

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

*Het effect van diverse monitoringmechanismen op earnings
management*

Promotor :
Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Joris Cortvriendt

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

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

*Het effect van diverse monitoringmechanismen op earnings
management*

Promotor :
Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Joris Cortvriendt

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

Woord vooraf

Deze eindverhandeling vormt het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen, afstudeerrichting Accountancy en Financiering, aan de Universiteit Hasselt. Het schrijven van deze masterproef heeft niet alleen veel tijd en toewijding gevraagd van mezelf maar ook van vele anderen. Omdat het uiteindelijke resultaat niet mogelijk was geweest zonder de hulp van een aantal mensen wil ik hen langs deze weg graag bedanken.

Om deze masterproef te realiseren werd ik bijgestaan door mijn promotor, Prof. dr. Tensie Steijvers. Haar deskundige begeleiding, tussentijdse evaluaties en opbouwende kritiek zijn een grote hulp geweest. Ondanks haar drukke agenda heeft zij toch de nodige tijd vrijgemaakt om mij op een professionele manier te begeleiden. Ik wil haar om deze redenen dan ook oprecht bedanken. Verder wil ik graag Annelies Stockmans en Maarten Corten bedanken voor het nodige advies bij het verwerken van mijn onderzoeksgegevens.

Daarnaast wil ik nog enkele personen in het bijzonder bedanken voor hun steun en hulp. Vooreerst denk ik hierbij aan mijn ouders die mij de mogelijkheid hebben gegeven om verder te studeren en mij gedurende deze periode onvoorwaardelijk gesteund hebben. Verder wil ik mijn vriendin bedanken omdat ze mij het ganse jaar door gesteund heeft om tot dit resultaat te komen. Als laatste wil ik mijn nicht bedanken voor het geven van haar visie over mijn masterproef.

Joris Cortvriendt

Diepenbeek, mei 2012

Samenvatting

Het winstcijfer is een veelgebruikte samenvatting voor de financiële prestaties van een onderneming. Een topic dat sinds de uitbraak van veel fraudeschandalen heel wat aandacht heeft gekregen is *earnings management* of winstmanipulatie. Heel wat stakeholders zijn bij het nemen van beslissingen afhankelijk van informatie uit de jaarrekening. Ze nemen verkeerde beslissingen omdat ze misleid worden over de onderliggende economische prestaties van de onderneming. Er is dan ook een sterk bewustzijn gegroeid dat er nood is aan ingrijpende maatregelen. Deze maatregelen moeten de geloofwaardigheid en de betrouwbaarheid van financiële informatie garanderen. *Corporate governance* of deugdelijk ondernemingsbestuur is overal ter wereld sterk op de voorgrond getreden in het post-Enron tijdperk. Er moet niet alleen rekening worden gehouden met de doelen van de aandeelhouders, maar ook met de welvaart of de belangen van andere stakeholders zoals de werknemers, kredietverstrekken, overheden, leveranciers of klanten. Ook zij zullen beïnvloed worden door de keuzes van de ondernemingsleiding. De impact van de ondernemingsactiviteiten op alle stakeholders moet dan ook geïnternaliseerd worden. Deze masterproef heeft als doelstelling na te gaan welk effect *corporate governance* en auditkwaliteit hebben op winstmanipulatie. Met behulp van een literatuurstudie en een empirisch onderzoek zal getracht worden een antwoord te formuleren op volgende onderzoeksvraag:

Zal een goed corporate governance-beleid, meer bepaald het naleven van de aanbevelingen uit de Code Buyse II omtrent de samenstelling en de werking van de Raad van Bestuur, en een kwalitatieve audit zorgen voor een lager niveau van earnings management en een hogere kwaliteit van de financiële verslaggeving bij grote, niet-beursgenoteerde ondernemingen?

