hoofdstuk 2: De rol van publieke informatie in de kapitaalmarkt en vrijwillige informatieverstrekking .....	- 15 -
2.1.    De rol van publieke informatie in de kapitaalmarkt .....	- 15 -
2.1.1.    Het informatie probleem.....	- 15 -
2.1.2.    Het agency probleem .....	- 16 -
2.2.    Informatieverstrekking .....	- 17 -
2.2.1.    Wettelijk verplichte informatie .....	- 17 -
2.2.2.    Vrijwillige informatieverstrekking .....	- 20 -
a.    Doel van vrijwillige informatieverstrekking .....	- 20 -
b.    Theoretische verklaringen voor vrijwillige informatieverstrekking .....	- 22 -
c.    Motieven voor vrijwillige informatieverstrekking.....	- 24 -
d.    Economische gevolgen van vrijwillige informatieverstrekking .....	- 25 -
Hoofdstuk 3: Eigenschappen van de Raad van Bestuur .....	- 27 -
3.1.    Regulerend kader.....	- 27 -
3.1.1.    Wetgeving.....	- 27 -
3.1.2.    Corporate governance .....	- 28 -
3.2.    Taken van de Raad van Bestuur .....	- 30 -
3.3.    Kenmerken van de Raad van Bestuur .....	- 32 -
3.3.1.    Verhouding tussen afhankelijke en onafhankelijke bestuurders.....	- 32 -
3.3.2.    CEO dualiteit .....	- 36 -
3.3.3.    Deskundigheid en achtergrond van onafhankelijke bestuurders .....	- 37 -
3.3.4.    Eigendomsconcentratie .....	- 38 -
3.3.5.    Grootte van de Raad van Bestuur.....	- 39 -
Hoofdstuk 4: Hypotheses.....	- 41 -
4.1.    Hypotheses .....	- 41 -
4.1.1.    Onafhankelijke bestuurders .....	- 41 -

4.1.2.	CEO dualiteit .....	- 42 -
4.1.3.	Deskundigheid van de leden van de Raad van Bestuur.....	- 43 -
4.1.4.	Eigendomsconcentratie .....	- 44 -
4.1.5.	Omvang raad van bestuur .....	- 45 -
4.2.	Definiëring van de variabelen.....	- 46 -
4.2.1.	Onafhankelijke variabelen .....	- 46 -
4.2.2.	Afhankelijke variabele .....	- 48 -
Hoofdstuk 5: Toetsen van hypothesen .....		- 51 -
5.1.	Bespreking steekproef en datavergaring .....	- 51 -
5.2.	Onderzoeksopzet .....	- 53 -
5.3.	Beschrijvende statistiek .....	- 57 -
5.4.	Resultaten.....	- 59 -
Hoofdstuk 6: Conclusie.....		- 63 -
6.1.	Bespreking hypothesen.....	- 63 -
6.2.	Beperkingen masterproef .....	- 65 -
6.3.	Suggesties voor toekomstig onderzoek.....	- 68 -
Lijst van tabellen .....		- 71 -
Lijst van geraadpleegde werken .....		- 73 -

## Hoofdstuk 1: Probleemstelling en onderzoeksopzet

In dit hoofdstuk wordt het doel van deze masterproef uiteengezet. Er wordt getracht de relatie tussen verschillende kenmerken van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking duidelijk te maken. Allereerst wordt de probleemstelling beschreven en de centrale onderzoeksvraag opgesteld. Vervolgens worden er een aantal deelvragen afgeleid die zullen helpen bij het vormen van een antwoord op de centrale onderzoeksvraag. Ten slotte wordt het onderzoeksopzet besproken die de keuze en de verantwoording voor de gebruikte onderzoeksstrategieën toelicht. Dit werk zal vanuit een academische context kijken naar het praktijkprobleem.

### 1.1. Formulering van het onderzoeksdoel

Iedere naamloze vennootschap moet bij wet een orgaan oprichten dat het bestuur van de onderneming voor zijn rekening neemt, namelijk de Raad van Bestuur. De bevoegdheden van de Raad van Bestuur kunnen kort en krachtig omschreven worden. De leden van de Raad van Bestuur mogen alle handelingen verrichten die nodig of dienstig zijn voor de verwezenlijking van het doel van de vennootschap, behalve deze handelingen die toehoren aan de algemene vergadering (artikel 522, Wetboek van Vennootschappen). Dit is echter een ruime interpretatie van de bevoegdheden van de Raad van Bestuur. Unizo stelt dat de Raad van Bestuur drie belangrijke functies heeft. De eerste functie is het sturen van de onderneming. De Raad van Bestuur moet de strategische richting formuleren voor de toekomst van de onderneming op lange termijn. Verder moet ze ook toezicht houden. Dit doet de Raad van bestuur door informatie in te winnen en toezicht te houden op de prestaties van de onderneming. Ten slotte zal de Raad van Bestuur ook verantwoording moeten afleggen ([www.unizo.be](http://www.unizo.be)).

De verschillende bevoegdheden van de Raad van Bestuur worden op hun beurt opgesplitst in verschillende taken waarvoor de Raad van Bestuur verantwoordelijk is (Hung, 1998). Eén van deze taken is onder andere de financiële rapportering van de onderneming. De Raad van Bestuur moet naar de buitenwereld toe een correct beeld van de onderneming neerzetten. Bij deze publieke rapportering moet de Raad van Bestuur aan een aantal wettelijke verplichtingen voldoen. Buiten deze wettelijke verplichtingen, staat het een bedrijf vrij om extra informatie te verschaffen aan zijn stakeholders. Met stakeholders wordt verwezen naar de verschillende belangengroepen van de ondernemingen. Zo zijn onder andere de klanten, leveranciers,

investeerders, financiële instellingen en dergelijke, externe partijen die belang hebben bij de publieke informatie die een bedrijf bekend maakt.

Er zijn verschillende onderzoeken gevoerd naar de relatie tussen de eigenschappen van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking. Deze onderzoeken focussen zich echter slechts op een of twee eigenschappen tegelijk. In deze masterproef zal getracht worden om een aantal eigenschappen die in voorgaand onderzoek reeds bestudeerd werden, samen te bundelen en een onderzoek te doen naar hun gezamenlijke impact op de vrijwillige informatie die een bedrijf bekend maakt. Verder zijn de gevoerde onderzoeken steeds landgebonden. In ieder land gelden andere wettelijke verplichtingen en bestaat dus de mogelijkheid dat de resultaten zullen verschillen. Binnen België, rekening houdend met het wettelijke kader van België, is er nog geen onderzoek gedaan naar de materie behandeld in deze masterproef. Op deze twee vlakken zal deze masterproef dus een meerwaarde kunnen bieden.

## **1.2. Probleemstelling**

De Raad van Bestuur is verantwoordelijk voor de hoeveelheid informatie die bekend wordt gemaakt naar de buitenwereld toe. Deze hoeveelheid informatie kan sterk variëren tussen ondernemingen. In de literatuur zijn er verscheidene studies die trachten een relatie te vinden tussen verschillende kenmerken van de Raad van Bestuur en hun invloed op de hoeveelheid vrijwillige informatie die de onderneming bekend maakt.

Er bestaat veel onenigheid rond de samenstelling van de Raad van Bestuur. Vooral in het kader van corporate governance is dit een zeer gevoelig onderwerp. Een zeer belangrijke vraag die dikwijls gesteld wordt is: moet de rol van de CEO gescheiden worden van de rol van de voorzitter van de Raad van bestuur? De Algemene Vergadering is verantwoordelijk voor het kiezen van de Raad van Bestuur. Het is dus mogelijk dat als voorzitter van de Raad van Bestuur de CEO gekozen wordt. In de praktijk merken we dat, al hebben de shareholders de bevoegdheid om de Raad van Bestuur te kiezen, ze niet actief betrokken worden in het kiesproces. De reeds bestaande Raad, in samenwerking met het management, gaat op zoek naar mogelijke kandidaten en het is bijna onmogelijk voor andere shareholders om iemand anders te nomineren (Cravens & Wallace, 2001). Ook kan het dat de CEO de meerderheidsaandeelhouder is en dus zichzelf makkelijker de titel van voorzitter kan toeschuiven. Wanneer de CEO een centrale rol speelt in de selectie van de Raad van Bestuur of in het selecteren van belangrijke leden van de Raad van Bestuur, is de efficiëntie van de Raad van Bestuur als controleur in gevaar (Cravens & Wallace, 2001).

De scheiding van de functies van CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur is al jaren een punt van discussie. Zo werd hieromtrent in 2003 al een artikel gepubliceerd in De Tijd (Erika Racquet, 2003). In dit artikel wordt gesteld dat de CEO geen beslissende invloed mag hebben op de informatiestroom tussen het topmanagement en de voorzitter van de Raad van Bestuur. Dit klinkt logisch. Indien de CEO zorgt voor deze informatieoverdracht, kan het voorkomen dat hij er baat bij heeft om belangrijke informatie voor de Raad van Bestuur verborgen te houden. Als de Raad van Bestuur niet de juiste en volledige informatie voor handen heeft, kan deze ook geen goed doordachte beslissingen nemen en zal dit de werking van de onderneming aantasten.

Wang en Dewhirst (1992) stellen dat, wanneer de CEO ook zetelend in de Raad van Bestuur, deze een grotere verantwoordelijkheid voelt. Hij voelt zich verantwoordelijk voor alle stakeholders, dus ook de klanten, overheid, werknemers, aandeelhouders en ten slotte de maatschappij. Het is duidelijk dat er veel verschillende meningen zijn betreffende het al dan niet scheiden van de functie van CEO en de functie van voorzitter van de Raad van Bestuur.

Volgens een artikel van Cravens en Wallace (2001) zijn er wel meer eigenschappen van de Raad van Bestuur die een invloed uitoefenen op de taken van de Raad van Bestuur. Zo hangt de kwaliteit van de Raad van Bestuur als toezichhoudend orgaan onder andere ook af van de onafhankelijkheid van het management en de competentie van zijn leden. Byrd en Hickman (1992) stellen dat onafhankelijke bestuurders het best de belangen van de shareholders nastreven. Verder hebben de niet-uitvoerende bestuurders die zetelen in de Raad van Bestuur elk een specifieke achtergrond en beroep. Ze beschikken ieder over een specifieke deskundigheid die zeer uiteenlopend kan zijn.

Hierboven zijn een aantal belangrijke eigenschappen van de Raad van Bestuur aangehaald. In deze masterproef zal er getracht worden om de impact van bepaalde kenmerken van de Raad van Bestuur op vrijwillige informatieverstrekking van een onderneming te onderzoeken. Zo wordt er in dit onderzoek gekeken naar de verhouding tussen afhankelijke en onafhankelijke bestuurders, CEO dualiteit, deskundigheid van onafhankelijke bestuurders, eigendomsconcentratie en de grootte van de Raad van Bestuur.

### **1.3. Formulering van onderzoeksvragen**

Iedere Raad van Bestuur is anders samengesteld en ieder lid heeft andere individuele eigenschappen en karakteristieken. Het is echter wel mogelijk om, zoals in de probleemstelling is uiteengezet, globale eigenschappen van de Raad van Bestuur te definiëren en hun invloed op

bepaalde elementen te onderzoeken. Omdat het van groot belang is dat stakeholders over de juiste informatie van de onderneming beschikken, is het interessant om te kijken naar de invloed van verschillende eigenschappen van de Raad van Bestuur op de vrijwillige informatieverstrekking van de onderneming. Dit zal hen helpen om een accurater beeld van de onderneming te vormen.

In dit onderzoek wordt gekeken naar de invloed van bepaalde eigenschappen van de Raad van Bestuur op de financiële rapportering van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Als centrale onderzoeksvraag wordt gesteld:

***Wordt de vrijwillige informatieverstrekking van een Belgische beursgenoteerde onderneming beïnvloed door bepaalde eigenschappen van de Raad van Bestuur?***

In de probleemstelling zijn een aantal eigenschappen van de Raad van bestuur aangehaald. Dit zijn echter niet de enige kenmerken die kunnen worden afgeleid in verband met de Raad van Bestuur van een onderneming. In de eerste deelvraag wordt getracht om eigenschappen die binnen de Raad van Bestuur bestaan, te definiëren en hun invloed op de financiële rapportering te voorspellen. De eerste deelvraag luidt dan ook:

*Welke eigenschappen kunnen we definiëren binnen de Raad van Bestuur?*

In de tweede deelvraag wordt met meer aandacht gekeken naar de financiële rapportering van de onderneming, meer bepaald naar de omvang van wat ze publiceert. Er wordt onderzocht wat bedrijven wettelijk verplicht zijn te publiceren naar de buitenwereld toe en wat ze vrijwillig kunnen publiceren. De tweede deelvraag is:

*Wat moeten bedrijven wettelijk publiceren en wat kunnen ze vrijwillig publiceren?*

Ten slotte wordt in de laatste deelvraag getracht om een relatie te zoeken tussen de eigenschappen van de Raad van Bestuur en de financiële rapportering. De laatste deelvraag wordt geformuleerd als:

*Wat is de relatie tussen de onderscheidende eigenschappen van de Raad van Bestuur en de vrijwillige informatieverstrekking van een onderneming?*

Wanneer alle deelvragen beantwoord zijn, zal het mogelijk zijn om een antwoord op de centrale onderzoeksvraag te formuleren.

#### **1.4. Het onderzoeksopzet**

Om een antwoord te formuleren op de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen komen twee onderzoeksstrategieën aan bod.

De bespreking van de eerste en de tweede deelvraag gebeurt aan de hand van een literatuurstudie. Hierdoor kan alle informatie die rond deze deelvragen bestaat, verzameld worden. Deze informatie helpt bij het oplossen van de laatste deelvraag. Er wordt begonnen in hoofdstuk 2 met deelvraag 2 te beantwoorden. In hoofdstuk 3 zal de eerste deelvraag besproken worden.

Om de literatuurstudie uit te voeren worden zowel primaire als secundaire bronnen gebruikt. Zo worden verschillende wetteksten, wetboeken, eindverhandelingen, wetenschappelijke artikels, tijdschriften en boeken geraadpleegd. Bijkomend worden ook elektronische zoekmachines gebruikt, zoals Bronco, Antilope en Ebscohost. Deze worden gebruikt voor het zoeken van wetenschappelijke bronnen uit tijdschriften en boeken. Mediargus ondersteunt het onderzoek wanneer er naar populaire bronnen, namelijk krantenartikels, gezocht wordt. Ten slotte wordt de zoekmachine Google en meer bepaald Google Scholar gebruikt tijdens het voeren van dit onderzoek.

De invloed van de verschillende eigenschappen op de financiële rapportering wordt via het empirische gedeelte achterhaald. De tweede onderzoekstrategie die gebruikt wordt in het onderzoek is dus een empirische studie. Om de nodige data voor dit gedeelte te bekomen, wordt er gebruik gemaakt van BelFirst en van online gegevens. Meer bepaald gebeurt de steekproefbepaling met hulp van BelFirst. Er is gekozen om als onderzoekseenheden te werken met Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De gegevens omtrent vrijwillige informatieverstrekking worden gezocht in jaarverslagen die online beschikbaar zijn. Indien er geen jaarverslag beschikbaar is, wordt er een papieren versie aangevraagd. Om informatie rond de afhankelijke variabele te bepalen, wordt gebruik gemaakt van de websites van de verschillende bedrijven. Ten slotte wordt naar de data van de controlevariabelen gezocht via BelFirst en in de jaarverslagen.



Er wordt getracht via regressieanalyse een antwoord te formuleren op de laatste deelvraag. Deze methode maakt het mogelijk om de invloed van de eigenschappen van de Raad van Bestuur op vrijwillige informatieverstrekking te achterhalen, gegeven dat de andere factoren constant blijven. Concreet worden er verschillende hypothesen gevormd over de invloed van de gevonden eigenschappen van de Raad van Bestuur op de vrijwillige financiële rapportering. Via regressieanalyse wordt onderzocht of deze eigenschappen een significante invloed hebben. Om deze analyse uit te voeren, wordt het softwarepakket SPSS gebruikt.

Dit onderzoek is relevant voor alle investeerders en stakeholders van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Het helpt hen om de werking van het bedrijf beter te begrijpen en om de jaarverslagen beter te interpreteren. Voor onderzoekers uit andere landen heeft deze masterproef ook zijn meerwaarde. Ze kunnen hun resultaten vergelijken met deze binnen België. Zo kan ontdekt worden wat het effect is van een verschillend wettelijk kader op vrijwillige informatieverstrekking. Verder kan deze thesis een verrijking zijn voor ieder die zich interesseert in de werking van verschillende bedrijven en hun verschillende Raden van Bestuur. Ook voor huidige, toekomstige en voormalige leden van een Raad van Bestuur kan het een meerwaarde bieden om deze masterproef te lezen.

## **Hoofdstuk 2: De rol van publieke informatie in de kapitaalmarkt en vrijwillige informatieverstrekking**

In de eerste sectie van dit hoofdstuk wordt de rol van publieke informatie in de kapitaalmarkt duidelijk gemaakt. Vervolgens wordt er in sectie 2 gekeken naar welke informatie een bedrijf wettelijk bekend moet maken, en naar verschillende aspecten van vrijwillige informatieverstrekking.

### **2.1. De rol van publieke informatie in de kapitaalmarkt**

In deze sectie wordt voornamelijk een onderzoek van Healy & Palepu (2001) als basis gebruikt. Zij stellen dat het in iedere economie de uitdaging is om de optimale allocatie te vinden tussen het sparen van de huishoudens in de economie en de investeringsopportunities. Het afstemmen van deze twee elementen op elkaar is moeilijk voor twee redenen. Ten eerste hebben ondernemers betere informatie dan de spaarders over de investeringsopportunities. Naar dit probleem wordt verwezen als het "informatie probleem" en wordt besproken in het eerste onderdeel van deze sectie. Een tweede probleem kan zich voordoen wanneer spaarders hebben geïnvesteerd in ondernemingen en de ondernemers misbruik maken van dit spaargeld. Dit probleem wordt het "agency probleem" genoemd en wordt duidelijk gemaakt in het tweede deel van deze sectie (Healy & Palepu, 2001).

#### **2.1.1. Het informatie probleem**

Het informatieprobleem of het "lemons" probleem komt tot stand door verschillen in informatie en verschillende drijfveren tussen ondernemers en spaarders. Volgens Akerlof (1970) kan in het slechtste geval de kapitaalmarkt instorten. Healy en Palepu (2001) geven een voorbeeld dat helpt om het informatieprobleem te begrijpen. Stel een situatie waar de helft van de ideeën van de ondernemers "goede" ideeën zijn, en de andere helft zijn "slechte" ideeën. Zowel de investeerders als de ondernemers zullen rationeel naar de situatie kijken en een beslissing nemen op basis van de informatie die ze voor handen hebben. Wanneer investeerders niet het verschil kunnen maken tussen "goede" en "slechte" ideeën, zullen ondernemers met "slechte"

ideeën deze laten uitschijnen als “goede” ideeën. Omdat investeerders geen onderscheid kunnen maken tussen beide ideeën, zullen ze een gemiddelde waarde aan alle ideeën geven. Dit heeft als gevolg dat de “goede” ideeën onderschat worden en de “slechte” ideeën overschat. De “goede” ideeën zullen dus uit de markt verdwijnen en er zullen nog enkel “slechte” ideeën overblijven (Healy & Palepu, 2001).