Deze masterproef is opgebouwd uit verschillende delen. Na het formuleren van de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen in het eerste deel volgt een uitgebreide literatuurstudie. *Earnings management* kan omschreven worden als het plannen of het controleren van het boekhoud- en rapporteringssysteem door managers of bestuurders opdat zij bepaalde doelstellingen kunnen bereiken. Er zijn heel wat *incentives* of motieven om over te gaan tot winstmanipulatie. Een eerste voorbeeld zijn de politieke kosten. Te hoge winstniveaus roepen vragen op bij overheidsinstanties en stakeholdergroepen. Deze zullen verhoogde controles uitvoeren op de financiële staten of bijvoorbeeld de maximumprijzen herzien. Daarnaast worden er heel wat contracten opgesteld om de relaties tussen het management en de aandeelhouders of tussen het management en de schuldeisers te regelen. Bonuscontracten, schuldcontracten en ook de impliciete contracten zetten aan tot *earnings management*. Managers moeten bepaalde winstniveaus halen vooraleer ze een bonus krijgen. Schuldcontracten bevatten convenanten die niet gebroken mogen worden. Zo kunnen er bijvoorbeeld drempels zijn voor de liquiditeitsratio en de *interest coverage* ratio. Schuldeisers kunnen alle financiering terugvragen wanneer zulke convenanten gebroken worden. Impliciete contracten zijn ongeschreven regels die altijd opgevolgd moeten worden. Managers moeten bijvoorbeeld altijd trachten de winstverwachtingen van de eigenaars in te lossen. Het belangrijkste motief in België ligt in het drukken van de belastingen op het resultaat of de winst. Managers zullen kunstgrepen gebruiken om zo weinig mogelijk

winstbelasting te moeten betalen. Naast de motieven voor zijn er ook een aantal redenen waarom managers niet zouden overgaan tot winstmanipulatie. Een voorbeeld is een sterke institutionele context waarin veel controles worden gevoerd op de financiële staten en waarbij fraude zeer streng bestraft wordt.

Na een bondige toelichting van de motieven volgen enkele methodes om het winstcijfer te sturen. Managers kunnen vooreerst werkelijke beslissingen nemen. Men kan bijvoorbeeld een activum verkopen dat sterk onder- of overgewaardeerd is. Verder kan men agressieve en gelimiteerde prijskortingen geven om op korte termijn heel veel afzet te creëren. Dit kan men evenwel niet aanhouden in de toekomst. Daarnaast kan men het resultaat sturen door beslissingen op het vlak van bedrijfsfinanciering. Het vroegtijdig aflossen van leningen of het opnemen van extra schuldfinanciering, indien dit eigenlijk niet nodig is, zijn voorbeelden. Ook door middel van operationele beslissingen, zoals het verhogen van de productie om de vaste te kosten te spreiden, kan het winstcijfer gemanipuleerd worden. Wanneer men werkelijk beslissingen neemt kan men op korte termijn het winstcijfer beïnvloeden. Op de lange termijn kunnen zulke beslissingen echter negatief werken. Het management moet hier dan ook rekening mee houden. De belangrijkste groep van technieken situeert zich bij de boekhoudkundige acties. De boekhoudwetgeving laat enige flexibiliteit toe inzake de keuze voor bepaalde grondslagen en regels bij het opstellen van de jaarrekening. De voorraadwaarderings- en afschrijvingsmethodes zijn hier voorbeelden van. Daarnaast vereisen sommige balansposten schattingen, voorspellingen en beoordelingen van het management. Men kan bijvoorbeeld beslissen om voorzieningen aan te leggen. Dit zal een invloed hebben op het resultaat. Andere tools zijn de waardeverminderingen en de herwaarderingen. Bij het activeren van een actief dient men de levensduur te schatten. Over deze periode zal afgeschreven moeten worden. Bij leasing zal men naast de levensduur ook een schatting moeten maken van de restwaarde. Het al dan niet activeren van onderzoeks- en ontwikkelingskosten is een andere potentiële methode. De Belgische boekhoudwet laat zowel activatie toe als het ten laste leggen van zulke kosten op het resultaat. Een laatste methode, de '*sale-and lease back*' techniek, is een voorbeeld van een artificiële transactie waarmee het resultaat gestuurd kan worden. Het accountingkader tracht winstmanipulatie enigszins in te perken. Het Jaarrekeningbesluit bevat regels voor het waarderen van de balansposten. Daarnaast moet de jaarrekening steeds voldoen aan kwalitatieve kenmerken zoals persistentie, betrouwbaarheid, vergelijkbaarheid en relevantie.

Zoals aangehaald in paragraaf één kregen de debatten over *corporate governance* een nieuwe dimensie toen de grote boekhoudschandalen aan het licht kwamen. Het kan omschreven worden als de wijze waarop ondernemingen worden bestuurd en gecontroleerd en de wijze waarop hierover verantwoording wordt gegeven aan de diverse stakeholders. De golf van schandalen in de VS en daarna ook in Europa zorgden voor een evolutie. Vooreerst werd de *Sarbanes-Oxley Act* goedgekeurd in de VS. Er werden heel wat bepalingen gepubliceerd om het bestuur van ondernemingen te verbeteren en om het auditberoep meer te professionaliseren. Auditors hadden immers ook een belangrijk aandeel in de diverse schandalen omdat ze frauduleuze praktijken niet konden verhinderen. Daarna werden er wereldwijd heel wat '*best practice codes*' geschreven en gepubliceerd. Het *Cadbury Report*, gepubliceerd in de UK in 1992, wordt vaak omschreven als het vlaggenschip van de moderne *corporate governance codes*. Na enkele initiatieven, waaronder een

rapport in 1998 van het BXS (Beurs van Brussel), werd de Code Lippens voor beursgenoteerde bedrijven gepubliceerd in 2004. In 2005 zorgde de Commissie rond baron Paul Buysse voor een unicum. België was het eerste land ter wereld dat een code uitvaardigde voor niet-beursgenoteerde ondernemingen, namelijk de Code Buysse. Zowel de Code Lippens als de Code Buysse werd hierna herzien. Zo vervingen de Belgische Corporate Governance Code 2009 en de Code Buysse II de eerste versies in 2009. De Code Buysse II bevat hoofdstukken waarin aanbevelingen worden gegeven omtrent het oprichten van een Raad van Advies, het professionaliseren van het management, het controle- en risicobeheer en de bekendmaking van het *corporate governance* beleid van de onderneming. Daarnaast bezit de Code Buysse II bevat een specifiek hoofdstuk waarin aanbevelingen worden gegeven omtrent de samenstelling en werking van de Raad van Bestuur. Dit hoofdstuk is dan ook belangrijk voor het opstellen van de onderzoekshypothesen.

Na een uitgebreide literatuurstudie worden de onderzoekshypothesen opgebouwd en geformuleerd in het derde deel van deze masterproef. Vooreerst worden de onderzoekshypothesen opgesteld die gebaseerd zijn op de aanbevelingen uit het vijfde hoofdstuk van de Code Buysse II. Raden van bestuur moeten bijvoorbeeld trachten om externe bestuurders op te nemen. Zulke personen zijn immers gemotiveerd om hun controletaken zo effectief en correct mogelijk uit te voeren. Er bestaat immers een externe markt voor bestuurders die hen straft wanneer er bewust fouten worden gemaakt. Externe bestuurders zijn dus bezorgd om hun reputatie, die een invloed zal uitoefenen op het verkrijgen van bijkomende mandaten bij andere ondernemingen. Er bestaat dan ook een negatief verband met het niveau van winstmanipulatie. Naast het opnemen van externe leden moet men ook zorgen voor diversiteit. Dit kan door het opnemen van personen met een verschillend diploma, achtergrond, geslacht of nationaliteit. Vrouwen worden gekenmerkt door een participatieve managementstijl en een hoge sensitiviteit voor gevoelige thema's, zoals winststuring en *corporate social responsibility*. Verder zijn ook ze ook democratische ingesteld dan mannen en zijn ze vaker aanwezig op vergaderingen. Dit zorgt ervoor dat het aantal vrouwen negatief gerelateerd is aan winstmanipulatie. De volgende hypothese handelt over de grootte van de Raad van Bestuur. De *organizational theory* stelt dat te weinig personen zorgen voor inefficiëntie, maar wanneer de groep te groot wordt dan zullen de groepsprocessen ook verslechteren. Men moet ervoor zorgen dat er genoeg personen bij elkaar worden gebracht die complementair zijn. Dit zal leiden tot een betere uitoefening van de controle- en monitoringsrol. Er bestaat dus een omgekeerd U-vormig verband tussen de grootte van de Raad van Bestuur en winstmanipulatie. Vervolgens zal het aantal vergaderingen ook een uitdrukking zijn van de monitoringseffectiviteit van de Raad van Bestuur. Hoe meer vergaderingen, hoe beter de raad haar taken kan uitoefenen. Er bestaat dan ook een negatief verband met *earnings management*. Een aanbeveling waarin veel belang wordt gehecht is het vermijden van CEO dualiteit. Er kan gesproken worden over dualiteit wanneer éénzelfde persoon zowel CEO is als voorzitter van de Raad van Bestuur. In deze situatie zou de CEO te veel macht krijgen, de agenda van de Raad van Bestuur naar zijn hand zetten en de andere bestuurders dus verhinderen in het effectief uitoefenen van hun controle- en monitoringsrol. Dualiteit is dus positief gerelateerd met *earnings management*. De laatste aanbeveling waaruit een hypothese wordt afgeleid is het oprichten van een auditcomité. Dit comité oefent een rechtstreekse invloed uit op de boekhoud- en financiële rapporteringsprocessen van de onderneming. Het moet continu deze processen overzien en kan hierbij interne controle- en