Healy & Palepu (2001) geven enkele oplossingen voor dit probleem. Ten eerste stellen zij dat optimale contracten tussen ondernemers en investeerders ervoor zorgen dat alle informatie bekend wordt gemaakt. Ten tweede kan meer wetgeving een oplossing bieden zodat de ondernemers verplicht zijn alle informatie bekend te maken. Ten slotte kunnen ook tussenpersonen zoals onder andere financiële analisten een oplossing bieden. Deze oplossingen zijn echter minder belangrijk in het kader van dit onderzoek omdat in deze masterproef vrijwillige informatieverstrekking centraal staat, en niet de informatie die verplicht is om bekend te maken.

### **2.1.2. Het agency probleem**

Het agency probleem doet zich voor wanneer samenwerkende partijen verschillende doelen en verschillende visies hebben op arbeid (Jensen & Meckling; 1976). De theorie vertrekt van een agency relatie waarbij één partij (de principaal) werk delegeert aan een andere partij (agent) die op zijn beurt dit werk moet uitvoeren (Jensen & Meckling, 1976). In deze principaal-agent relatie kunnen drie problemen voorkomen. Ofwel is het mogelijk dat de agent en de principaal niet dezelfde doelen hebben, ofwel is het moeilijk of duur voor de principaal om na te gaan wat de agent werkelijk aan het doen is. Verder is het ook nog mogelijk dat de principaal en de agent een verschillend standpunt hebben ten opzichte van risico (Eisenhardt, 1989).

Healy en Palepu (2001) stellen een aantal oplossingen voor het agency probleem voor. De eerste oplossing is werken met optimale contracten tussen ondernemers en investeerders. De ondernemer zal dan extra informatie moeten voorzien aan de investeerders waaruit de investeerders kunnen afleiden of de bronnen binnen het bedrijf worden ingezet om de waarde voor de externe eigenaars te vergroten. Een tweede mechanisme om het agency probleem op te lossen zijn tussenpersonen die wel over de nodige informatie beschikken zoals onder andere een financieel analist. Deze kunnen de investeerders dan informeren zodat ze over de nodige informatie beschikken. Een laatste oplossing wordt gevonden in de samenstelling van een Raad van Bestuur. Zij moeten het management controleren en zorgen dat deze handelen in het belang van de externe eigenaars (Healy & Palepu, 2001). De shareholders stellen dus het

management verantwoordelijk voor hun gekregen macht en verwachten van de leden van de Raad van Bestuur informatie rond hun prestaties om de managers te kunnen evalueren (Donnelly & Mulcahy, 2008). De Raad van Bestuur wordt dus gezien als het belangrijkste middel voor de shareholders om controle te houden over het topmanagement en is dus een mechanisme dat het agency probleem moet verminderen (Hermalin & Weisbach, 2003). In dit onderzoek zal de Raad van Bestuur als oplossing voor het agency probleem gelinkt worden aan de vrijwillige informatie die een bedrijf bekend maakt.

## **2.2. Informatieverstrekking**

Wanneer we het hebben over informatieverstrekking, moeten we kijken naar twee elementen. Ten eerste is een bedrijf wettelijk verplicht een aantal zaken bekend te maken naar de buitenwereld toe. Ten tweede kan een bedrijf er ook voor kiezen om extra informatie te verschaffen. In het eerste deel van deze sectie wordt er gekeken naar de wettelijke bepalingen rond informatie dat een Belgisch bedrijf moet vrijgeven naar de buitenwereld toe. Vervolgens wordt er dieper ingegaan op vrijwillige informatieverstrekking, de theorieën hieromtrent, de motieven en economische gevolgen van meer vrijwillige informatie.

### **2.2.1. Wettelijk verplichte informatie**

Het wettelijke kader van een land heeft invloed op de link tussen de vrijwillige informatieverstrekking in dat land en de eigenschappen van de Raad van Bestuur. In een onderzoek van García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) is er bijvoorbeeld gevonden dat de invloed van onafhankelijke bestuurders en eigendomsconcentratie op vrijwillige informatie afhankelijk is van een aantal regulerende kenmerken die verschillen van land tot land. Het wettelijke kader van een land werd in hun onderzoek dus gebruikt als tussenliggende variabele. Dit onderzoek gebeurt binnen het wettelijke kader van België waardoor dit niet moet worden opgenomen als tussenliggende variabele. Wel moet de wettelijke context waarin dit onderzoek valt duidelijk geschetst worden en moet erop gewezen worden dat de resultaten van dit onderzoek niet mogen veralgemeend worden naar andere landen toe. Anderzijds moet er ook vermeld worden dat de resultaten van onderzoek dat al gedaan is rond de topics van deze masterproef dus met een zeer kritische blik moeten bekeken worden omdat in ieder land de regulerende omgeving anders is (Gul & Leung, 2004).

Er wordt een kort overzicht gegeven van de belangrijkste Belgische wetsregels omtrent informatie die een bedrijf verplicht moet vrijgeven.

Wanneer we kijken naar het Wetboek van Vennootschappen, zien we in artikel 92, § 1:

“De zaakvoerders of de bestuurders zijn verplicht elk jaar een inventaris op te maken volgens de waarderingsmaatstaven bepaald door de Koning, alsmede een jaarrekening op te maken in de vorm en met de inhoud bepaald door de Koning. Die jaarrekening bestaat uit de balans, de resultatenrekening en de toelichting, en vormt een geheel.”

De jaarrekening geeft alle financiële informatie van de onderneming weer en zorgt ervoor dat stakeholders zich een getrouw beeld kunnen vormen van de financiële situatie van de onderneming.

Buiten de financiële gegevens die een bedrijf moet verstrekken, zal er ook nog additionele informatie moeten vrijgegeven worden. Deze informatie wordt verzameld in het jaarverslag. Volgens artikel 96 van het Wetboek van Vennootschappen bevat het jaarverslag volgende informatie:

“1° ten minste een getrouw overzicht van de ontwikkeling en de resultaten van het bedrijf en van de positie van de vennootschap, alsmede een beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee zij geconfronteerd wordt. Dit overzicht bevat een evenwichtige en volledige analyse van de ontwikkeling en de resultaten van het bedrijf en van de positie van de vennootschap die in overeenstemming is met de omvang en de complexiteit van dit bedrijf. In de mate waarin zulks noodzakelijk is voor een goed begrip van de ontwikkeling, de resultaten of de positie van de vennootschap, omvat de analyse zowel financiële als, waar zulks passend wordt geacht, niet-financiële essentiële prestatie-indicatoren die betrekking hebben op het specifieke bedrijf van de vennootschap, met inbegrip van informatie betreffende milieu- en personeelsaangelegenheden. In deze analyse omvat het jaarverslag, waar zulks passend wordt geacht, verwijzingen naar en aanvullende uitleg betreffende de bedragen in de jaarrekening.

2° informatie omtrent de belangrijke gebeurtenissen die na het einde van het boekjaar hebben plaatsgevonden;

3° inlichtingen over de omstandigheden die de ontwikkeling van de vennootschap aanmerkelijk kunnen beïnvloeden, voor zover zij niet van die aard zijn dat zij ernstig nadeel zouden berokkenen aan de vennootschap;

4° informatie omtrent de werkzaamheden op het gebied van onderzoek en ontwikkeling;

5° gegevens betreffende het bestaan van bijkantoren van de vennootschap;

6° ingeval uit de balans een overgedragen verlies blijkt of uit de resultatenrekening gedurende twee opeenvolgende boekjaren een verlies van het boekjaar blijkt, een

verantwoording van de toepassing van de waarderingsregels in de veronderstelling van continuïteit;

7° alle gegevens die volgens dit wetboek in dit verslag moeten worden opgenomen.

8° wat betreft het gebruik door de vennootschap van financiële instrumenten en voor zover zulks van betekenis is voor de beoordeling van haar activa, passiva, financiële positie en resultaat:

- de doelstellingen en het beleid van de vennootschap inzake de beheersing van het risico, met inbegrip van haar beleid inzake hedging van alle belangrijke soorten voorgenomen transacties, waarvoor hedge accounting wordt toegepast, alsook
- het door de vennootschap gelopen prijsrisico, kredietrisico, liquiditeitsrisico, en kasstroomrisico;

9° in voorkomend geval, de verantwoording van de onafhankelijkheid en deskundigheid op het gebied van boekhouding en audit van ten minste één lid van het auditcomité.”

Samen met de jaarrekening, het jaarverslag en het controleverslag moeten nog een aantal stukken publiek bekend gemaakt worden. Artikel 100 van het Wetboek van Vennootschappen maakt een opsomming van deze stukken:

“1° een stuk met de volgende gegevens: de naam, de voornamen, het beroep en de woonplaats van de bestuurders of zaakvoerders, naargelang het geval, en van de commissarissen in functie. Indien de jaarrekening is geverifieerd en/of gecorrigeerd door een externe accountant of een bedrijfsrevisor, moeten ook de naam, de voornamen, het beroep, de woonplaats van de externe accountant of van de bedrijfsrevisor evenals hun lidmaatschapsnummer bij hun instituut vermeld worden. De bestuurder of zaakvoerder vermeldt, in voorkomend geval, dat geen enkele verificatie- of correctietaak werd opgedragen aan een extern accountant of bedrijfsrevisor;

2° een overzicht van de bestemming van het resultaat indien deze bestemming niet blijkt uit de jaarrekening;

3° een stuk met vermelding, al naar het geval, van de datum van neerlegging van een expeditie van de authentieke of een dubbel van de onderhandse oprichtingsakte of van de datum van neerlegging van de bijgewerkte volledige tekst van de statuten;

4° het verslag van de commissarissen opgesteld overeenkomstig artikel 144;

5° een stuk met de volgende gegevens, tenzij die reeds afzonderlijk in de jaarrekening worden vermeld:

- a) het bedrag, bij de jaarafsluiting, van de schulden of van de gedeelten van schulden, gewaarborgd door de Belgische overheid;
- b) het bedrag, op dezelfde datum, van de opeisbare schulden bij de belastingbesturen en bij de Rijksdienst voor Sociale Zekerheid, ongeacht of uitstel van betaling is verkregen;

c) het bedrag over het afgesloten boekjaar van de kapitaal- en rentesubsidies uitbetaald of toegekend door openbare besturen of instellingen;

6° een stuk dat de vermeldingen bevat van het jaarverslag voorgeschreven door artikel 96. Eenieder kan op de zetel van de vennootschap inzage nemen van het jaarverslag en daarvan, zelfs op schriftelijke aanvraag, kosteloos een volledig afschrift krijgen. Deze verplichting geldt niet voor de niet-genoteerde kleine vennootschappen;

7° alle documenten die tegelijk met de jaarrekening moeten worden neergelegd krachtens dit wetboek.”

## **2.2.2. Vrijwillige informatieverstrekking**

Na het wettelijk kader te hebben bekeken, wordt er nu gefocust op de additionele informatie die een bedrijf kan vrijgeven. Eerst wordt het doel van vrijwillige informatieverstrekking uiteengezet. Vervolgens wordt er gekeken naar de verschillende theorieën hieromtrent alsook de motieven om vrijwillig meer informatie bekend te maken. Ten slotte worden ook de economische gevolgen van vrijwillige informatieverstrekking besproken.

### **a. Doel van vrijwillige informatieverstrekking**

García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) definiëren vrijwillige informatieverstrekking als informatie, buiten de financiële staten, die niet expliciet vereist is volgens de algemeen aanvaarde boekhoudprincipes of door regels opgelegd door het land.

In het algemeen is het doel van financiële staten om in informatie te voorzien die nuttig is voor een brede waaier aan gebruikers. De financiële staten helpen de gebruikers bij het nemen van economische beslissingen. Financiële rapportering en bekendmaking zijn een belangrijk middel voor het management om de prestaties en het bestuur van een bedrijf te communiceren aan investeerders (Healy & Palepu, 2001). Healy & Palepu (2001) stellen dat de informatieverstrekking moet afgestemd worden op de noden van de stakeholders.

Het management kan echter de informatie die het bekend maakt aan de bestuurders reduceren om de echte economische prestaties van een bedrijf te verbergen voor de eigenaars. De Raad van Bestuur moet ervoor zorgen dat dit probleem van asymmetrische informatie wordt verminderd (Donnelly & Mulcahy, 2008). Het management kan het probleem van informatie-

asymmetrie uitbuiten en gebruiken in eigen voordeel door te gaan handelen op een manier die tegengesteld is aan het belang van de stakeholders (Donnelly & Mulcahy, 2008). Algemeen kunnen we dus stellen dat managers de neiging hebben om negatieve organisationele uitkomsten te verbergen in de hoop dat ze deze uitkomsten niet moeten bekend maken of om zichzelf de tijd te geven om ze te elimineren voordat de shareholders erachter komen (Eisenhardt, 1989; Walsh & Seward, 1990; Harrison & Harrel, 1993). Wanneer het gaat om goed nieuws kan het management ook informatie verborgen houden. Het management gaat dan handelen in functie van dit goede nieuws dat niet gekend is bij de shareholders (Noe, 1999; Irani, 2001).

Het probleem van asymmetrische informatie is gelinkt met het agency probleem. Om het agency probleem weg te werken moet de informatieasymmetrie tussen management en shareholders gereduceerd worden (Donnelly & Mulcahy, 2008). Het opleggen van een minimale hoeveelheid informatie die bekend moet worden gemaakt, kan een oplossing zijn. Wanneer we bijvoorbeeld naar een onderzoek van Williamson (1984) kijken, wordt er vastgesteld dat de specificiteit van bepaalde transacties informatieasymmetrie kan creëren. Deze asymmetrie kan worden verminderd door extra vrijwillige informatieverstrekking. Zo ontstaat er een grotere transparantie en kunnen investeerders beter de waarde van de transacties voor de toekomst inschatten.

Healy & Papelu (1995) stellen dat het opleggen van verplichte informatieverstrekking kan helpen bij de communicatie tussen een bedrijf en zijn investeerders, maar dat het nooit het probleem van informatieasymmetrie volledig kan oplossen. Volgens Healy & Papelu (2001) is er een grote discussie over welke informatie vrijwillig moet worden bekendgemaakt, en welke informatie optioneel moet worden vrijgegeven.

García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) stellen in hun onderzoek dat het publiceren van vrijwillige informatie de uitkomst is van een kosten-batenanalyse. De baten kunnen worden gezien als het afnemen van informatieasymmetrie en van de kost van het kapitaal. Er ontstaat een hogere aandelenprijs en de aandelen zullen beter presteren. Er moet wel bemerkt worden dat een bedrijf enkel vrijwillig extra informatie zal vrijgeven indien de baten groter zijn dan de kosten hieraan verbonden (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2010). Uit een onderzoek van Gul & Leung (2004) is gebleken dat vrijwillige informatieverstrekking is gelinkt aan lagere kosten van eigen vermogen (Botosan, 1997), verlaging van de kost van schulden (Sengupta, 1998) en een verlaging van het geschatte risico of onzekerheden rond de verdeling van rendementen (Richardson & Welker, 2001).



In het algemeen kan gesteld worden dat vrijwillige informatieverstrekking tot doel heeft om informatieasymmetrie te doen afnemen, de kost van eigen vermogen te doen afnemen en de welvaart van de shareholders te doen stijgen (Richardson & Welker, 2001; Lev, 1992).

#### **b. Theoretische verklaringen voor vrijwillige informatieverstrekking**

Het belangrijkste motief voor vrijwillige informatieverstrekking is het reduceren van informatieasymmetrie tussen bedrijven en investeerders. Volgens Verrecchia (2001) is het reduceren van informatieasymmetrie een goed vertrekpunt om een theorie rond vrijwillige informatieverstrekking op te stellen. In de loop der jaren zijn er verschillende theorieën rond vrijwillige informatieverstrekking ontwikkeld. Er is echter geen enkele "juiste" theorie en daarom worden er verschillende theorieën gebruikt om vrijwillige informatieverstrekking te verklaren. In deze sectie wordt getracht de theoretische verantwoordingen hierrond te geven.

Er kunnen zes verschillende theorieën een verklaring geven voor vrijwillige informatieverstrekking. Deze zijn: de agency theorie, de signaleer theorie, de politieke economische theorie, de legitimiteit theorie, de stakeholder theorie en de proportionele kosten theorie. Deze verschillende theorieën worden kort toegelicht.

De populairste theorie is de agency theorie. Volgens deze theorie zal vrijwillige publicatie van gedetailleerde informatie ervoor zorgen dat de agency kosten dalen. Vrijwillige informatieverstrekking wordt vanuit deze theorie gezien als een hulpmiddel bij conflicten tussen managers en shareholders en tussen bedrijven en schuldeisers. Concreet is informatieverstrekking dus een belangrijk controlemechanisme om de prestaties van het management na te gaan (Jensen & Meckling, 1976). Volgens Diamand en Verrecchia (1991) reduceert vrijwillige informatieverstrekking het probleem van asymmetrische informatie tussen goed geïnformeerde en slecht geïnformeerde investeerders met als gevolg dat de liquiditeit op de markt verhoogt.

Een tweede theorie is de signaleer theorie. Hierbij wordt vrijwillige informatieverstrekking gezien als een hulpmiddel voor managers om signalen naar de markt te sturen. Managers die vrijwillig meer private informatie bekend maken, beseffen dat dit een goed signaal is naar de markt toe over de prestaties van het bedrijf en zorgen dat de informatieasymmetrie afneemt (Spence, 1973; Ross, 1977). Vanuit dit standpunt heeft het management de mogelijkheid om het beeld dat de investeerders hebben over het bedrijf aan te passen. Volgens Morris (1987) zou een

combinatie van de agency en de signaleer theorie een "goede" theoretische grondslag zijn om onderzoek te doen naar beleid op vlak van accounting choices.

De voorstanders van de politieke economische theorie stellen dat de bestaande rapporteringssystemen de sociale welvaart volledig negeren omdat deze systemen zich vooral focussen op de rechten van de shareholders (Lindblom, 1984; Guthrie & Parker, 1989). Vrijwillige informatieverstrekking kan dus gezien worden als een positieve reactie van de bedrijven ten gevolge van sociale druk. Op deze manier voorkomen de bedrijven ook dat er bijkomende regels zullen opgelegd worden omtrent de rapporteringverplichtingen van een bedrijf. Guthrie en Parker (1989) stellen zelfs dat bedrijven vrijwillig informatie bekend maken om drukingsgroepen aan hun kant te krijgen.

De legitimiteit theorie vertrekt vanuit het standpunt dat bedrijven hun continuïteit willen verzekeren en gebruiken vrijwillige informatieverstrekking om te laten zien dat ze "goed" ondernemen (Lindblom, 1984; Guthrie & Parker, 1989; en Patten, 1992). Het bedrijf zal de wetgeving heel nauwgezet volgen en al zijn activiteiten volgens de wet voeren. Hierdoor zal het bedrijf beter gepositioneerd zijn op de markt. Volgens Patten (2002) maken bedrijven meer informatie vrijwillig publiek om aan te tonen dat ze handelen volgens sociale waarden die belangrijk worden geacht in de maatschappij. Ze zullen op die manier de verwachtingen van de maatschappij proberen in te lossen.

De voorlaatste theorie die besproken wordt, is de stakeholder theorie. Bij deze theorie wordt er naar vrijwillige informatieverstrekking gekeken vanuit het standpunt van de macht van de stakeholders, de strategische positie van het bedrijf en de economische prestaties van het bedrijf in het verleden en de toekomst (Roberts, 1992; Ullmann 1985). Volgens deze theorie wordt financiële en andere soorten informatie echter niet uitsluitend gepubliceerd voor investeerders en schuldeisers, maar aan een zeer uitgebreid publiek. Jesen (2001) stelt dat de bedrijven aandacht moeten hebben voor alle belanghebbenden bij hun bedrijfsactiviteit. Het is immers de taak van de bedrijven om de stakeholders tevreden te stellen, want zij hebben de belangrijkste bronnen van het bedrijf in handen.

De laatste theorie is de proportionele kosten theorie. Volgens deze theorie zijn er zowel positieve als negatieve effecten verbonden aan vrijwillige informatieverstrekking (Verrecchia, 1983; Wagenhofer, 1990). Vrijwillige informatieverstrekking kan schadelijk zijn voor de competitieve positie van een bedrijf omdat het zijn concurrenten inzicht geeft in zijn prijsstrategie. Daarom moet elk bedrijf de kosten en de baten van vrijwillige informatie afwegen en op basis hiervan beslissen om al dan niet meer informatie bekend te maken. Managers zullen dus enkel vrijwillig meer informatie vrij maken, indien de baten hiervan de kosten overschrijden.

### **c. Motieven voor vrijwillige informatieverstrekking**

In onderzoek naar informatieverstrekking wordt er meestal van uitgegaan dat zelfs in een efficiënte kapitaalstructuur het management meer informatie bezit dan de shareholders over de verwachte toekomstige prestaties van een bedrijf. In de literatuur worden er zes motieven aangehaald voor het management om al dan niet te voorzien in extra informatie (Healy & Palepu, 2001).

Ten eerste wordt er een motief rond kapitaalmarkttransacties aangehaald. Deze motivatie stelt dat de perceptie van een bedrijf door investeerders belangrijk is voor bedrijfsmanagers die van plan zijn een beroep te doen op het publieke spaarwezen of die een ander bedrijf willen overnemen (Healy & Palepu, 1995). Een onderzoek van Myers en Majluf (1984) vindt dat wanneer een bedrijf beroep doet op het publieke spaarwezen en wanneer er informatieasymmetrie is tussen investeerders en ondernemers, dit zeer kostelijk is voor de bestaande aandeelhouders. Dit zorgt ervoor dat wanneer een bedrijf transacties wilt uitvoeren op de kapitaalmarkt, het management meer vrijwillige informatie zal bekend maken om zo het probleem van informatieasymmetrie te reduceren en dus de kost van externe financiering te verlagen. Samengevat kan er dus gesteld worden dat het management de kost van het kapitaal kan reduceren door het informatierisico te doen verlagen door vrijwillige informatieverstrekking (Healy & Palepu, 2001).

Ten tweede wordt er een motief rond corporate control geformuleerd. Aan de basis van deze motivatie ligt het feit dat de Raad van Bestuur en de investeerders het management verantwoordelijk houdt voor de beschikbare koersinformatie. Volgens deze theorie gebruikt het management vrijwillige informatieverstrekking om de onderwaardering van hun aandeel te voorkomen (Healy & Palepu, 2001).

Een derde motief dat kan worden afgeleid, is die rond aandelencompensaties. De bonussen van het management zijn vaak afhankelijk van de prestaties van de aandelen op de beurs. Door deze vorm van compensatie, heeft het management enkele redenen om te voorzien in additionele informatie. Management dat zijn aandelen wil verhandelen op de kapitaalmarkt zal meer private informatie bekend maken en zo de liquiditeit van de aandelen verhogen. Ook zullen ze meer informatie voorzien om de contractuele kosten gelinkt aan aandelencompensatie te verlagen. Ook bij deze hypothese is de grootste drijfveer dus het onderwaarderen van de aandelen indien het management geen extra informatie voorziet (Healy & Palepu, 2001).

Een vierde motief gaat uit van de kosten voor procesvoering. De bedreiging dat shareholders mogelijk een proces tegen een bedrijf kunnen beginnen, heeft twee effecten op vrijwillige

informatieverstrekking. Ten eerste kunnen juridische acties tegen het management omwille van onvolledige of niet-tijdige bekendmaking van informatie het management aanzetten om meer informatie vrijwillig bekend te maken. Aan de andere kant kan de dreiging van een proces er ook voor zorgen dat het management minder informatie bekend gaat maken, vooral voorspellende informatie, uit schrik dat deze informatie niet zou kloppen (Healy & Palepu, 2001).

Een voorlaatste motief vertrekt vanuit het standpunt dat getalenteerde managers meer vrijwillige informatie, voornamelijk voorspellende informatie, zullen vrijgeven (Trueman, 1986). De waarde van een bedrijf is afhankelijk van de perceptie van de investeerders over de mogelijkheid van het management om in te spelen op toekomstige veranderingen en opportuniteit in de economische omgeving. Hoe sneller investeerders dus informatie van het management krijgt, hoe meer ze het management als een getalenteerd management zullen zien, en hoe hoger de waarde van het bedrijf gaat worden. (Healy & Palepu, 2001).

Een laatste motief stelt dat extra informatieverstrekking de competitieve positie van een bedrijf in het gevaar kan brengen (Gigler, 1994). Bedrijven zullen dus niet voorzien in extra informatie die de competitieve positie van het bedrijf zou kunnen schaden, ook al zou hierdoor de kosten van additioneel kapitaal stijgen. Voor deze laatste hypothese is echter weinig bewijs gevonden in voorgaand onderzoek (Healy & Palepu, 2001).

#### **d. Economische gevolgen van vrijwillige informatieverstrekking**

In de literatuur worden drie gevolgen van vrijwillige informatieverstrekking op de kapitaalmarkt beschreven. Ten eerste wordt de liquiditeit van de aandelen verhoogd. Diamend & Verrecchia (1991) en Kim & Verrecchia (1994) stellen dat vrijwillige informatieverstrekking de informatieasymmetrie tussen geïnformeerde en niet-geïnformeerde investeerders doet afnemen. Dit heeft tot gevolg dat wanneer bedrijven veel informatie bekend maken, investeerders ervan overtuigd zijn dat aandelentransacties aan een "eerlijke" prijs gebeuren en dus ook de liquiditeit van de aandelen verhoogt. Een ander gevolg van vrijwillige informatieverstrekking op de kapitaalmarkt is dat de kost van het kapitaal verlaagt. Bedrijven met meer vrijwillige informatieverstrekking verlagen het informatierisico waardoor ze ook een lagere kapitaalkost zullen hebben dan bedrijven die minder informatie bekend maken en dus een hoog informatierisico hebben (Healy & Palepu, 2001). Ten laatste worden de tussenpersonen in de kapitaalmarkt, zoals analisten en banken, door meer vrijwillige informatie ook beter geïnformeerd. Door deze extra informatie dalen de kosten voor de tussenpersonen om aan

informatie te komen en zullen zij dus meer hun diensten kunnen aanbieden (Lang & Lundholm, 1996).

## **Hoofdstuk 3: Eigenschappen van de Raad van Bestuur**

In dit hoofdstuk wordt dieper ingegaan op verschillende aspecten van de Raad van Bestuur. In sectie 1 wordt er gekeken naar het regulerende kader rond de Raad van Bestuur. Hierbij wordt zowel verwezen naar de wettelijke bepalingen, alsook naar bepalingen die terug te vinden zijn in corporate governance codes. Vervolgens wordt in sectie 2 de werking van de Raad van Bestuur besproken waar de focus wordt gelegd op de verschillende taken van de Raad van Bestuur. Tenslotte worden de belangrijkste kenmerken van de Raad van Bestuur uiteengezet in sectie 3. Deze fungeren in dit onderzoek als onafhankelijke variabelen. Dit hele hoofdstuk is gebaseerd op literatuuronderzoek en tracht de bestaande informatie rond de Raad van Bestuur samen te vatten en de belangrijkste elementen aan te halen.

### **3.1. Regulerend kader**

Er wordt eerst gekeken naar het wettelijke kader rond de Raad van Bestuur bij beursgenoteerde ondernemingen. Vervolgens zullen de relevante bepalingen uit corporate governance codes besproken worden.

#### **3.1.1. Wetgeving**

Het Wetboek van Vennootschappen stelt een aantal verplichtingen op rond de Raad van Bestuur. Omdat deze bepalingen nogal uitgebreid zijn, wordt er hier enkel gefocust op de belangrijkste verplichtingen rond de samenstelling en de bevoegdheid van de Raad van Bestuur.

Op het gebied van samenstelling, stelt artikel 518 van het Wetboek van Vennootschappen:

" § 1. Er moeten ten minste drie bestuurders zijn. Wanneer de vennootschap evenwel is opgericht door twee personen of wanneer op een algemene vergadering van aandeelhouders van de vennootschap is vastgesteld dat de vennootschap niet meer dan twee aandeelhouders heeft, mag de raad van bestuur uit slechts twee leden bestaan tot de dag van de gewone algemene vergadering die volgt op de vaststelling, door alle middelen, dat er meer dan twee aandeelhouders zijn. De statutaire bepaling die aan de voorzitter van de raad van bestuur een

beslissende stem toekent, houdt van rechtswege op gevolg te hebben tot de raad van bestuur opnieuw uit ten minste drie leden bestaat.

§ 2. De bestuurders worden door de algemene vergadering van aandeelhouders benoemd; zij kunnen echter voor de eerste maal benoemd worden bij de oprichtingsakte van de vennootschap.

§ 3. De duur van hun opdracht mag zes jaren niet te boven gaan; zij kunnen te allen tijde door de algemene vergadering worden ontslagen.”

Aangaande de bevoegdheid van de Raad van Bestuur kunnen we stellen dat zij volheid van bevoegdheid heeft. Dit houdt in dat ze over alles mag beslissen tenzij het wettelijk anders is bepaald. Concreet stelt artikel 522, § 1 van het Wetboek van Vennootschappen:

“De raad van bestuur is bevoegd om alle handelingen te verrichten die nodig of dienstig zijn tot verwezenlijking van het doel van de vennootschap, behoudens die waarvoor volgens de wet alleen de Algemene Vergadering bevoegd is. De bevoegdheden van de raad van bestuur kunnen door de statuten worden beperkt. Zodanige beperking kan, evenmin als de eventuele verdeling van de taken door de bestuurders overeengekomen, aan derden worden tegengeworpen, ook al is die beperking of verdeling openbaar gemaakt.”

De Algemene Vergadering is bevoegd voor het goedkeuren van de jaarrekening, het benoemen en ontslaan van bestuurders, kwijting geven aan bestuurders, de aansprakelijkheidsvordering van bestuurders en de statutenwijzigingen.

### **3.1.2. Corporate governance**

Corporate governance is een verzameling van controlemechanismen die speciaal ontwikkeld zijn om beslissingen van het management te controleren, te ratificeren en ervoor te zorgen dat een bedrijf efficiënt handelt in het voordeel van de stakeholders ( Donnelly & Mulcahy, 2008).

In ieder land ligt de wetgeving rond corporate governance anders. Uit een onderzoek van García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) is gebleken dat de mate waarin de wetten van een land de investeerders beschermen en de wijze waarop deze wetten worden afgedwongen, de basisdeterminanten zijn van de evolutie van het corporate governance systeem in dat land. Ook de taxonomie van de systemen van corporate governance heeft een invloed op de relatie tussen de eigenschappen van de Raad van Bestuur en de vrijwillige informatieverstrekking (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2010). Er zijn wereldwijd vier grote systemen van corporate governance te onderscheiden, namelijk het Angelsaksische systeem, het Germaanse systeem,

het Latijnse systeem en ten slotte het Japanse systeem. Om dit onderzoek correct te kaderen, wordt de taxonomie van België geschetst, alsook de specifieke corporate governance regels die in België gelden rond de kenmerken van de Raad van Bestuur.

België heeft het Latijnse systeem als governance systeem. Dit houdt onder andere in dat bedrijven kunnen kiezen om hun Raad van Bestuur als een one-tier of een two-tier systeem op te stellen. Bij een one-tier systeem worden de controlerende en beherende functie door dezelfde personen uitgevoerd. Bij een two-tier systeem wordt ervoor gekozen om deze functies op te splitsen. Verder heeft de CEO een sterke autoriteit in het Latijnse systeem en zijn bestuurders ad nutum afzetbaar. De belangrijkste stakeholders die een bedrijf heeft, zijn volgens dit systeem de financiële holding, de overheid, families en oligarchische groepen. De aandelenmarkt is van weinig belang binnen de nationale economie. Ook is er een beperkte markt voor 'corporate control'. Corporate control wordt gezien als een bescherming van de markt tegen slecht beleid van het management. Indien het management het belang van de aandeelhouders niet zal nastreven, zullen deze hun aandelen verkopen waardoor de waarde van het aandeel van de onderneming zal dalen. Wanneer de aandelen van de onderneming een lage waarde hebben, is de onderneming een makkelijke prooi voor vijandige overnames. Hoewel er wel vijandige overnames plaatsvinden in het Latijnse corporate governance systeem, is er toch niet echt een externe markt voor 'corporate control'. Wat echter ook belangrijk is voor dit onderzoek, is dat in Latijnse systemen de eigendomsconcentratie zeer hoog is. Zo zouden de vijf grootste aandeelhouders gemiddeld genomen 48%-87% van de aandelen in hun bezit hebben (Weimer & Pape, 1999).

Verder is het belangrijk voor dit onderzoek om naar de specifieke wetgeving rond corporate governance te kijken, en meer bepaald dan naar wat deze wet zegt over de kenmerken van de Raad van Bestuur die in dit onderzoek worden aangehaald. Omdat dit onderzoek zich richt op beursgenoteerde ondernemingen, wordt er gekeken naar de bepalingen van de Belgische corporate governance code 2009 ([www.corporategovernancecommittee.be](http://www.corporategovernancecommittee.be)). Deze bepalingen zijn echter richtlijnen (soft-law), geen wetten. Dit heeft tot gevolg dat wanneer bedrijven de code niet volgen, ze niet strafrechtelijk kunnen worden vervolgd. De code is op die manier opgesteld omdat ervan wordt uitgegaan dat de markt zal straffen. Bedrijven zijn dus niet verplicht de codes toe te passen. Wel is het 'pas toe of leg uit'-principe van toepassing op de codes. Wanneer er wordt afgeweken van de richtlijnen, moet een bedrijf motiveren waarom het afwijkt. De bedrijven zijn dus niet verplicht rekening te houden met al deze richtlijnen bij de samenstelling van de Raad van Bestuur. Daarom blijft het nog steeds relevant om deze kenmerken op te nemen als onafhankelijke variabelen in dit onderzoek.



Wanneer er concreet wordt gekeken naar de inhoud van de code 2009 en wat deze zegt over de kenmerken van de Raad van Bestuur aangehaald in dit onderzoek, kunnen we volgende richtlijnen onderscheiden.

- Rond de onafhankelijkheid van bestuurders stelt richtlijn 2.3:  
“Minstens de helft van de Raad van Bestuur bestaat uit niet-uitvoerende bestuurders, en minstens drie van hen zijn onafhankelijk.”
  
- In verband met CEO dualiteit, klinkt richtlijn 1.5:  
“Aan het hoofd van de vennootschap wordt een duidelijk onderscheid gemaakt tussen enerzijds de verantwoordelijkheid voor het leiden van de Raad van Bestuur en anderzijds de uitvoerende verantwoordelijkheid voor het leiden van de ondernemingsactiviteiten. De functies van voorzitter van de Raad van Bestuur en die van Chief Executive Officer (CEO) mogen niet door één en dezelfde persoon worden uitgeoefend. De verdeling van verantwoordelijkheden tussen de voorzitter en de CEO wordt duidelijk en schriftelijk vastgelegd, en goedgekeurd door de Raad van Bestuur.”
  
- Richtlijn 2.1 heeft het over de achtergronden van de leden van de Raad van bestuur:  
“De samenstelling van de Raad van Bestuur dient te waarborgen dat beslissingen genomen worden in het vennootschapsbelang. Deze samenstelling wordt bepaald op basis van genderdiversiteit en diversiteit in het algemeen, alsook complementariteit inzake bekwaamheden, ervaring en kennis. De CG-verklaring bevat een lijst van de leden van de Raad van Bestuur”.
  
- Tenslotte wordt er in de code 2009 ook een richtlijn rond eigendomsconcentratie opgenomen, namelijk de richtlijn 2.2:  
“De besluitvorming binnen de Raad van Bestuur mag niet gedomineerd worden door een individu, noch door een groep van bestuurders. Niemand mag een overdreven beslissingsbevoegdheid hebben”.

### **3.2. Taken van de Raad van Bestuur**

In deze sectie wordt er gekeken naar de werking van de Raad van Bestuur. Concreet worden de verschillende taken die de Raad van Bestuur voor zijn rekening neemt besproken. Berenbeim (1994) stelt dat de Raad van Bestuur zijn persoonlijke eigenschappen moeten samenbrengen tot een geheel zodat hij aan zijn verantwoordelijkheden kunnen voldoen. Berenbeim definieert zijn

verantwoordelijkheden bondig als: formuleren van strategie, leidinggevende administratie, controleren van prestaties en aansprakelijkheid.

De Raad van Bestuur is dus een sturend en controlerend orgaan dat als taak heeft om de prestaties van het management binnen het bedrijf te evalueren en uiteindelijk zorgt voor een maximalisatie van de welvaart voor de aandeelhouders. Vanuit deze visie is de Raad van Bestuur dus de belangrijkste verdediging tegen incompetent managers (Schellenger & Wood, 2001). In het algemeen is de Raad van Bestuur verantwoordelijk voor het bepalen of goedkeuren van de strategie van de onderneming en het controleren van deze strategie.