risicobeheerssystemen instellen. Een auditcomité zorgt dus voor minder winstmanipulatie. Wanneer er geen auditcomité is, dan kunnen de taken worden uitgeoefend door de Raad van Bestuur in zijn geheel. Het opnemen van bestuurders met financiële achtergronden kan hierbij aangewezen zijn. Zij kunnen het niveau van winstmanipulatie ook inperken.

Naast het opstellen van hypothesen die gebaseerd zijn op de Code Buyse II zal het effect van auditkwaliteit op winstmanipulatie onderzocht worden. Omdat auditors niet in staat waren geweest om bepaalde fraudegevallen te ontdekken werden er maatregelen genomen ten opzichte van het beroep in het post-Enron tijdperk. Auditkwaliteit bestaat volgens de literatuur uit twee componenten. De eerste component is de waarschijnlijkheid dat de auditor onjuistheden in de boekhouding van de klant ontdekt. De tweede component is het effectief rapporteren van deze onjuistheden. Andere definiëringen stellen dat een kwalitatieve audit een audit is die in overeenstemming is met de GAAS (*Generally Accepted Auditing Standards*). In de academische literatuur bestaan er verschillende maatstaven voor auditkwaliteit, zoals de grootte van het kantoor of industriespecialisatie. De grotere auditkantoren of de Big4 zijn financieel gezien minder afhankelijk van een klant dan de kleine, nationale kantoren. Daarnaast trachten ze ten alle tijden rechtszaken te vermijden. Rechtszaken als gevolg van fouten in de externe controle zullen immers zorgen voor imago- of reputatieschade, zowel op nationaal als internationaal vlak. Dit zorgt ervoor dat de Big4 kantoren een hogere auditkwaliteit aanbieden. Zij zullen dus effectiever zijn in het beperken van winstmanipulatie.

Het laatste deel van deze masterproef bestaat uit het empirische onderzoek en de conclusies. De definitieve steekproef voor het testen van de onderzoekshypothesen bestaat uit 282 grote, privaatrechtelijke NV's die rapporteren volgens volledig schema en onderworpen zijn aan een externe controle. De gegevens voor de nodige testen werden verzameld via een enquête over de *governance* karakteristieken van de Raad van Bestuur en via de Belfirst database, die jaarrekeninggegevens bezit van Belgische ondernemingen. De modellen, opgebouwd in het zevende hoofdstuk, worden getest met behulp van het statistische programma 'SPSS voor windows'.

Aangaande de centrale onderzoeksvraag kan volgend besluit genomen worden: zowel de aanbevelingen uit de Code Buyse II als auditkwaliteit zijn geen goede moderators voor het niveau van *earnings management*. Enkel de aanbeveling omtrent diversiteit, namelijk het opnemen van vrouwen in de Raad van Bestuur, zal zorgen voor een lager niveau van winstmanipulatie. De relatie tussen de grootte van de raad en winstmanipulatie is zoals verwacht een omgekeerd U-vormig verband. Wanneer er zeven, acht of negen bestuurders zijn dan is de negatieve impact op winstmanipulatie het grootst. Vanaf negen bestuurders is de Raad van Bestuur positief gerelateerd aan *earnings management*. Externe bestuurders, het aantal vergaderingen en Big4 controles zorgen niet voor een lager niveau van *earnings management* maar zijn daarentegen positief gerelateerd aan winstmanipulatie. Voor alle andere onderzoekshypothesen kon geen verband afgeleid worden. Daarnaast kan uit dit empirisch onderzoek een positief verband afgeleid worden tussen de schuldgraad en winstmanipulatie en een negatief verband tussen de grootte van de onderneming, gemeten door het totaal der activa, en *earnings management*.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	
Samenvatting	
Inhoudsopgave	
Lijst van afkortingen	
Lijst van figuren	
Lijst van tabellen.....	
Hoofdstuk 1: De probleemstelling	1
1.1 Omschrijving en situering van het praktijkprobleem.....	1
1.2 Het onderzoeksprobleem	4
1.2.1 Centrale onderzoeksvraag	4
1.2.2 Deelvragen.....	5
1.3 Onderzoeksopzet.....	6
1.3.1 Onderzoeksbepkeringen	6
1.3.2 Onderzoeksproces	6
Hoofdstuk 2: Winstmanipulatie of earnings management	9
2.1 Definiëring.....	9
2.2 Motieven voor earnings management.....	12
2.2.1 Politieke kosten.....	12
2.2.2 Contractuele perspectieven.....	12
2.2.2.1 Bonuscontracten	13
2.2.2.2 Schuldcontracten.....	14
2.2.2.3 Impliciete contracten	15
2.2.3 Belastingen	16
2.2.4 Andere motieven.....	17
2.3 Motieven tegen earnings management	19
Hoofdstuk 3: Technieken van earnings management	21
3.1 Werkelijke beslissingen	21
3.1.1 Verkoopsbeslissingen.....	21
3.1.2 Investerings- en financieringsbeslissingen	22
3.1.3 Operationele beslissingen	23
3.2 Boekhoudkundige acties.....	24