Uit een onderzoek van Hung (1998) blijkt dat de taken van de Raad van Bestuur in de praktijk in negen grote categorieën kunnen verdeeld worden. Ten eerste moet de Raad van Bestuur zich focussen op belangrijke en strategische zaken. Hij moet zich bezig houden met 'big picture decisions' en niet met operationele aangelegenheden. Ten tweede moet de Raad van Bestuur het management aansturen. Hij moet ervoor zorgen dat de beslissingen die genomen zijn in overeenstemming zijn met de doelstellingen van de onderneming. Ten derde is de Raad van Bestuur verantwoordelijk voor het benoemen van de CEO en het management. Ten vierde is het de taak van de leden van de Raad van Bestuur om advies te geven aan de CEO en het management. Zij zijn het klankbord van de CEO en moeten steeds klaar staan met raad. Ten vijfde zal de Raad van Bestuur het management evalueren, en dan vooral de CEO. Bij deze taak is het belangrijk dat de Raad van Bestuur waakt over het vergoedingspakket van de CEO en het management. Een remuneratiecomité kan hierbij een helpende hand zijn. Ten zesde zal de Raad van Bestuur ervoor zorgen dat de besluitvaardigheid scherp wordt gehouden. Het is belangrijk dat beslissingen niet op de lange baan worden geschoven en zeker als het gaat over belangrijke beslissingen moet de Raad erop toezien dat deze niet te lang worden uitgesteld. Concreet haalt de Raad van Bestuur dus problemen aan en maakt deze bespreekbaar. Ten zevende heeft de Raad van Bestuur de taak om op financieel en operationeel vlak controle te voeren. Zo moet hij er onder andere op toezien dat de correcte informatie naar de buitenwereld wordt gegeven. Ten achtste is het zo dat de Raad van Bestuur extra aandacht krijgt bij crisissituaties en conflicten. Van de Raad wordt verwacht dat hij een objectieve kijk hebben op de stand van zaken en als een 'scheidsrechter' fungeren bij conflicten. Ten slotte is de Raad van Bestuur nog verantwoordelijk voor de opvolging van de CEO.

Concreet houdt dit in dat de Raad van Bestuur verantwoordelijk is voor de continuïteit van de onderneming en het objectiveren van het opvolgingsproces (Hung, 1998). De Raad van Bestuur is dus onder andere verantwoordelijk voor het toezicht op de financiële en operationele werking van de onderneming en de mate van informatieverstrekking naar de buitenwereld toe.

### **3.3. Kenmerken van de Raad van Bestuur**

In deze sectie worden een aantal kenmerken van de Raad van Bestuur onder de loep genomen. Uit literatuurstudie blijkt dat er bepaalde kenmerken van de Raad van Bestuur onderscheiden kunnen worden en dat deze een invloed hebben op de kwaliteit en de werking van de Raad van Bestuur. In dit onderzoek wordt gezocht naar de invloed van bepaalde kenmerken van de Raad van Bestuur op de vrijwillige informatieverstrekking van een onderneming. De kenmerken die in dit onderzoek als onafhankelijke variabelen fungeren, worden kort uiteen gezet. In het volgende hoofdstuk worden deze kenmerken in relatie gezet met vrijwillige informatieverstrekking.

#### **3.3.1. Verhouding tussen afhankelijke en onafhankelijke bestuurders**

Om te bepalen of een bestuurder onafhankelijk is, moeten we eerst een onderscheid maken tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Bij uitvoerende bestuurders wordt er meestal gekeken naar de tewerkstelling van de bestuurder (Cravens & Wallace, 2001). Indien een bestuurder een rol heeft binnen de operationele processen van een onderneming, is deze bestuurder een uitvoerende bestuurder. Fama (1980) ziet niet-uitvoerende bestuurders als scheidsrechters die de taak hebben om ervoor te zorgen dat de Raad van Bestuur, als controlerend en beslissing nemend orgaan, handelt in de belangen van de aandeelhouders. Deze bestuurders zullen hun beslissingscontrole uitvoeren ter bescherming van hun kapitaal.

Toch zijn niet-uitvoerende bestuurders niet steeds onafhankelijke bestuurders. Bij het onderscheiden van afhankelijke en onafhankelijke bestuurders, moet er volgens Byrd & Hickmann (1992) de nodige aandacht uitgaan naar de zogenaamde 'grijze' bestuurders. Deze zorgen namelijk nogal eens voor conflicten. Vicknair et al (1993) definiëren 'grijze' bestuurders als bestuurders met een direct of indirect financieel belang in de onderneming of bestuurders met een belangrijke relatie met het bedrijf. Deze bestuurders lijken dus op het eerste zicht onafhankelijk omdat het niet-uitvoerende bestuurders zijn, maar zijn dit in de praktijk niet. Door hun relatie met het bedrijf, kunnen ze geen volledig onafhankelijke en overtekende beslissingen nemen als leden van de Raad van Bestuur. Om de onafhankelijkheid van de bestuurders in te schatten, moet er dus verder gekeken worden dan de tewerkstelling van de bestuurders binnen de onderneming.

Wanneer we naar het Wetboek van Vennootschappen kijken, merken we dat de wetgeving een aantal vereisten aan onafhankelijke bestuurders oplegt. Artikel 526ter van het Wetboek van Vennootschappen stelt:

“De onafhankelijke bestuurder in de zin van artikel 526bis, § 2, dient ten minste te voldoen aan volgende criteria:

1° gedurende een tijdvak van vijf jaar voorafgaand aan zijn benoeming, noch in de vennootschap, noch in een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11, een mandaat van uitvoerend lid van het bestuursorgaan of een functie van lid van het directiecomité of van persoon belast met het dagelijks bestuur hebben uitgeoefend;

2° niet meer dan drie opeenvolgende mandaten als niet-uitvoerend bestuurder in de raad van bestuur hebben uitgeoefend, zonder dat dit tijdvak langer mag zijn dan twaalf jaar;

3° gedurende een tijdvak van drie jaar voorafgaand aan zijn benoeming, geen deel hebben uitgemaakt van het leidinggevend personeel in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11;

4° geen vergoeding of ander belangrijk voordeel van vermogensrechtelijke aard ontvangen of hebben ontvangen van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11, buiten de tantièmes en de vergoeding die hij eventueel ontvangt of heeft ontvangen als niet-uitvoerend lid van het bestuursorgaan of lid van het toezichthoudende orgaan;

5° a) geen maatschappelijke rechten bezitten die een tiende of meer vertegenwoordigen van het kapitaal, van het maatschappelijk fonds of van een categorie aandelen van de vennootschap;

b) indien hij maatschappelijke rechten bezit die een quotum van minder dan 10 % vertegenwoordigen:

- mogen die maatschappelijke rechten samen met de maatschappelijke rechten die in dezelfde vennootschap worden aangehouden door vennootschappen waarover de onafhankelijk bestuurder controle heeft, geen tiende bereiken van het kapitaal, van het maatschappelijk fonds of van een categorie aandelen van de vennootschap;

of

- mogen de daden van beschikking over die aandelen of de uitoefening van de daaraan verbonden rechten niet onderworpen zijn aan overeenkomsten of aan eenzijdige verbintenissen die het onafhankelijk lid van het bestuursorgaan heeft aangegaan

c) in geen geval een aandeelhouder vertegenwoordigen die onder de voorwaarden valt van dit punt;

6° geen significante zakelijke relatie hebben of in het voorbije boekjaar hebben gehad met de vennootschap of met een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11, noch rechtstreeks noch als vennoot, aandeelhouder, lid van het bestuursorgaan of lid van het leidinggevend personeel in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, van een vennootschap of persoon die een dergelijke relatie onderhoudt;

7° in de voorbije drie jaar geen vennoot of werknemer zijn geweest van de huidige of vorige externe auditor van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon in de zin van artikel 11;

8° geen uitvoerend lid zijn van het bestuursorgaan van een andere vennootschap waarin een uitvoerend bestuurder van de vennootschap zetelt in de hoedanigheid van niet-uitvoerend lid van het bestuursorgaan of als lid van het toezichthoudende orgaan, en geen andere belangrijke banden hebben met uitvoerende bestuurders van de vennootschap uit hoofde van functies bij andere vennootschappen of organen;

9° geen echtgenoot, wettelijk samenwonende partner of bloed- of aanverwanten tot de tweede graad hebben die in de vennootschap of in een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11, een mandaat van lid van het bestuursorgaan, lid van het directiecomité, persoon belast met het dagelijks bestuur of lid van het leidinggevend personeel, in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, uitoefenen, of die zich een van de andere in de punten 1° tot 8° beschreven gevallen bevinden.

Het benoemingsbesluit maakt melding van de motieven op grond waarvan de hoedanigheid van onafhankelijk bestuurder wordt toegekend.

De Koning, alsook de statuten, kunnen in bijkomende of strengere criteria voorzien."

Cravens & Wallace (2001) stellen dat de kwaliteit van de Raad van Bestuur als controlerend orgaan afhankelijk is van de onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur ten opzichte van het management en de competenties van de leden van de Raad van Bestuur. Uit onderzoek van Byrd & Hickman (1992) blijkt dat onafhankelijke bestuurders vooral belangrijk zijn voor shareholders. De reden hiervoor is te vinden binnen de agency theorie. De aandeelhouders willen een zo hoog mogelijke return op hun aandelen want op deze manier krijgen zij een deel van de welvaart van de onderneming. Het management moet zorgen voor deze hoge winst op de aandelen want hij heeft de leiding over het dagelijks bestuur van de onderneming. Het enige probleem is echter dat het management geen deel in de winst krijgt maar wel moet handelen in het belang van de aandeelhouders. Wanneer er dus veel onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur zetelen, kunnen zij het management nauw in de gaten houden en ervoor zorgen dat het management waardemaximalisatie van de aandelen nastreeft. Fama & Jensen (1983) stellen dat onafhankelijke bestuurders zorgen voor het temperen van het agency conflict tussen

aandeelhouders en managers, meestal met de beslissing om extra informatie te verstrekken naar de buitenwereld toe.

Kesner & Johnson (1990) stellen dat onafhankelijke bestuurders vooral worden gekozen omwille van hun brede waaier aan kennis, de contacten die ze hebben met bronnen waar het management moeilijk toegang tot krijgt en hun onafhankelijkheid ten opzichte van de CEO. Baysinger & Hoskisson (1990) bemerken echter wel dat het moeilijk is voor onafhankelijke bestuurders om voldoende informatie te verzamelen om hun controlerende functie uit te voeren.

Het zetelen van afhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur heeft echter ook een voordeel. Zo beschikken deze over specifieke kennis over het bedrijf en het management zodat ze de gevolgen van beslissingen genomen door het management beter kunnen inschatten en dus ook als Raad van Bestuur beter doordachte beslissingen kunnen nemen (Cravens & Wallace, 2001). Het is echter ook mogelijk voor onafhankelijke bestuurders om zich zo goed te informeren als afhankelijke bestuurders. Op deze manier blijven de bestuurders onafhankelijk, maar hebben ze wel voldoende informatie om goed geïnformeerde beslissingen te nemen. Er hangt echter wel een kostenplaatje aan vast voor zowel het bedrijf als de onafhankelijke bestuurder (Baysinger & Hoskisson, 1990). Er moet namelijk veel tijd en energie geïnvesteerd worden in de communicatie tussen het management en de onafhankelijke bestuurders. Buiten de samenkomsten van de Raad van Bestuur heeft de onafhankelijke bestuurder namelijk weinig kans om de werking van de onderneming te bestuderen. Verder moeten onafhankelijke bestuurders dikwijls vertrouwen op informatie van derden waarvan ze niet weten of deze informatie objectief is of niet.

Uit empirische studies is gebleken dat onafhankelijke bestuurders een invloed hebben op verschillende beslissingen die genomen worden door de Raad van Bestuur (Cheng & Courtenay, 2006), onder andere op het ontslaan van CEO's die niet presteren (Weisbach, 1998), de onderhandelingen van een overnamebod (Byrd & Hickman, 1992) en de vergoeding van het management (Hermalin & Weisbach, 2003). Beasley (1996) toonde aan dat Raden van Bestuur met een hogere verhouding onafhankelijke bestuurders minder kans hebben op financiële fraude. Ook zou een hogere verhouding onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur zorgen voor minder earnings management (Chtourou et al, 2001; Klein, 2002; Peasnell et al, 2000; Xie et al, 2001). Uit een onderzoek van Hermalin en Weisbach (1998) is gebleken dat bedrijven na een periode van slechte prestaties meer onafhankelijke bestuurders in hun Raad van Bestuur hebben zetelen.

Volgens Hermalin & Weisbach (1988) heeft de samenstelling van de Raad van Bestuur ook een invloed op de rol van de CEO. Zo stellen zij dat, wanneer de CEO bijna op pensioen gaat, de

Raad van Bestuur meer afhankelijke bestuurders zal aanwerven omdat deze meer in aanmerking komen om de functie van CEO over te nemen. Wanneer de CEO dan eenmaal vervangen is, gaan de afhankelijke bestuurders de Raad verlaten en komen er meer onafhankelijke bestuurders in de plaats. Borokhovich et al. (1996) tonen aan dat een Raad van Bestuur, die gedomineerd wordt door onafhankelijke bestuurders, de neiging heeft om een onafhankelijke bestuurder aan te werven als CEO.

Met betrekking tot vrijwillige informatieverstrekking, komen Ruland et al. (1990) tot de conclusie dat bedrijven waarbij meer niet-uitvoerende bestuurders in de Raad van Bestuur zetelen, ze meer informatie bekend zullen maken rond winstverwachtingen.

### **3.3.2. CEO dualiteit**

Wanneer de CEO ook de functie van voorzitter van de Raad van Bestuur uitoefent, is er sprake van CEO dualiteit (Cravens & Wallace, 2001). Het idee dat geconcentreerde beslissingsbevoegdheid als een gevolg van CEO dualiteit een negatieve invloed heeft op de onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur en dat deze het overzicht van de Raad van bestuur en de governance rol rond vrijwillige informatieverstrekking aantast, vloeit voort uit de agency theorie (Fama & Jensen, 1983; Carver, 1990; Millstein, 1992; Whittington, 1993; Brickley et al, 1994; Worrel et al, 1997). Wanneer de CEO ook de voorzitter is van de Raad van Bestuur, is er veel macht geconcentreerd bij één persoon. Deze concentratie van macht kan de mogelijkheid van de Raad van Bestuur om effectieve controle uit te voeren aantasten (Gul & Leung, 2004). Fama & Jensen (1983) stellen dat bij CEO dualiteit, de controlefunctie en de besturende functie van de Raad van Bestuur niet duidelijk gescheiden zijn. CEO dualiteit tast dus de onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur aan en zorgt ervoor dat de Raad van Bestuur geen overzicht meer heeft en zijn besturende rol uit het oog verliest (Finkelstein & D'Aveni, 1994; Millstein, 1992). Kortom kan er gesteld worden dat het dragen van verschillende hoeden kan leiden tot belangenconflicten waarvan de shareholders van het bedrijf mogelijk de dupe worden (Gul & Leung, 2004).

Jensen (1993) stelt dat wanneer er sprake is van CEO dualiteit, het moeilijk wordt voor de Raad van Bestuur om op crisissituaties, die betrekking hebben op het management, te reageren. Anderson et al (2003); Dechow et al (1996); Goyal & Park, (2002); Jensen, (1993) stellen dat Raden van Bestuur met CEO dualiteit minder controlecapaciteit hebben. De invloed van de CEO is ook belangrijk wanneer we gaan kijken naar de aanwerving van sleutelfiguren en leden van de Raad van Bestuur. In theorie zijn het de shareholders die de Raad van Bestuur samenstellen. In

de praktijk is echter te merken dat de Raad van Bestuur eigenlijk wordt samengesteld door de CEO (Cravens & Wallace, 2001).

Ook al heeft dualiteit een aantal nadelen, het heeft ook zijn positieve kanten. Zo stelt Bacon (1993) dat dualiteit de efficiëntie in het maken van beslissingen bevordert. Verder vermijdt dualiteit verwarring bij lagere managers over wie autoriteit heeft over bepaalde beslissingen en is het niet noodzakelijk om de functies van de CEO en de voorzitter van de Raad van Bestuur in detail te beschrijven. Uit een onderzoek van Pearce & Zahra (1991) is gebleken dat de CEO de neiging heeft een sterke Raad van Bestuur samen te stellen omdat dit leidt tot betere financiële prestaties. Bacon (1993) stelt dat een sterke Raad van Bestuur naar de buitenwereld laat doorschijnen dat ze streng zijn voor het management en het management aanzetten om zijn plannen en beslissingen goed te overdenken en duidelijk te argumenteren.

### **3.3.3. Deskundigheid en achtergrond van onafhankelijke bestuurders**

Persoonlijke kenmerken en achtergronden beïnvloeden de perceptie van de leden van de Raad van Bestuur wanneer er bepaalde beslissingen moeten genomen worden. Alle onafhankelijke bestuurders brengen hun individuele deskundigheid naar de Raad van Bestuur. Deze is gevormd door hun kennis en hun ervaringen. Uit een onderzoek van Useem (1993) is gebleken dat de deskundigheid van de onafhankelijke bestuurders een invloed heeft op het controlerende aspect dat onder de bevoegdheid van de Raad van Bestuur valt, alsook op de prestaties van de onderneming. Westphal & Milton (2000) tonen aan dat wanneer de onafhankelijke bestuurders meer deskundigheid hebben, de Raad van Bestuur effectiever zal werken.

Patton & Baker (1987) vinden in hun onderzoek dat de meeste onafhankelijke bestuurders die in de Raad van Bestuur zetelen meestal actieve of gepensioneerde directieleden zijn. Westphal & Zajac (1997) tonen op hun beurt aan dat wanneer er veel leden in de Raad van Bestuur zetelen die de functie van CEO bekleden in een ander bedrijf, er meer kans is op CEO dualiteit. Ze stellen zich empatisch op ten opzichte van de CEO en zien er geen probleem in wanneer de CEO ook de voorzitter van de Raad van Bestuur is. Verder zal de hoge concentratie CEO's in de Raad van Bestuur een negatief effect hebben op de onafhankelijkheid van bestuurders. Vaak hebben deze CEO's een belang in de onderneming.

Volgens Cravens & Wallace (2001) zijn academici en politici ruim vertegenwoordigd in de Raad van Bestuur. Voor bankiers en advocaten is het zeldzamer om te zetelen in de Raad van Bestuur. Beroepen van onafhankelijke leden van de Raad van Bestuur geven informatie over de



hoeveelheid relevante kennis die ze hebben met betrekking tot de onderneming en hun neiging naar onafhankelijkheid en effectiviteit. Individuen zoals accountants, bankiers en advocaten mogen dan wel geen werknemers zijn, toch kunnen ze sterke banden hebben met een bedrijf. Kesner (1988) toont aan dat leden van de Raad van Bestuur met een bedrijfsachtergrond, sneller geneigd zijn om in verschillende commissies binnen de Raad van Bestuur te zetelen.

Cravens & Wallace (2001) waarschuwen wel voor belangenconflicten. Bankiers, leveranciers, klanten, advocaten en consultants hebben mogelijk een link met het bedrijf en zijn dus niet volledig onafhankelijk. Hierbij kan het zijn dat ze voordeel hebben bij bepaalde beslissingen en beslissingen zullen sturen in een bepaalde richting.

### **3.3.4. Eigendomsconcentratie**

Wanneer de eigendom van een bedrijf geconcentreerd zit bij een aantal grote aandeelhouders, heeft dit implicaties voor het bedrijf. Zo zullen zij makkelijker aan informatie raken dan kleine aandeelhouders (Smith & Warner, 1979). Verder zullen de blockholders makkelijker de financiële beslissingen van het management kunnen evalueren (Chung et al., 2002). Ten slotte hebben zij meer stemmen waardoor het makkelijker is voor hen om bepaalde acties door te voeren wanneer zij dit nodig achten (Donnelly & Mulcahy, 2008).

Uit een onderzoek van La Porta et al. (1999) is gebleken dat de eigendomsconcentratie van de aandelen van een bedrijf samenhangt met de wettelijke bescherming van de aandeelhouders. Wanneer er een hoge wettelijke bescherming van de aandeelhouders is in een land, zal er een lage eigendomsconcentratie zijn en de aandelen zullen dan meer verspreid zijn onder het brede publiek. Des te beter de aandeelhouder dus beschermd wordt, des te meer zullen de aandelen verspreid zijn. De reden hiervoor is dat in landen met weinig wettelijke bescherming, de eigendomsconcentratie van aandelen bij grote aandeelhouders fungeert als een corporate governance mechanisme. Doordat zij veel macht hebben in het bedrijf kunnen zij het management sturen en tijdig ingrijpen wanneer het management fouten maakt (La Porta et al, 1999). Concreet kan er dus gesteld worden dat wanneer de eigendomsconcentratie laag is, shareholders geen effectief mechanisme zijn om invloed uit te oefenen op het rapporteringgedrag van het bedrijf. Ze zijn te weinig geconcentreerd om een invloed uit te oefenen (Barako et al, 2006).

### **3.3.5. Grootte van de Raad van Bestuur**

John & Senbet (1998) kwamen tot de conclusie dat wanneer het aantal leden van de Raad van Bestuur stijgt, ook hun controlecapaciteiten zullen stijgen. Toch kan deze relatie omdraaien wanneer de kost van communicatie te hoog wordt en de efficiëntie van het besluitvormingsproces achteruit gaat. Dit gebeurt wanneer de Raad van Bestuur te veel leden telt. Concreet kunnen we dus stellen dat een Raad van Bestuur die te groot is, verliest aan controlecapaciteiten (Lipton & Lorsch, 1992; Jensen, 1993). Alexander et al. (1993) komen tot de conclusie dat CEO's in bedrijven met kleinere Raden van Bestuur sneller vervangen worden. Tenslotte vindt Yermack (1996) ook nog dat de waarde van de onderneming negatief gerelateerd is aan de omvang van de Raad van Bestuur.



## **Hoofdstuk 4: Hypotheses**

In dit hoofdstuk worden een aantal verwachtingen geschetst die in het volgende hoofdstuk worden onderzocht. In sectie 1 wordt er weergegeven wat vorig onderzoek omtrent eigenschappen van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking heeft uitgewezen en worden een aantal hypothesen voor dit onderzoek opgesteld. In de tweede sectie van dit hoofdstuk wordt er een duidelijk beeld geschetst van welke onafhankelijke en afhankelijke variabelen er onderzocht worden in dit onderzoek.

### **4.1. Hypotheses**

In dit onderzoek zal er getracht worden een relatie te vinden tussen de verschillende kenmerken van de Raad van Bestuur, besproken in hoofdstuk 3, en vrijwillige informatieverstrekking. Voor het testen van de invloed van deze onafhankelijke variabelen, namelijk de kenmerken van de Raad van Bestuur, op de afhankelijke variabele, namelijk vrijwillige informatieverstrekking, moeten er een aantal veronderstellingen of hypothesen worden gemaakt die later in het onderzoek zullen worden verworpen of aanvaard.

#### **4.1.1. Onafhankelijke bestuurders**

Fama & Jensen (1983) stellen dat hoe groter het aandeel onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur, hoe beter het optimisme van het management kan gecontroleerd worden en dus hoe meer vrijwillige informatieverstrekking. Concreet zorgt een grotere verhouding onafhankelijke bestuurders dus voor meer rapportering en betere controle. Een mogelijke verklaring voor dit fenomeen is volgens Patelli & Prencipe (2007) dat onafhankelijke bestuurders de neiging hebben om een reputatie van experts op te bouwen. Om dit te doen, gebruiken ze vrijwillige informatieverstrekking als signaal naar de buitenwereld toe om aan te tonen dat ze hun job goed doen. De onafhankelijke bestuurders zetten de uitvoerende bestuurders aan om meer informatie te verstrekken (Patelli & Prencipe, 2007).

García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) stellen in hun onderzoek dat een hogere verhouding onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur positief is gerelateerd met meer vrijwillige

informatieverstrekking. Ze bemerken echter wel dat deze positieve relatie tussen onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur en vrijwillige publicatie enkel geldt in landen met grotere bescherming van de investeerders. Cheng & Courtney (2006) kwamen in voorgaand onderzoek al tot dezelfde bevindingen, en ook Leung & Horwitz (2004) vinden een significante en positieve relatie tussen vrijwillige informatieverstrekking en de onafhankelijkheid van bestuurders maar enkel in een bedrijf met lage eigendomsconcentratie.

Donnelly & Mulcahy (2008) stellen dat Arcay & Vazquez (2005), Cheng & Courtenay (2006) en Lim et al (2007) een positieve relatie hebben gevonden tussen onafhankelijkheid van de leden van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking. Ho & Wang (2001) hebben echter geen significante relatie gevonden en Eng & Mak (2003), Gul & Leung (2004), Barako et al (2006) vonden zelfs een negatieve relatie tussen niet-uitvoerende bestuurders en vrijwillige publicatie.

Aangezien de negatieve relatie geldt voor niet-uitvoerende bestuurders en in dit onderzoek gekeken wordt naar onafhankelijke bestuurders, verwachten we een positieve relatie tussen onafhankelijke bestuurders en vrijwillige informatieverstrekking. Ook moeten we bemerken dat in ieder land de regelgevende omgeving verschillend is, wat ook een impact kan hebben op de relatie tussen onafhankelijke bestuurders en vrijwillige informatieverstrekking.

Volgende hypothese zal onderzocht worden:

*H1: Er is een positieve relatie tussen het aantal onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur en de vrijwillige informatieverstrekking van een Belgisch beursgenoteerd bedrijf*

#### **4.1.2. CEO dualiteit**

Volgens Gul & Leung (2004) zullen bedrijven met CEO dualiteit een lager niveau van vrijwillige informatieverstrekking hebben omdat de Raad van Bestuur zijn controlerende functie moeilijker kan uitvoeren en dus voor minder transparantie kan zorgen. Gul & Leung (2004) stellen dat bedrijven met CEO dualiteit vooral minder vrijwillig informatie bekend maken rond de verklaring van bedrijfsdoel, verklaring van de bedrijfsstrategie, acties die genomen werden om het gestelde bedrijfsdoel te realiseren, financiële hoogtepunten van de onderneming, operationele details van de onderneming en de vooruitgang van projecten. Algemeen kan er dus gesteld worden dat CEO

dualiteit zorgt voor minder informatie over de bedrijfsstrategie en de bedrijfsoperaties van een onderneming.

Wanneer er gekeken wordt naar andere onderzoeken, zijn de resultaten hiervan tegengesteld aan elkaar. Volgens Cheng & Courtenay (2006) en Ho & Wong (2001) is er geen significante relatie tussen CEO dualiteit en het niveau van vrijwillige informatieverstrekking. Gul & Leung (2004) vonden echter wel een significante negatieve relatie tussen CEO dualiteit en vrijwillige informatieverstrekking.

Een mogelijke verklaring voor deze tegengestelde resultaten wordt gegeven door Gul & Leung (2004). Volgens hen heeft de kennis van niet-uitvoerende bestuurders een temperend effect op de relatie CEO dualiteit en vrijwillige publicatie. Wanneer de verhouding onafhankelijke bestuurders met deskundigheid groter is, zal de negatieve verhouding van CEO dualiteit op vrijwillige publicatie afnemen. Er wordt dus gesteld dat een verhoging van deskundigheid van onafhankelijke bestuurders de controlerende functie van de Raad van Bestuur verhoogt en dus het effect van CEO dualiteit doet afnemen op vrijwillige informatieverstrekking.

Het effect van CEO dualiteit op vrijwillige informatieverstrekking is moeilijk te voorspellen voor dit onderzoek aangezien ook de deskundigheid van de Raad van Bestuur opgenomen is als variabele en zoals hierboven reeds besproken, heeft deze een temperend effect. Aangezien er ofwel een negatieve relatie gevonden werd tussen CEO dualiteit en vrijwillige informatieverstrekking of geen relatie, verwachten we een negatieve relatie tussen CEO dualiteit en vrijwillige informatieverstrekking.

De hypothese die wordt gevormd rond CEO dualiteit is de volgende:

*H2: Er is een negatieve relatie tussen CEO dualiteit en vrijwillige informatieverstrekking van een Belgisch beursgenoteerd bedrijf*

#### **4.1.3. Deskundigheid van de leden van de Raad van Bestuur**

Indien de bestuurders in verschillende Raden van Bestuur zetelen, hebben ze motieven om het management beter te controleren. Ze hebben immers een reputatie hoog te houden en op deze manier kan hun waarde op de arbeidsmarkt hoger worden (Kaplan & Reishus, 1990). Een logische veronderstelling zou dus zijn dat Raden van Bestuur met een grotere verhouding onafhankelijke bestuurders met deskundigheid een positief effect hebben op de controlerende

functie van de Raad van Bestuur en dus transparantie zullen aanmoedigen en zorgen voor meer vrijwillige publicatie. Uit een onderzoek van Gul & Leung (2004) is echter gebleken dat bedrijven met een hogere verhouding onafhankelijke bestuurders met deskundigheid gepaard gaat met lagere niveaus van vrijwillige informatieverstrekking. Hun conclusie is dus dat een verhoging van de controlerende functie door meer onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders met deskundigheid op te nemen in de Raad van Bestuur, zorgt voor een verlaging van vrijwillige informatieverstrekking.

Ook al heeft een onderzoek van Gul & Leung (2004) aangetoond dat er een negatieve relatie is tussen deskundigheid binnen de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking, toch verwachten we als gevolg van de theoretische argumenten aangehaald in bovenstaande paragraaf, een positieve relatie tussen deskundigheid van de leden van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking.

Volgende hypothese komt tot stand:

*H3: Er is een positieve relatie tussen deskundigheid binnen de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking van een Belgisch beursgenoteerd bedrijf*

#### **4.1.4. Eigendomsconcentratie**

Zoals eerder aangehaald, zullen managers extra informatie moeten bekend maken wanneer aandelen wijd verspreid zijn om zo het agency probleem op te lossen (Craswell & Taylor, 1992). Wanneer de eigendomsconcentratie wijd verspreid is, zullen de agency kosten stijgen en heeft het bedrijf dus de neiging om in extra informatie te voorzien. Volgens een onderzoek van Donnelly & Mulcahy (2008) zullen bedrijven met grotere eigendomsconcentratie beter worden bestuurd en zullen ze daardoor makkelijker informatie vrijgeven.

Uit een onderzoek van García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) is gebleken dat bedrijven met meer onafhankelijke leden in de Raad van Bestuur en een minder geconcentreerde eigendomsstructuur, meer vrijwillige informatie vrijgeven. Er is dus een negatieve en significante relatie tussen eigendomsconcentratie en vrijwillige informatieverstrekking volgens hen. Een verklaring hiervoor is dat bedrijven met een hogere eigendomsconcentratie meer informatieasymmetrie hebben die afkomstig is van dominante aandeelhouders die toegang hebben tot extra informatie. Hierdoor wordt er minder informatie aan de markt vrijgegeven (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2010).

Toch hebben verschillende studies rond de relatie van eigendomsconcentratie en vrijwillige informatieverstrekking tot verschillende resultaten geleid. Uit een onderzoek van Donnelly & Mulcahy (2008) blijkt dat Eng & Mak (2003) en Haniffa & Cooke (2002) geen relatie vinden tussen de mate van eigendomsconcentratie en vrijwillige informatieverstrekking. Ook Arcay & Vazquez (2005) vinden geen significante relatie. Zij stellen als verklaring hiervoor dat blockholders, of de grote aandeelhouders, passief zijn op het vlak van informatieverstrekking.

Raffournier (1995) stelt in zijn onderzoek dat fragmentatie van eigendom stimuleert tot meer vrijwillige informatieverstrekking. Deze gedachtegang wordt overgenomen in dit onderzoek.

Volgende stelling kan opgesteld worden:

*H4: Er is een negatieve relatie tussen de eigendomsconcentratie en vrijwillige informatieverstrekking van een Belgisch beursgenoteerd bedrijf*

#### **4.1.5. Omvang raad van bestuur**

Tot hertoe is er nog niet veel onderzoek gedaan naar de relatie tussen de omvang van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking. Cheng & Courtenay (2006) komen tot de conclusie dat er geen significante impact is van de omvang van de Raad van Bestuur op vrijwillige informatieverstrekking. Cheng & Coutenay (2006) stellen dat er geen ondersteunende theorie of bewijs is dat de grootte van de Raad van Bestuur een invloed heeft op de vrijwillige informatieverstrekking van een bedrijf.

Omdat het onderzoek zeer beperkt is, en tot nu toe nog geen duidelijke conclusie had, wordt de relatie tussen de omvang van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking ook in dit onderzoek onder de loep genomen.

Als hypothese wordt er gesteld:

*H5: Er is een positieve relatie tussen de omvang van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking van een Belgisch beursgenoteerd bedrijf*



## **4.2. Definiëring van de variabelen**

Nu we onze hypothesen hebben opgesteld, is het belangrijk om al de variabelen gebruikt in dit onderzoek te definiëren en duidelijk af te lijnen. Eerst worden de onafhankelijke variabelen besproken en vervolgens de afhankelijke variabele.

### **4.2.1. Onafhankelijke variabelen**

Uit een onderzoek van García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) is gebleken dat het zeer belangrijk is om de variabelen die onderzocht worden duidelijk te definiëren. Indien dit niet wordt gedaan, kan er vertekende informatie ontstaan. Zij stellen dat verschillende definities van onderzochte variabelen kunnen zorgen voor verschillende resultaten.

García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) halen in hun onderzoek onder andere het voorbeeld van onafhankelijke bestuurders aan. Onafhankelijkheid wordt gemeten als de proportie onafhankelijke bestuurders die zetelen in de Raad van Bestuur ten opzichte van het totaal aantal leden van de Raad van Bestuur. Er zijn echter vier benaderingen om naar onafhankelijkheid te kijken. Zo kan er in het meten van onafhankelijkheid gekeken worden naar niet-uitvoerende bestuurders, uitvoerende bestuurders, verbonden bestuurders ("grijze directeuren") of volledig onafhankelijke bestuurders. In het onderzoek van García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) wordt aangehaald dat de meeste onderzoekers gebruik maken van niet-uitvoerende bestuurders of volledig onafhankelijke bestuurders, op basis van wettelijke definitie.

In dit onderzoek is ervoor gekozen om naar onafhankelijkheid op wettelijke basis te kijken. Om te bepalen wanneer een niet-uitvoerende bestuurder onafhankelijk is, wordt er gekeken naar artikel 526ter van het Wetboek van Vennootschappen. Dit artikel is in hoofdstuk 3 besproken. Slechts indien een niet-uitvoerende bestuurder voldoet aan de vereisten gesteld in dit artikel, wordt hij in dit onderzoek beschouwd als onafhankelijk. Concreet wordt onafhankelijkheid weergegeven als de proportie onafhankelijke bestuurders ten opzichte van het totaal aantal leden van de Raad van Bestuur.

Het meten van de volgende onafhankelijke variabele, namelijk CEO dualiteit, wijst zichzelf echter uit. Wanneer de CEO ook voorzitter is van de Raad van Bestuur, is er sprake van CEO dualiteit voor dit onderzoek.

Het meten van de deskundigheid van de leden van de Raad van Bestuur ligt iets ingewikkelder. Om deze variabele te beschrijven, wordt er gekeken naar een ander onderzoek. Zo stellen Farma & Jensen (1983) voor om te kijken of de bestuurders die zetelen in de Raad van Bestuur in nog andere raden zetelen. Hierdoor kunnen ze gezien worden als experts. Om de expertise van niet-uitvoerende bestuurders te meten, wordt er dus gekeken of de onafhankelijke bestuurders nog in andere Raden van Bestuur zetelen en op deze manier dus meer ervaring hebben (Kosnick, 1987; Gul & Leung, 2004).

Voor het definiëren van eigendomsconcentratie, wordt er terug gekeken naar het onderzoek van García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010). Zij stellen vast dat ook het definiëren van eigendomsconcentratie met grote voorzichtigheid moet worden bekeken. Er bestaat namelijk een grote variatie in de definities van controlerende macht uitgevoerd door dominante shareholders. In dit onderzoek wordt voor het meten van de eigendomsconcentratie gekeken naar het percentage van de aandelen dat de grootste twee aandeelhouders, of soms ook blockholders genoemd, in hun bezit hebben.

Om de omvang van de Raad van Bestuur te meten, wordt gekeken naar het aantal leden dat deze Raad bevat.

In tabel 1 kan er een samenvatting gevonden worden van de onafhankelijke variabelen van dit onderzoek en hoe deze gemeten worden.

**Tabel 1: Definiëring onafhankelijke variabelen**

<b>Onafhankelijke variabelen</b>	
<b>Onafhankelijkheid</b>	= # onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders / totaal # leden van de Raad van Bestuur
<b>CEO-dualiteit</b>	1 = aanwezigheid van CEO dualiteit 0 = geen CEO dualiteit
<b>Deskundigheid</b>	= # onafhankelijke niet – uitvoerende bestuurders in meerdere Raden van Bestuur / totaal # onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders
<b>Eigendomsconcentratie</b>	= % aandelen van de onderneming in handen van 2 grootste aandeelhouders
<b>Omvang van de Raad van Bestuur</b>	= # leden van de Raad van Bestuur

#### 4.2.2. Afhankelijke variabele

Als afhankelijke variabele wordt in dit onderzoek de mate van vrijwillige informatieverstrekking in het jaarverslag onderzocht. Uit een onderzoek van Lim et al. (2007) en van Donnelly & Mulcahy (2008) blijkt dat een bedrijf drie types van informatie bekend maakt, namelijk strategische informatie, niet-financiële informatie en financiële informatie. Deze drie soorten informatie zijn belangrijk voor de lezer van het jaarverslag. Volgens Meek et al. (1995) is de strategische en financiële informatie vooral van belang voor investeerders. De niet-financiële informatie is belangrijk voor alle stakeholders, inclusief de investeerders. Ook is het zo dat bij strategische informatie vooral wordt gekeken naar de toekomst van het bedrijf, waar bij de financiële informatie de nadruk ligt op het verleden.