3.2.1 Flexibiliteit in de keuze van waarderingmethoden.....	24
3.2.1.1 Voorraadwaarderingmethode	25
3.2.1.2 Afschrijvingsmethode	25
3.2.2 Schattingen, voorspellingen en beoordelingen.....	26
3.2.2.1 Voorzieningen.....	26
3.2.2.2 Waardeverminderingen.....	27
3.2.2.3 Herwaarderingen	27
3.2.2.4 Levensduur en restwaarde	27
3.2.2.5 Research & Development	28
3.2.2.6 Voorraden	28
3.2.3 Keuzevrijheid: beperkingen	28
3.3 Artificiële transacties.....	30
Hoofdstuk 4: Corporate governance en earnings management	31
4.1 Gevolgen van earnings management	31
4.1.1 Reputatie en persoonlijke gezondheid	31
4.1.2 Kapitaalmarkt	32
4.1.3 Wijzigingen in het governance beleid	32
4.1.4 Kritische bedenking	33
4.2 Corporate governance in Europa	34
4.2.1 Corporate governance: definiëring.....	34
4.2.2 De evolutie van corporate governance wereldwijd en in Europa.....	35
4.2.3 Verschillen tussen Europese lidstaten.....	36
4.3 Corporate governance in België.....	39
4.3.1 De eerste Belgische initiatieven.....	39
4.3.2 Code voor beursgenoteerde ondernemingen	40
4.3.3 Code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen.....	40
4.3.3.1 Evolutie	41
4.3.3.2 Inhoud.....	43
4.3.3.3 Hoofdstuk vijf: een actieve raad van bestuur	44
4.3.4 Evolutie van aanbevelingen naar wetgeving.....	47
Hoofdstuk 5: Samenstelling en werking van de raad van bestuur: hypotheseopbouw....	51
5.1 De 'invloed van externe bestuurders' hypothese.....	51
5.2 De 'invloed van diversiteit tussen bestuursleden' hypothese	53

5.3 De 'invloed van de grootte van de RvB' hypothese	55
5.4 De 'invloed van het aantal vergaderingen' hypothese	56
5.4.1 Het aantal bijeenkomsten van de RvB en EM	56
5.4.2 Insiders, bestuursvergaderingen en EM	57
5.5 De 'CEO dualiteit' hypothese	57
5.5.1 CEO dualiteit en EM	58
5.5.2 CEO dualiteit, bestuursvergaderingen en EM	59
5.6 De 'invloed van een auditcomité' hypothese	60
Hoofdstuk 6: Auditkwaliteit en earnings management: hypotheseopbouw	63
6.1 Controle van de jaarrekening in België	63
6.2 Auditkwaliteit: definiëring	64
6.3 Maatstaven van auditkwaliteit	65
6.3.1 De grootte van het auditkantoor	65
6.3.2 De specialisatie van de auditor in een specifieke branche of sector	66
6.3.3 De duur van de auditor-cliënt relatie	66
6.3.4 De vergoeding voor de controleopdracht	66
6.4 Onderzoekshypothesen	67
6.4.1 Auditkwaliteit en EM	67
6.4.2 Auditkwaliteit: interactie-effecten	69
Hoofdstuk 7: Opbouw van de regressiemodellen	71
7.1 Afhankelijke variabele	71
7.1.1 Meting van winstmanipulatie	71
7.1.2 Modellen voor het schatten van de discretionaire accruals	72
7.1.2.1 Overzicht van de belangrijkste modellen	73
7.1.2.2 Gehanteerde model binnen deze masterproef	74
7.2 Verklarende- en interactievariabelen	76
7.2.1 Onafhankelijke of verklarende variabelen	76
7.2.2 Interactievariabelen	76
7.3 Controlevariabelen	77
7.4 Overzicht van de variabelen uit de regressiemodellen	78
7.5 Meervoudige regressiemodellen	80
7.5.1 Onafhankelijke variabelen	80
7.5.2 Interactievariabelen	83