Bij het bepalen van de afhankelijke variabele, vrijwillige informatieverstrekking, wordt gewerkt met een checklist. Hiermee is het mogelijk om de hoeveelheid en de gedetailleerdheid van vrijwillige informatieverstrekking te meten in de jaarverslagen van de verschillende bedrijven. Deze index voor vrijwillige informatieverstrekking is gebaseerd op een onderzoek van Donnelly & Mulcahy (2008). Zij hebben op hun beurt de index overgenomen uit voorgaand onderzoek (Hossan et al., 1995; Meek et al, 1995; Botosan, 1997). Natuurlijk moet deze index aangepast worden aan het wettelijke kader van België zodat er geen elementen meer in de checklist zijn die reeds verplicht zijn om te rapporteren. Deze verplichte elementen worden dan op hun beurt uit de lijst gehaald.

Wanneer er naar het wettelijke kader van België wordt gekeken, valt op dat alle elementen van financiële informatie, opgenomen in de index, reeds verplicht zijn. Daarom mogen al deze elementen uit de aangepaste index worden weg gelaten. Verder bestaat de niet-financiële informatie vooral uit informatie rond de werknemers van het bedrijf. Ook deze informatie kan uit de index gelaten worden omdat een Belgisch bedrijf wettelijk verplicht is een sociale balans op te stellen en dus alle informatie van de index reeds wettelijk moet worden weergegeven. De index voor vrijwillige informatieverstrekking, gebruikt in deze masterproef, bestaat dus uit een checklist voor de strategische informatie die een bedrijf bekend maakt. Deze checklist is opgenomen in tabel 2 en bevat 21 elementen die een waarde van 0, 1 of 2 krijgen. De waarde 0 wordt toegekend wanneer een element niet opgenomen is het jaarverslag, de waarde 1 wanneer het element beknopt is opgenomen en de waarde 2 wanneer er uitgebreid wordt ingegaan op de topic. Wanneer een bedrijf enkel de keuze heeft een element op te nemen of niet op te nemen, wordt enkel gewerkt met de waarden 0 en 1. Ten slotte wordt voor ieder bedrijf de som gemaakt van de verschillende waarden op alle elementen, en wordt deze gedeeld door de maximale waarde die een bedrijf kan halen op de index, namelijk 32. De ratio van de score van

een bedrijf op de index en de maximaal mogelijke score geeft dus de mate van vrijwillige informatieverstrekking van dat bedrijf weer.

**Tabel 2: Index voor vrijwillige strategische informatieverstrekking**

<i>General corporate information:</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Brief history of company</li> <li>• Organizational structure/chart</li> <li>• General description of business/activities</li> <li>• Principal products</li> <li>• Principal markets</li> </ul>	<i>Score</i>		
	0	1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	
<i>Corporate strategy:</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Statement of corporate goals or objectives</li> <li>• Current strategy                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- General</li> <li>- Financial</li> <li>- Marketing</li> <li>- social</li> </ul> </li> <li>• Impact of strategy on current results</li> <li>• Future strategy</li> <li>• Impact of strategy on future results</li> </ul>	<i>Score</i>		
	0	1	
	0	1	2
	0	1	2
	0	1	2
	0	1	2
	0	1	2
	0	1	2
	0	1	2
<i>Management discussion and analysis:</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Review of operations</li> <li>• Competitive environment</li> <li>• Significant events of the year</li> </ul>	<i>Score</i>		
	0	1	2
	0	1	2
	0	1	2
<i>Future prospects</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>• New developments</li> <li>• Forecast of sales/profit</li> <li>• Assumptions underlying the forecast</li> <li>• Factors affecting future business (economic)</li> <li>• Factors affecting future business (political, technological &amp; social)</li> </ul>	<i>Score</i>		
	0	1	2
	0	1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	
	0	1	



## **Hoofdstuk 5: Toetsen van hypotheses**

In dit hoofdstuk wordt de theorie, aangehaald in voorgaande hoofdstukken, onderzocht in de praktijk. Door een regressieanalyse worden de hypotheses uit hoofdstuk 4 onderzocht. In sectie 1 wordt de samenstelling van de steekproef en de manier van datavergaring kort toegelicht. Vervolgens wordt in sectie 2 de methode waarop deze hypotheses worden getest uitgelegd. In sectie 3 en 4 zullen de statistische bewerkingen en resultaten besproken worden die uitgevoerd zijn op de verzamelde data.

### **5.1. Bespreking steekproef en datavergaring**

De steekproef die gebruikt wordt om de eerder aangehaalde hypotheses te testen, bestaat uit 69 beursgenoteerde bedrijven in België in het jaar 2009. Om deze steekproef te bepalen, is gekeken naar voorgaand onderzoek. Zo stellen Gul & Leung (2004) dat er bij de steekproefbepaling rekening moet gehouden worden met de ontwikkeling op het vlak van wetgeving. Er is gekozen om het jaar 2009 te onderzoeken omdat dit het jaar was waarin de nieuwe corporate governance regelgeving, code 2009, van kracht is gegaan. Dit is ook het jaar waarin artikel 525 bis van het Wetboek van Vennootschappen in werking is getreden. Dit artikel is in hoofdstuk 3 reeds besproken. In het kader van dit onderzoek is het belangrijk dat met gegevens wordt gewerkt vanaf de nieuwe ontwikkelingen op wettelijk vlak, zodat het onderzoek zijn relevantie behoudt.

De initiële steekproef bevatte 99 beursgenoteerde bedrijven. Deze steekproef is samengesteld met hulp van de computersoftware BelFirst. Zoals ook Gul & Leung (2004) in hun steekproef doen, is er in deze steekproef enkel gekozen om ondernemingen met een goedkeurende auditverklaring op te nemen omdat dit een invloed kan hebben op de informatieverstrekking van een bedrijf. Uit deze steekproef zijn holdings weggelaten, alsook bedrijven uit de vastgoedsector en bedrijven uit de financiële sector, dit naar voorbeeld van Lim et al. (2007). Zij stellen dat deze bedrijven een unieke structuur hebben, wat een effect kan hebben op de variabelen die gebruikt worden in dit onderzoek.

Om de onafhankelijke variabelen voor ieder bedrijf te selecteren, wordt er zowel naar het jaarverslag, als naar de website van de onderneming gekeken. Indien de nodige informatie nog

steeds niet terug te vinden is, wordt er gebruik gemaakt van het internet en meer bepaald van de zoekrobot Google ([www.google.be](http://www.google.be)).

Om de index voor vrijwillige informatieverstrekking te bepalen, is er uitsluitend gekeken naar de jaarverslagen van de bedrijven. Wanneer de jaarverslagen niet op het internet te vinden zijn, wordt er gebruik gemaakt van een papieren versie. Wanneer beide niet voor handen zijn, wordt het bedrijf uit de steekproef gelaten omdat we niet over de juiste gegevens beschikken. Wanneer er enkel een Franstalig jaarverslag beschikbaar is, wordt dit bedrijf ook uit de steekproef gelaten. Dit om te vermijden dat eventuele vertaalfouten tot vertekening in de data leiden.

Na de steekproef van 99 bedrijven te onderzoeken op hun beschikbare data, blijft er nog een steekproef van 69 bedrijven over. Een lijst van deze 69 ondernemingen kan gevonden worden in tabel 3. Voor 67 van de bedrijven is gewerkt met een online jaarverslag. Voor twee bedrijven, namelijk ABInbev en Duvel Moortgat is er gewerkt met het papieren jaarverslag. Met deze steekproef van 69 beursgenoteerde ondernemingen wordt gewerkt om het meervoudige regressiemodel dat wordt opgesteld in sectie 2 uit te voeren.

**Tabel 3: Lijst van de opgenomen ondernemingen in de steekproef**

4 energy invest	Hamon & Cie	Saptec
Ablynx	Hansen Transmission	Sioen
ABInbev	IRIS	Sipef
Agfa-Gevaert	Jensen Group	Sabca
Barco	Ibt	Solvay
Belgacom	Iba	Spadel
Belgische scheepsvaart	Keyware	Spector
Campine N.V.	Kinopolis	Systemat
Connect Group	Lotus Bakeries	Terbeke
D'Ieteren	MDXHealth	Telenet
Deceunick	Melexis	Tessengerlo Chemie
Delhaize	Miko	Thenergo
Devgen	Mobistar	Thrombogénics
Duvel Moortgat	Bekaert	Tigenix
Econocom Group	Nyrstar	Think Media
Elia	Omega Pharma	Transics

Emakina	Option	U&I Learning
Colruyt	Picanol Group	UCB
Euronav	PinguinLutosa	Umicore
EVS	RealDolmen	Van de Velde
Fountain	Recticel	VPK
Fluxys	Resilux	Zenitel
Galapagos	Roularta	Zetes

## 5.2. Onderzoeksopzet

Om de invloed van de eigenschappen van de Raad van Bestuur op vrijwillige informatieverstrekking in de jaarverslagen te onderzoeken, wordt er gebruik gemaakt van een meervoudig regressiemodel. Dit model bevat de verschillende eigenschappen van de Raad van Bestuur en is afhankelijk van de index voor vrijwillige informatieverstrekking. Het is mogelijk dat er nog andere variabelen zijn die gecorreleerd zijn met de eigenschappen van de Raad van Bestuur en daardoor dus ook gerelateerd zijn met vrijwillige informatieverstrekking. Door deze variabelen mee op te nemen in het regressiemodel, gaat het model significanter en correcter zijn. De keuze van deze controlerende variabelen is gebaseerd op voorgaand onderzoek. Uit onderzoek van Cheung et al. (2010), Cheng & Courtenay (2006) en Lim et al. (2007) blijkt dat bedrijfsgrootte, leverage en ROA belangrijke controlevariabelen zijn. Verder stellen Gul & Leung (2004) de current ratio als controlerende variabele. In tabel 4 worden deze variabelen voor dit onderzoek specifiek gedefinieerd.

**Tabel 4: Definiëring controlevariabelen**

<b>Controlevariabelen</b>	
<b>Bedrijfsgrootte</b>	Ln (totaal der activa)
<b>Leverage</b>	Langetermijn schulden / eigen vermogen
<b>ROA</b>	Netto inkomen / totaal der activa
<b>Current ratio</b>	Totaal vlottende activa / totaal vlottende passiva



Het is noodzakelijk om bij bedrijfsgrootte te werken met het natuurlijk logaritme van het totaal der activa. Het is namelijk belangrijk dat bij het voeren van een regressie, de gegevens lineair zijn. Dit is niet het geval bij het totaal der activa. Door echter het natuurlijke logaritme van het totaal der activa te nemen, worden de gegevens lineair en kunnen ze opgenomen worden in het regressiemodel.

Volgens Hossain et al. (1995) zijn grote bedrijven sneller geneigd om meer informatie vrij te geven. Zij hebben immers een grotere vraag naar vreemd vermogen, lagere informatiekosten en er is vanwege de analisten een grotere vraag naar informatie. Met betrekking tot de variabele ROA, die een maatstaf is voor de winstgevendheid van een bedrijf, stelt Rafourniers (1995) dat bedrijven met meer winstgevendheid de neiging hebben om meer informatie vrij te geven om op die manier hun goede prestatie te communiceren naar de investeerders.

Het volledige regressiemodel met zowel de onafhankelijke variabelen, als de controlevariabelen opgenomen, ziet er als volgt uit:

$$\text{INDEX}_i = \alpha_i + \beta_1 \text{onafhankelijkheid} + \beta_2 \text{CEO-dualiteit} + \beta_3 \text{deskundigheid} + \beta_4 \text{eigendomsconcentratie} + \beta_5 \text{omvang RvB} + \beta_6 \text{current ratio} + \beta_7 \text{log\_activa} + \beta_8 \text{leverage} + \beta_9 \text{ROA}$$

Alvorens het model toe te passen, moet er worden getest op multicollineariteit. Alle onafhankelijke variabelen moeten hierop getest worden om uit te sluiten dat twee variabelen ongeveer hetzelfde meten. Dit wordt gedaan aan de hand van bivariate correlatiecoëfficiënten. Er is sprake van multicollineariteit als er correlaties van  $|r| \geq 0,9$  zijn. Indien dit het geval zou zijn, moeten beide variabelen uit het model gelaten worden. Zoals blijkt uit tabel 5, heeft geen enkele correlatie de waarde 0,9 zodat er geen sprake is van multicollineariteit.



ROA	Pearson	,159	-,044	-,200	-,061	-,076	1	-,091	,200	-,045
	Correlation									
	Sig. (2-tailed)	,191	,719	,099	,620	,536		,458	,099	,711
	N	69	69	69	69	69	69	69	69	69
current ratio	Pearson	-,051	,031	,290*	-,188	-,086	-,091	1	-,229	-,154
	Correlation									
	Sig. (2-tailed)	,675	,800	,016	,121	,482	,458		,059	,206
	N	69	69	69	69	69	69	69	69	69
leverage	Pearson	-,004	-,166	-,110	,100	,219	,200	-,229	1	,132
	Correlation									
	Sig. (2-tailed)	,975	,172	,366	,414	,071	,099	,059		,279
	N	69	69	69	69	69	69	69	69	69
log_assets	Pearson	,179	-,164	-,021	,039	,534**	-,045	-,154	,132	1
	Correlation									
	Sig. (2-tailed)	,141	,177	,865	,752	,000	,711	,206	,279	
	N	69	69	69	69	69	69	69	69	69

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

### 5.3. Beschrijvende statistiek

Alvorens de effectieve regressie uit te voeren, worden de data dichterbij bekeken. Allereerst wordt er gekeken of er geen gegevens ontbreken in de dataset. Zoals blijkt uit tabel 6, zijn er geen ontbrekende waarden in de data.

**Tabel 6: Beschrijvende statistiek**

		Statistics					
		index	Onafhankelijk- heid	CEO dualiteit	Deskundig- heid	Eigendoms- concentratie	omvang RVB
N	Valid	69	69	69	69	69	69
	Missing	0	0	0	0	0	0
Mean		,535326	,373762	,12	,741425	,466035	9,28
Median		,531250	,333333	,00	,750000	,426100	8,00
Std. Deviation		,1301681	,1516983	,323	,3001020	,2143581	3,658
Variance		,017	,023	,104	,090	,046	13,379
Minimum		,2188	,0000	0	,0000	,0877	5
Maximum		,7813	,8571	1	1,0000	,9653	27
Sum		36,9375	25,7896	8	51,1583	32,1564	640

Er wordt dieper ingegaan op de index voor vrijwillige informatieverstrekking. Wanneer we naar tabel 1 kijken, kunnen we afleiden dat de gemiddelde score op de index voor vrijwillige informatieverstrekking 0,53 is. De bedrijven publiceren dus gemiddeld de helft van de vereisten die gesteld zijn in dit onderzoek aan strategische vrijwillige informatieverstrekking. De laagste score is 0,22 en de hoogste score is 0,78.

Wanneer we naar de onafhankelijke variabelen kijken, merken we dat gemiddeld 33% van de Raad van Bestuur onafhankelijk is. De Raad van Bestuur bestaat gemiddeld uit tien personen. Volgens de Corporate Governance code 2009 moeten er drie onafhankelijke niet-uitvoerende leden in de Raad van Bestuur zetelen. Aan deze richtlijn wordt dus voldaan door de Belgische

beursgenoteerde bedrijven volgens bovenstaande gegevens. Er moet echter nog verder worden bemerkt met betrekking tot de omvang van de Raad van Bestuur, dat de minimum en maximum waarden voor deze variabele zeer ver uit elkaar liggen. De minimum waarde is vijf en de maximale waarde is 27. De variantie voor deze variabele is dan ook bijzonder groot en bedraagt 13,38.

Op het vlak van deskundigheid, valt op dat ongeveer 75% van de leden van de Raad van Bestuur ook in andere raden zetelen. Wanneer we kijken naar de eigendomsconcentratie binnen een bedrijf, merken we dat deze zeer hoog is. De twee grootste aandeelhouders bezitten samen ongeveer 46% van de aandelen. Dit is in strijd met de Corporate Governance code 2009. Deze stelt dat de besluitvorming binnen de Raad van Bestuur niet gedomineerd mag worden door een individu of een groep van personen en dat de machtsconcentratie binnen de Raad van Bestuur dus beperkt moet blijven. Naar aanleiding van de gevonden gegevens kunnen we stellen dat de eigendomsconcentratie binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen zeer hoog is, ondanks de duidelijke richtlijnen hierover.

Ten slotte wordt er dieper ingegaan op CEO dualiteit. Om iets meer te weten te komen over deze variabele, maken we gebruik van een frequentietabel, namelijk tabel 7. Uit deze tabel blijkt dat er nog in 11,6% van de Belgische beursgenoteerde bedrijven in België CEO dualiteit aanwezig is, ondanks het feit dat de Corporate Governance code 2009 dit uitdrukkelijk verbiedt.

**Tabel 7: Frequentietabel CEO dualiteit**

CEO dualiteit					
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	61	88,4	88,4	88,4
	1	8	11,6	11,6	100,0
	Total	69	100,0	100,0	

Nu we iets meer te weten zijn gekomen over de onafhankelijke variabelen opgenomen in onze regressiemodel, is het belangrijk om onze data klaar te maken voor de effectieve analyse.

Belangrijk hierbij is om de uitschieters van het model te bepalen. Deze hebben namelijk een te grote invloed op de berekening van de regressiecoëfficiënten en kunnen het best uit het regressiemodel gelaten worden. In dit onderzoek worden uitschieters van drie standaardafwijkingen uit het regressiemodel gelaten. Gul en Leung (2004) laten al uitschieters van vier standaardafwijkingen uit hun model. In het kader van dit onderzoek is dit nogal ruim en wordt er dus gekeken naar outliers die bij drie standaarddeviaties liggen. Via de functie Casewise Diagnostics wordt op uitschieters gezocht, maar er worden er geen gevonden voor deze steekproef.

Verder kunnen cases met uitzonderlijke waarden een grote invloed hebben op de regressiecoëfficiënten. Deze moeten per definitie geen outlier zijn. Om deze waarden op te sporen, wordt er gebruik gemaakt van de "leverage values" en de "Cooks's distance". "Leverage" is de afstand van de waarde van een case ten opzichte van de gemiddelde waarde van alle cases, en dit voor alle onafhankelijke variabelen. Wanneer deze waarde groter is dan 0,5, heeft dit bedrijf een te grote invloed op het regressiemodel en moet deze uit de steekproef gehaald worden. "Cooks's distance" heeft hetzelfde doel. Deze kijkt naar de verandering in de regressiecoëfficiënten als er een bedrijf uit de steekproef wordt gelaten. Wanneer een bedrijf een waarde heeft groter dan 1, moet deze uit de steekproef gelaten worden om vertekening te voorkomen. In deze steekproef vallen zowel de "leverage values" als de "Cooks's distance" binnen de toegelaten normen waardoor de gebruikte data niet moeten aangepast worden.

#### 5.4. Resultaten

Zoals in sectie 2 reeds is aangehaald, wordt er een meervoudige regressieanalyse uitgevoerd van het model waarin zowel de onafhankelijke als de controlevariabelen zijn opgenomen.

$$\text{INDEX}_i = \alpha_i + \beta_1 \text{onafhankelijkheid} + \beta_2 \text{CEO-dualiteit} + \beta_3 \text{deskundigheid} + \beta_4 \text{eigendomsconcentratie} + \beta_5 \text{omvang RvB} + \beta_6 \text{current ratio} + \beta_7 \text{log\_activa} + \beta_8 \text{leverage} + \beta_9 \text{ROA}$$

Dat bovenstaande model significant is, is af te lezen uit tabel 8, de ANOVA-tabel. Deze tabel laat zien dat het model tot op 0,1 % significant is. Een model is significant indien deze waarde  $\leq 0,05$  is. Dit houdt in dat het model een goede verklaring is voor de afhankelijke variabele, vrijwillige informatieverstrekking.

**Tabel 8: ANOVA-tabel**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,412	9	,046	3,655	,001 <sup>a</sup>
	Residual	,740	59	,013		
	Total	1,152	68			

a. Predictors: (Constant), log\_activa, deskundigheid, eigendomsconcentratie, leverage, ROA, CEO dualiteit, current ratio, onafhankelijkheid, omvang RVB

b. Dependent Variable: index

Nu we weten dat het model significant is, kunnen we dieper ingaan op het ontwikkelde model. Uit tabel 9 blijkt dat onze onafhankelijke variabelen en controlevariabelen opgenomen in het model, 26% van vrijwillige informatieverstrekking verklaart. Dit kunnen we afleiden door naar de adjusted R Square te kijken. Verder is de mate waarin opeenvolgende waarnemingen onderling correleren van bijzonder belang bij regressieanalyse. Hiernaar wordt verwezen als autocorrelatie of seriële correlatie. Dit kan worden getest met de Durbin-Watson statistiek. De waarde voor deze statistiek is af te leiden uit de tabel. De Durbin-Watson statistiek voor dit model is 1,891. Standaard varieert deze statistiek tussen de 0 en de 2. Indien de waarde dicht bij 2 ligt, is dit een indicatie dat er geen autocorrelatie is. Indien deze waarde dicht bij 0 ligt, is er wel sprake van autocorrelatie. In ons model is de Durbin-Watson statistiek 1,891, wat heel dicht bij 2 ligt. Dit houdt in dat er in ons model geen sprake is van autocorrelatie.

**Tabel 9: Samenvattende tabel regressiemodel**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,598 <sup>a</sup>	,358	,260	,1119716	1,891

a. Predictors: (Constant), log\_activa, deskundigheid, eigendomsconcentratie, leverage, ROA, CEO dualiteit, current ratio, onafhankelijkheid, omvang RVB

b. Dependent Variable: index

Nu we het model in het algemeen besproken hebben, is het belangrijk om dieper in detail te kijken naar alle variabelen opgenomen in het model. Dit doen we met behulp van tabel 10 die een samenvattende tabel is van de onafhankelijke en controlevariabelen. Allereerst wordt het significantieniveau bepaald voor onze variabelen. Dit niveau leggen we op 10%, wat inhoudt dat de variabele een significantie waarde  $\leq 10\%$  moeten hebben. Wanneer we dan in het model gaan kijken, merken we dat er 4 variabelen significant zijn. De variabele eigendomsconcentratie is significant op 8%, de variabele omvang van de Raad van Bestuur is significant op 4,2%, de variabele leverage is significant op 2,4% en ten slotte is het logaritme van activa significant op 9,4%. Dit houdt in dat enkel deze variabelen gebruikt mogen worden bij het formuleren van een antwoord op de hypothesen.

**Tabel 10: Samenvattende tabel onafhankelijke variabelen en controlevariabelen**

Model		Coefficients <sup>a</sup>				
		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,085	,125		,678	,500
	onafhankelijkheid	,106	,102	,123	1,033	,306
	CEO dualiteit	,035	,045	,088	,794	,430
	deskundigheid	,026	,050	,061	,529	,599
	eigendomsconcentratie	,128	,072	,211	1,784	,080
	omvang RVB	,009	,005	,267	2,082	,042
	ROA	-1,181E-6	,000	-,157	-1,401	,167
	current ratio	,006	,009	,070	,608	,545
	leverage	,030	,013	,262	2,310	,024
	log_activa	,016	,010	,217	1,702	,094

a. Dependent Variable: index



Nu wordt er dieper ingegaan op de unstandardized coefficients, en meer bepaald op de  $\beta$ -waarden. Deze geven de eigelijke regressievergelijking weer. De intercept  $\beta_0$  of de constante is in dit model 0,85. De partiële regressiecoëfficiënten  $\beta_i$  zijn de andere waarden in kolom B. Deze geven de hoeveelheid verandering in Y aan, wanneer de betreffende onafhankelijke variabele met één eenheid toeneemt, terwijl de invloed van alle overige onafhankelijke variabelen constant worden gehouden.

De meervoudige regressievergelijking ziet eruit als volgt:

$$\text{INDEX}_i = 0,085 + 0,106 * \text{onafhankelijkheid} + 0,035 * \text{CEO-dualiteit} + 0,026 * \text{deskundigheid} + 0,128 * \text{eigendomsconcentratie} + 0,009 * \text{omvang RvB} - 0,001 * \text{ROA} + 0,006 * \text{current ratio} + 0,030 * \text{leverage} + 0,016 \text{ log\_activa}$$

Er moet wel worden bemerkt dat de  $\beta_i$ -waarden zijn afgerond tot op drie decimalen. Alle variabelen moeten ook in de regressievergelijking worden opgenomen, ook de niet-significante. De parameters van de significante variabelen zijn immers ook voor het effect van deze variabelen gecorrigeerd. Zo is er ook te zien dat alle variabelen een positief effect hebben op vrijwillige informatieverstrekking, enkel ROA heeft een negatief effect.

Wanneer we bijvoorbeeld naar onze significante onafhankelijke variabele kijken, zien we dat een toename van de omvang van de Raad van Bestuur een positief effect heeft op de vrijwillige informatieverstrekking van een bedrijf. Wanneer de eigendomsconcentratie stijgt, zal de vrijwillige informatieverstrekking stijgen, gegeven dat de andere variabelen constant gehouden worden.

## Hoofdstuk 6: Conclusie

Na zowel de theorieën rond de eigenschappen van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking besproken te hebben en zelf onderzoek te hebben gedaan, worden er in dit hoofdstuk enkele conclusies geformuleerd. In de eerste sectie worden de hypothesen besproken. Er worden antwoorden gegeven op deze hypothesen en indien deze antwoorden afwijken van de theorie, wordt getracht hiervoor een verklaring te geven. In de tweede sectie van dit hoofdstuk worden de beperkingen van dit onderzoek aangehaald. Het is belangrijk voor de lezer van deze masterproef dat hij/zij het onderzoek goed kan omkaderen en begrijpt in welke context het onderzoek gebeurd is. Ten slotte wordt er in de laatste sectie suggesties gedaan voor toekomstig onderzoek. Dit onderdeel kan belangrijk zijn voor toekomstige masterproefstudenten die dit onderzoek als inspiratiebron gebruiken.

### 6.1. Bespreking hypothesen

Wanneer we naar de hypothesen opgesteld in hoofdstuk 4 kijken, stellen we vast dat er vijf hypothesen waren. Deze worden één voor één besproken in deze sectie.

De eerste hypothese heeft betrekking op de onafhankelijkheid van de bestuurders. Er werd verwacht dat er een positieve relatie zou gevonden worden tussen vrijwillige informatieverstrekking en de onafhankelijkheid van de leden van de Raad van Bestuur. Dit onderzoek heeft echter aangetoond dat er geen significante relatie is tussen beide. Een mogelijke verklaring hiervoor is te vinden in een onderzoek van García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010). Zij bemerken in hun onderzoek al dat onafhankelijkheid van de leden van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking enkel positief gerelateerd is in landen met grote bescherming van de investeerders. Cheng & Courtney (2006) en Lung & Horwitz (2004) vinden ook enkel een positieve relatie tussen vrijwillige informatieverstrekking en onafhankelijkheid binnen de Raad van Bestuur in bedrijven met een lage eigendomsconcentratie. Zoals in hoofdstuk 5, sectie 3 reeds besproken is, ligt de eigendomsconcentratie in de bedrijven opgenomen in deze masterproef zeer hoog. 46,6% is de gemiddelde eigendomsconcentratie bij de opgenomen bedrijven. Het is dus mogelijk dat deze hoge waarde voor eigendomsconcentratie

als modererend effect werkt op de invloed van de onafhankelijkheid van de leden van de Raad van Bestuur op vrijwillige informatieverstrekking.

De tweede hypothese die opgesteld is, is deze rond CEO dualiteit. Er werd een negatieve relatie verwacht tussen CEO dualiteit en vrijwillige informatieverstrekking. Dit onderzoek heeft echter aangetoond dat er geen significante relatie is tussen beide. Dit is tegen de verwachtingen in, aangezien Gul & Leung (2004) stellen dat wanneer er CEO dualiteit plaatsvindt, er minder informatie over de bedrijfsstrategie en bedrijfsoperaties wordt gegeven. In dit onderzoek lag de focus vooral op deze gegevens, en toch wordt er geen significante relatie gevonden. Een mogelijke verklaring voor dit verrassende resultaat kan gevonden worden bij de deskundigheid van de onafhankelijke bestuurders. Gul en Leung (2004) stellen dat de kennis van de onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders een temperend effect heeft op de invloed van CEO dualiteit op vrijwillige informatieverstrekking. Indien de deskundigheid groot is bij de onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders, zal de negatieve invloed van CEO dualiteit op vrijwillige informatieverstrekking afnemen. De deskundigheid ligt in deze steekproef zeer hoog. Gemiddeld vinden we namelijk een waarde van 74,1% op de variabele deskundigheid. We kunnen dus stellen dat deze hoge mate van deskundigheid de controlerende functie van de Raad van Bestuur doet toenemen, waardoor het effect van CEO dualiteit op vrijwillige informatieverstrekking afneemt.

Een derde hypothese die werd opgesteld in dit onderzoek, heeft betrekking op de deskundigheid van de onafhankelijke niet-uitvoerende leden van de Raad van Bestuur. Deze variabele is zonet al even aangehaald. Initieel werd er een positieve relatie gevonden tussen de deskundigheid bij de leden van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking. Uit het empirische onderzoek, gevoerd in het kader van deze masterproef, kan echter worden afgeleid dat tussen beide variabelen geen significante relatie is. Dit is in tegenstelling met het onderzoek van Gul & Leung (2004) die een negatieve relatie vooropstellen tussen de deskundigheid van de leden van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking. Een mogelijke verklaring voor het gevonden resultaat is te vinden in het wettelijk kader van België. In de Corporate Governance regelgeving wordt de nadruk gelegd op diversiteit op het vlak van kennis binnen de Raad van Bestuur. Het is mogelijk dat alle leden van de Raad van Bestuur elkaar aanvullen op het vlak van deskundigheid waardoor het al dan niet zetelen in andere Raden van Bestuur geen invloed meer heeft op vrijwillige informatieverstrekking.

De vierde afgeleide hypothese van dit onderzoek is deze rond de eigendomsconcentratie. Er werd een negatieve relatie verwacht tussen de eigendomsconcentratie binnen de Raad van

Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking. Uit het empirische onderzoek is echter gebleken dat er een significante positieve relatie is tussen de eigendomsconcentratie binnen de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking. Deze relatie is namelijk significant op 8% binnen dit onderzoek wat impliceert dat door de eigendomsconcentratie met één eenheid te verhogen, ook de vrijwillige informatieverstrekking zal stijgen. Deze resultaten zijn in de lijn van de resultaten die Donneley & Mulcahy (2008) gevonden hebben in hun onderzoek. Zij stellen dat bedrijven met grotere eigendomsconcentratie beter worden bestuurd en dus ook makkelijker informatie vrijgeven.

Ten slotte gaan we dieper in op de laatste vooropgestelde hypothese. Deze stelde een positieve relatie tussen de omvang van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking voorop. Deze hypothese wordt bevestigd door het empirische gedeelte van deze masterproef. Er werd immers een significante positieve relatie gevonden tussen de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking. Deze relatie was significant op 4,2%. Dit houdt concreet in dat wanneer de omvang van de Raad van Bestuur met één persoon zou toenemen, ook de vrijwillige informatieverstrekking zal toenemen. In voorgaand onderzoek werd tot nu toe echter nog geen sluitend bewijs gevonden dat de grootte van de Raad van Bestuur een significante invloed zou hebben op vrijwillige informatieverstrekking. Toch was deze relatie te verwachten. John & Senbet (1998) stellen reeds in voorgaand onderzoek dat wanneer het aantal leden van de Raad van Bestuur stijgt, ook hun controlecapaciteit stijgt. Verdergaand op deze stelling kan er verondersteld worden dat indien de Raad van Bestuur meer controle heeft, er meer vrijwillige informatieverstrekking is.

Samenvattend kunnen we dus concluderen dat de omvang van de Raad van Bestuur en de eigendomsconcentratie binnen de Raad van Bestuur een positief en significant effect hebben op de vrijwillige informatieverstrekking van een bedrijf. Voor de andere drie vooropgestelde onafhankelijke variabelen, namelijk de onafhankelijkheid binnen de Raad van Bestuur, CEO dualiteit en deskundigheid van onafhankelijke niet-uitvoerende leden van de Raad van Bestuur, werd geen significante relatie gevonden ten opzichte van vrijwillige informatieverstrekking.

## **6.2. Beperkingen masterproef**

Om dit onderzoek beter te kunnen plaatsen, worden een aantal beperkingen van het onderzoek aangehaald. Dit geeft de mogelijkheid aan de lezer om deze masterproef beter te omkaderen.

Om te beginnen wordt er als onderzoekseenheden gewerkt met Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Er kunnen dus enkel uitspraken gedaan worden over beursgenoteerde bedrijven omdat de steekproef enkel deze bedrijven bevat. Het is dus af te raden de gevonden conclusies te veralgemenen naar niet-beursgenoteerde ondernemingen toe. Vervolgens is er bij de keuze van de steekproef ook gekozen om enkel bedrijven op te nemen met een goedkeurende auditverklaring. Ook zijn er een aantal sectoren weggelaten uit deze steekproef, zoals onder andere de financiële sector en de vastgoedsector. Het is dus niet mogelijk om de gevonden resultaten te veralgemenen naar deze sectoren of naar bedrijven die geen goedkeurende verklaring ontvangen hebben.

Een volgende beperking ligt bij het wettelijke kader waarin dit onderzoek gevoerd is. Dit kader heeft een invloed op verschillende elementen die besproken zijn binnen deze masterproef. Om te beginnen is de maatstaf voor vrijwillige informatieverstrekking afgestemd op het wettelijke kader. Omdat in België de wetgeving rond verplichte publicatie zeer uitgebreid is, is in dit onderzoek voornamelijk gefocust op de vrijwillige informatieverstrekking omtrent de strategie van een bedrijf. Bij het vergelijken van onze resultaten met ander onderzoek moet dus steeds in het achterhoofd gehouden worden dat de meeste indexen rond vrijwillige informatieverstrekking ook gegevens bevatten op het vlak van de financiële en niet-financiële toestand van een bedrijf.

Een andere beperking in verband met de index voor vrijwillige informatieverstrekking, is dat deze index opgesteld is in de veronderstelling dat, hoe meer een bedrijf bekend maakt in haar jaarverslag, hoe beter dit is. Dit is niet noodzakelijk altijd zo. Ook de manier van data vergaring draagt beperkingen met zich mee. Zo is er in dit onderzoek enkel gebruik gemaakt van jaarverslagen; nochtans is dit niet de enige manier om informatie te verzamelen. Het is mogelijk dat bedrijven veel meer informatie bekend maken op hun websites en via persberichten en op deze manier communiceren met hun investeerders.

Verder moet er in het kader van de wetgeving gekeken worden naar de onafhankelijke variabelen en de invloed van de wetgeving hierop. Zo is bij de definiëring van de onafhankelijke variabele onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur, uitsluitend gekeken naar de wetgeving binnen België. Het is dus niet aan te raden de gevonden resultaten hierrond zonder meer door te trekken naar andere landen. Ook staan er in onze Corporate Governance code 2009 specifieke richtlijnen voor beursgenoteerde ondernemingen die een invloed hebben op de data van de onafhankelijke variabelen die gevonden zijn in dit onderzoek.

In verband met CEO dualiteit wordt duidelijk gesteld dat het in het kader van deugdelijk bestuur niet toegelaten is. Uit de gevonden data is echter wel af te leiden dat het nog voorkomt in Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Er moet echter wel rekening gehouden worden met het feit dat door deze richtlijn, er sowieso minder CEO dualiteit plaatsvindt dan in andere landen, en dit enkel doordat er meer aandacht gaat naar dit punt wat in het verleden een serieus discussiepunt was. Met betrekking tot de achtergrond van de leden van de Raad van Bestuur geldt dezelfde gedachtegang als bij CEO dualiteit. De Corporate Governance code 2009 schrijft immers voor dat er een diversiteit aan kennis moet zijn en dat de kennis die samengezet wordt binnen de Raad van Bestuur complementair moet zijn.

Op het vlak van eigendomsconcentratie wordt een uitzonderlijke bevinding gedaan binnen dit onderzoek. Ook al schrijft de Corporate Governance code 2009 voor dat de besluitvorming binnen de Raad van Bestuur niet gedomineerd mag worden door een individu of een groep van personen. Uit de resultaten van dit onderzoek blijkt echter dat de eigendomsconcentratie binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen zeer hoog is, ondanks de duidelijke richtlijnen hierover. Het is dus beter om ook deze gegevens niet te veralgemenen naar andere landen toe.

Omdat de wetgeving, zowel rond onafhankelijkheid als rond corporate governance in 2009 is aangepast, is het niet aan te raden de gevonden resultaten te vergelijken met gegevens vóór 2009 uit België. Toen was de regelgeving omtrent onafhankelijkheid van de leden van de Raad van Bestuur nog niet zo streng en ook op het vlak van deugdelijk bestuur zijn er extra richtlijnen opgenomen. De resultaten die gevonden worden in dit onderzoek zijn dus vooral belangrijk naar de toekomst toe en kunnen dus beter gebruikt worden om te vergelijken met toekomstig onderzoek.

Een laatste beperking die aangehaald moet worden, heeft te maken met een onafhankelijke variabele die niet opgenomen kon worden in deze studie omdat er te weinig informatie voor handen was in de jaarverslagen of op de websites. Zo was het de bedoeling om dieper in te gaan op het management als aandeelhouder. Er wordt kort toegelicht waarom het management als aandeelhouder een interessante onafhankelijke variabele zou zijn. Een ondernemer haalt geld op bij investeerders die willen dat hun geld productief gebruikt wordt. De investeerders hebben hiervoor het gespecialiseerde 'human capital' van het management nodig om een return te halen op hun investeringen. Het probleem dat zich hierbij kan voordoen is dat investeerders het risico lopen dat hun financiële middelen verkeerd worden ingezet of volledig worden verspild. Een mogelijke oplossing voor dit probleem is te vinden in het opstellen van complete contracten waarin wordt vastgelegd wat er concreet van het management wordt verwacht en hoe het moet

reageren in bepaalde situaties. In de realiteit is dit echter een moeilijke taak. Managers weten meestal beter hoe ze moeten reageren op bepaalde situaties dan investeerders. Om ervoor te zorgen dat managers toch handelen in het belang van de aandeelhouders, moeten managers zelf aandeelhouder worden (Eisenhardt, 1989). Dit wordt verder besproken in sectie 3 van dit hoofdstuk onder de vorm van een suggestie voor toekomstig onderzoek.

Algemeen kan er dus gesteld worden dat dit onderzoek, net zoals alle andere onderzoeken, een aantal beperkingen heeft. Indien deze beperkingen in het achterhoofd gehouden worden bij het lezen van dit onderzoek, ben ik ervan overtuigd dat dit onderzoek een meerwaarde kan bieden.

### **6.3. Suggesties voor toekomstig onderzoek**

In deze sectie zal getracht worden suggesties te maken voor toekomstig onderzoek.

Zoals in de vorige sectie reeds aangehaald, is het een mogelijkheid om het management als aandeelhouder op te nemen als onafhankelijke variabele. Uit voorgaand onderzoek is gebleken dat de relatie tussen het management als aandeelhouder en vrijwillige publicatie dubbelzinnig is. Enerzijds wordt het management gemotiveerd om te handelen als een aandeelhouder en dus zou het de neiging moeten hebben om in meer informatie te voorzien. Wanneer het management te veel bezig is met de aandelenkoers, zal het informatieniveau dalen. Op een bepaald niveau zullen de incentives van management en shareholders gelijk zijn. Tot op een bepaald niveau zal de hoeveelheid informatie dus stijgen met de eigendom die een manager heeft in het bedrijf (Donnelly & Mulcahy, 2008). Algemeen kunnen we stellen dat het management zich verbonden zal voelen met het bedrijf waardoor het meer informatie vrijgeeft. Wanneer het management echter te veel eigendom heeft in de onderneming zal het immuun worden voor de controlerende rol van de Raad van Bestuur en minder informatie verschaffen.

Jensen & Meckling (1976) stellen vast dat wanneer het aandeel van het management in het eigen vermogen daalt, er extra bestuur moet aangeworven worden door extra niet-uitvoerende bestuurders aan te nemen. Volgens Eng & Mak (1976) is extra informatieverstrekking een vervanging van niet-uitvoerende bestuurders die het bedrijf controleren, en dus negatief gerelateerd tot het aandeel van management in het eigen vermogen. Donnelly & Mulcahy (2008) zeggen dat vrijwillige informatieverstrekking afneemt in bedrijven waar managers grote delen van het eigen vermogen in het bezit hebben, en toeneemt wanneer er blockholders zijn onder de

investeerders. Het is dus zeker een verrijking om deze variabelen in toekomstig onderzoek beter onder de loep te nemen.

Zoals in sectie 2 reeds is aangehaald, draagt de index voor vrijwillige informatieverstrekking een beperking met zich mee. Het zou interessant zijn om na te denken om een andere index op te stellen die met deze beperking rekening houdt.

Vervolgens is het ook mogelijk dat de data niet enkel in jaarverslagen gezocht worden, maar ook op websites, persberichten en dergelijke. Het zou interessant zijn om de resultaten van zo een onderzoek te vergelijken met de resultaten van dit onderzoek. Wel moet bemerkt worden dat om een onderzoek te doen met data van websites en persberichten, de theorie hieromtrent kan verschillen met de theorie die gebruik werd in dit onderzoek.

Nu het onderzoek gevoerd is voor 2009, is het ook boeiend om te kijken naar het verleden. Wanneer echter een gelijkaardig onderzoek, rekening houdend met de wettelijke veranderingen van 2009, gevoerd zou worden in een periode vóór 2009, zou het mogelijk zijn die resultaten te vergelijken met de resultaten van dit onderzoek.

Ook op het vlak van onafhankelijke variabelen is er nog veel ruimte voor toekomstig onderzoek. Zo kunnen er andere drivers van vrijwillige informatieverstrekking gezocht worden dan diegene opgenomen in dit onderzoek. Uit dit onderzoek blijkt dat de onafhankelijke variabelen opgenomen in dit onderzoek slechts 26% van vrijwillige informatieverstrekking verklaart. Er is dus zeker nood aan onderzoek dat nog andere drijvers van vrijwillige informatieverstrekking opneemt.

Ten slotte kan het een meerwaarde bieden om dit onderzoek te voeren bij niet-beursgenoteerde ondernemingen. De datavergaring gaat hierbij echter wel een stuk moeilijker liggen, maar dit neemt niet weg dat het zeker van belang kan zijn om te weten of er merkwaardige verschillen zijn tussen de invloed van de eigenschappen van de Raad van Bestuur en vrijwillige informatieverstrekking bij beursgenoteerde ondernemingen en niet-beursgenoteerde ondernemingen.





## Lijst van tabellen

Tabel 1: Definiëring onafhankelijke variabelen .....	- 47 -
Tabel 2: Index voor vrijwillige strategische informatieverstrekking .....	- 49 -
Tabel 3: Lijst van de opgenomen ondernemingen in de steekproef .....	- 52 -
Tabel 4: Definiëring controlevariabelen .....	- 53 -
Tabel 5: Bivarriate correlaties .....	- 55 -
Tabel 6: Beschrijvende statistiek .....	- 57 -
Tabel 7: Frequentietabel CEO dualiteit .....	- 58 -
Tabel 8: ANOVA-tabel .....	- 60 -
Tabel 9: Samenvattende tabel regressiemodel .....	- 60 -
Tabel 10: Samenvattende tabel onafhankelijke variabelen en controlevariabelen .....	- 61 -



## Lijst van geraadpleegde werken

Ajinkya, B., Bhojraj, S., en Sengupta, P. (2005). The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 343–375.

Akerlof, G. (1970). The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*. 90, 629-650.

Alexander, J. A., Fennell, M. L., en Halpern, M.T. (1993). Leadership instability in hospitals: the influence of board – CEO relations and organizational growth and decline. *Administrative Science Quarterly*, 38, 74-99.

Amerikaanse denktank pleit voor scheiding tussen management en toezicht. (2003, 11 januari). *De Tijd*. Opgevraagd op 15 oktober, 2010, via Mediargus database.

Anderson, D., J. Francis, en Stokes, D. (1990). Auditing, directorships and the demand for monitoring. *Working Paper*.

Arcay, M. R. B., en Vazquez, M. F. M. (2005). Corporate characteristics, governance rules and the extent of voluntary disclosure in Spain, *Advances in Accounting*, 21, 299-331.

Bacon, J. (1993). Corporate boards and corporate governance. *New York: The Conference Board*.

Barako, D., Hancock, P., en Izan, H. (2006). Factor influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance International Review*, 14(2), 107-138.

Baysinger, B.D., en Hoskisson, R.E. (1990). The composition of boards of directors and strategic control: effects on corporate strategy. *Academy of Management Journal*, 1, 72-87.

Beard, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32, 195-221.

Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of directors composition and financial statement fraud. *Accounting Review*, 71, 443-465.

Belgische Corporate Governance Code 2009. (2009). Opgevraagd op 17 november, 2010; via <http://www.corporategovernancecommittee.be>.

Berenbeim, R.E. (1994). Corporate Boards: Improving and Evaluating Performance. *New York: The Conference Board*.

Borokhovich, K.A., Parrino, R., en Trapani, T. (1996). Outside directors and CEO selection. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), 337-355.

Botosan, C. A (1997) Disclosure level and the cost of capital, *The Accounting Review*, 72, 323-349.

Brickley, J. A., Coles, J. L., en Terry, R. L. (1994). Independent NEDs and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics* (June), 371-390.

Byrd, J., en K. Hickman. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32, 195-221.

Carver, J. (1990). Boards that Make a Difference. *Jossey-Bass, San Francisco, CA*.

Cheng, E. C. M., en Couteray, S. M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure [Elektronische versie]. *The international journal of accounting*, 41, 262-289.

Cheung, Y., Jiang, P., & Tan, W. (2010). A transparency disclosure index measuring disclosures: Chinese listed companies [Elektronische versie]. *J. Account. Public Policy*, 29, 259-280.

Chtourou, S. M., Bedard, J., & Courteau, L. (2001). Corporate governance and earnings management. *Working Paper, University Laval, Canada*.

Chung, R., Firth, M., en Kim, J. (2006). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of corporate Finance*, 8, 29-48.

Craswell, A., en Taylor, S. (1992). Discretionary disclosure of reserves by oil and gas companies: an economic analysis. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 19, 295-308.

Cravens, K.S., en Wallace, W.A. (2001). A framework for determining the influence of the corporate board of directors in accounting studies [Elektronische versie]. *Corporate governance*, 9 (1), 2-24.

Dechow, P. M., Sloan, R.G, & Sweeney, A.P. (1996). Causes and consequences of earning manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13, 1-36.

De actieve Raad van Bestuur. (z.d.) Opgevraagd op 5 april, 2009, via <http://www.unizo.be/behoorlijkbestuur>.

Diamond, D., en Verracchia, R. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The journal of Finance*, 66, 1625-1655.

Donnelly, R. , en Mulcahy, M. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland [Elektronische versie]. *Corporate Governance*, 16, 416-429.

Eisenhardt, K. M. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of management review*, 14, 57-74.

Eng, L. L., en Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 325-346.

Fama, E. F. (1980). Agency problems and theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.

Fama, E., en Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.

Finkelstein, S., & D'Aveni, R. A., (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, 37 (5), 1079-1108.

Garcia-Meca, E., en Sanchez-Ballesta, J. P. (2010). The association of board independence and ownership concentration with voluntary disclosure: a meta-analysis. [Elektronische versie]. *European Accounting Review*, 19 (3), 603-627.

Gigler, F. (1994). Self-enforcing voluntary disclosures. *Journal of Accounting Research*, 32, 224-241.

Goyal, V. K., & Park, C. (2002). Board leadership structure and CEO turnover. *Journal of Corporate Finance*, 8, 49-66.

Gul, F. A., en Leung, S. (2004) Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures, [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, 351-379.

Guthrie, J., en Parker, L. (1989). Corporate social reporting: A rebuttal of legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, 19 (76), 343 – 352.

Haniffa, R. M., en Cooke, T. E. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations, *Abacus*, 38, 317-349.

Harrison, P. D., en Harrell, A. (1993). Impact of "adverse selection" on managers' project evaluation decisions, *Academy of Management Journal*, 36, 635-643.

Healy, P. M., en Palepu, K. G. (1995). The challenges of investor communications: The case of CUC International, Inc., *Journal of Financial Economics*, 38, 111-141.

Healy, P. M., en Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen board of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 88, 96-118.

Hermalin, B., en Weisbach, M. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *FRBNY Economic Policy Review*, April, 7-26.

Ho, S. M., en Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10, 139-156.

Hossain, M., Perera, M. H. B., en Rahman, A. R. (1995). Voluntary disclosure in the annual reports of New Zealand companies [Elektronische versie]. *Journal of international Financial Management and Accounting*, 6, 69-87.

Hung, H. (1998). A Typology of the Theories of the Roles of Governing Boards, *Corporate Governance: An International Review*, 6, 101–111.

Irani, A. J. (2001). Management Earnings Forecast Bias And Insider Trading: Comparison of Distressed and Non-Distressed Firms. *SSRN: Journal of Business & Economic Studies*, 11, 303-319.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.

Jensen, M. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (3), 8-21

Jensen, M., & Meckley, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structures. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

John, K. en Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance*, 22, 371-403.

Kaplan, S. N., Reishus, D. (1990). Independent NEDships and corporate performance. *Journal of Financial Economics*, 27, 389-410.

Kesner, I. F. (1988). Directors' characteristics and committee membership: an investigation of type, occupation, tenure, and gender. *Academy of Management Journal*, 1, 66-84.

Kesner, I. F., en Johnson, R.B. (1990). An investigation of the relationship between board composition and stockholder suits. *Strategic Management Journal*, 11, 327-336.



Khelifi, F., en Bouri, A., (2010). Corporate disclosure and firm Characteristics: a puzzling relationship [Elektronische versie]. *Business & Management*, 17 (1), 62-89.

Kim, O., en Verrecchia, R. (1994). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review*, 71, 467-493.

Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375-400.

Kosnik, R. D. (1987). Greenmail: A study of board performance in corporate governance. *Administrative Science Quarterly*, 32, 163-185.

Lang, M., en Lundholm, R. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behaviour. *The accounting Review*, 71, 467-493.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A., en Vishny, R. (1999). The Quality of Government. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 15(1), 222–279.

Leung, S., & Horwitz, B. (2004). Director ownership and voluntary segment disclosure: Hong Kong evidence [Elektronische versie]. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 15, 235-260.

Lev, B. (1992). Information disclosure strategy. *California Management Review*, 34 (4), 9-32.

Lipton, M., en Lorsch, J. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 59, 59-77.

Lim, S., Matolcsy, Z., en Chow, D. (2007). The association between board composition and different types of voluntary disclosure, [Elektronische versie]. *European Accounting Review*, 16, 555-583.

Lindblom, C. (1984). The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure. *Conference Proceedings, Critical Perspectives on Accounting Conference, New York*.

Meek, G. K., Roberts, C. B., en Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 26, 555-572.

Millstein, I. (1992). *The Limits of Corporate Power: Existing Constraints on the Exercise of Corporate Discretion*. Macmillan, New York.

Morris, D. (1987). Signaling, agency theory and accounting policy choice. *Counting and Business Research*, 18 (4), 47-56.

Myers, S., en Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-222.

Noe, C. F. (1999). Voluntary disclosure and insider transactions. *Journal of Accounting and Economics*, 27, 305-26.

Patelli, L., en Prencipe, A. (2007). The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder. *European Accounting Review*, 16, 5-33.

Patten, M. (1992). Intra-industry environmental disclosures in response to the Alaskan oil spill: A note on legitimacy theory. *Accounting, Organizations and Society*, 17 (5), 471 - 475.

Patten, M. (2002). Media exposure, public policy pressure, and environmental disclosure: An examination of the impact of tri data availability. *Accounting Forum*, 26 (2), 152 - 171.

Patton, A., en Baker, J.C. (1987). Why won't directors rock the boat?. *Harvard Business Review*, November-December, 10-18.

Pearce, J.A., en Zahra, S.A. (1991). The relative power of CEOs and boards of directors: associations with corporate performance. *Strategic Management Journal*, 12, 135-153.

Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2002). Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Working Paper, Lancaster University*.

Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies, *The European Accounting Review*, 4, 261-280.

Richardson, A. J., en Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organization and Society*, 26, 597-616.

Roberts, R. (1992). Determinants of corporate social responsibility disclosure: an application of stakeholder theory. *Accounting, Organizations and Society*, 17 (6), 595-612.

Ross, S. (1977). The determination of financial structure: the incentive signaling approach. *Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40.

Ruland, W., Tung, S., en George, N.E. (1990). Factors associated with the disclosure of managers' forecasts. *Accounting Review*, 65, 710-721

Schellenger, M. H., Wood, D.D., en Tashakori, A. (1989). Board of director composition, shareholder wealth, and dividend policy. *Journal of Management*, 3, 457-467.

Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting Review*, 73 (4), 459-474.

Smith, C., en Warner, J. (1979). On financial contracting: an analysis of bond covenants. *Journal of Financial Economics*, 7, 117-161.

Spence, M. (1973). Job market signalling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87 (3), 355-374.

Trueman, B. (1986). Why do managers voluntarily release earnings forecasts? *Journal of Accounting and Economics*, 8, 53-72.

Ullmann, A. (1985). Data in search of a theory: a critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of U.S. firms. *Academy of Management Review*, 10 (3), 540-547.

Useem, M. (1993). Executive Defense: Shareholder Power and Corporate Reorganization. *Harvard University Press, Cambridge, MA*.

Verrecchia, R. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.

Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, in press.

Vicknair, D., Hickman, K., en Carnes K.C. (1993). A note on audit committee independence: evidence from the NYSE on grey area directors. *Accounting Horizons (March)*, 53-57.

Wagenhofer, A. (1990). Voluntary disclosure with a strategic opponent. *Journal of Accounting and Economics*, 12 (4), 341-363.

Weimer, J., en Pape, J. (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance*, 7(2), 152-166.

Walsh, J. P., en Seward, J. K. (1990). On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms. *Academy of Management Review*, 15, 421-458.

Wang, J., en Dewhirst, H.D. (1992). Boards of directors and stakeholder orientation. *Journal of Business Ethics*, 2, 115-123.

Weisbach, M. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.

Westphal, J. D., en Milton, L. P. (2000). How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards. *Administrative Science Quarterly*, 45, 366-398.

Westphal, J.D., en Zajac E.D. (1995). Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection. *Administrative Science Quarterly*, 40 (1), 60-84.

Wetboek van Vennootschappen. (2008). Opgevraagd op 5 april, 2009, via <http://suisse.juridat.be>.

Whittington, G., (1993). Corporate governance and the regulation of financial reporting. *Accounting and Business Research*, 23 (91A), 311-319.

Williamson, O. E. (1984). Corporate Governance, *Yale Law Journal*, 93, 1197-230.

Worrel, D. L., Nemec, C., en Davidson, W. N. (1997). Research notes and communication-one hat too many: Key executive plurality and shareholder wealth. *Strategic Management Journal*, 18, 499-507.

Xie, B., Davidson, W. N., & DaDalt, P. J. (2001). Earnings management and corporate governance: The roles of the board and the audit committee. *Working Paper, Southern Illinois University*.

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

# Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:

**De impact van de eigenschappen van de Raad van Bestuur op vrijwillige informatieverstrekking**

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen-accountancy en financiering**

Jaar: **2011**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

**Vandendries, Elise**

Datum: **6/06/2011**