Hoofdstuk 8: Het empirische onderzoek	85
8.1 De steekproef	85
8.2 Beschrijvende statistiek.....	87
8.3 Onafhankelijke variabelen: onderzoeksresultaten	88
8.3.1 Outliers.....	88
8.3.2 Multicollineariteit.....	88
8.3.3 Homoscedasticiteit en heteroscedasticiteit	90
8.3.4 Resultaten van de regressiemodellen en bespreking	91
8.4 Interactievariabelen: onderzoeksresultaten.....	96
8.4.1 Outliers, multicollineariteit en homoscedasticiteit	96
8.4.2 Resultaten van de regressiemodellen en bespreking	96
8.4.2.1 Vergaderingen, insiders en EM	97
8.4.2.2 Vergaderingen, CEO dualiteit en EM	98
8.4.2.3 CEO dualiteit, insiders, auditkwaliteit en EM	99
Hoofdstuk 9: Conclusies	101
9.1 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen	101
9.1.1 Verkennende literatuurstudie	101
9.1.2 Empirische onderzoek	102
9.2 Bijdrage aan de bestaande academische literatuur.....	105
9.3 Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek.....	105
Lijst van de geraadpleegde werken	107
Lijst van de bijlagen	

Lijst van afkortingen

Big4	Big Four (Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG en PricewaterhouseCoopers)
Big6	Big Six (Deloitte & Touche, Ernst & Young, KPMG, PricewaterhouseCoopers, Arthur Andersen en Coopers & Lybrand)
BVBA	Besloten Vennootschap met Beperkte Aansprakelijkheid
BXS	Brusselse Beurs
CBFA	Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen
CEO	Chief Executive Officer
CG	Corporate Governance
DA	Discretionaire Accruals
EC	Europese Commissie
EM	Earnings Management
EU	Europese Unie
E&Y	Ernst & Young
FBnet	Family Business Network
FIFO	First in First out
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GAAS	Generally Accepted Auditing Standards
IAASB	International Auditing & Assurance Standards Board
IBR	Instituut van de Bedrijfsrevisoren
IFB	Instituut voor het Familiebedrijf
IFRS	International Financial Reporting Standards
ISA	International Standard of Auditing
JB	Jaarrekeningbesluit
KPMG	Klynveld Peat Marwick Goerdeler
LIFO	Last in First out
NACFE	National Association of Certified Fraud Examiners

NBB	Nationale Bank van België
NDA	Niet-Discretionaire Accruals
NV	Naamloze Vennootschap
PwC	PricewaterhouseCoopers
RvB	Raad van bestuur
R&D	Research & Development
SOX	Sarbanes-Oxley
TA	Totale Accruals
UCM	Union des Classes Moyennes
UNIZO	Unie van Zelfstandige Ondernemers
VBO	Verbond van Belgische Ondernemingen
VZW	Vereniging Zonder Winstoogmerk
W.Venn.	Wetboek van Vennootschappen

Lijst van figuren

Figuur 2.1: Gradaties van EM	11
Figuur 8.1: Puntenwolk (model 1-4)	91

Lijst van tabellen

Tabel 7.1: Overzicht van de variabelen uit de regressiemodellen	78
Tabel 8.1: Beschrijvende statistiek	87
Tabel 8.2: Detectie outliers (model 1-4)	88
Tabel 8.3: Pearson correlatiecoëfficiënten	89
Tabel 8.4: VIF-waarden regressors (model 1-4)	90
Tabel 8.5: Samenvatting (regressiemodel 1-4)	91
Tabel 8.6: ANOVA-tabel (model 1-4)	92
Tabel 8.7: Regressiecoëfficiënten (model 1-2)	92
Tabel 8.8: Regressiecoëfficiënten (model 3-4)	93
Tabel 8.9: Samenvatting (regressiemodel 5-8)	96
Tabel 8.10: ANOVA-tabel (model 5-8)	97
Tabel 8.11: Hypothese 5: regressiecoëfficiënten	97
Tabel 8.12: Hypothese 7: regressiecoëfficiënten	98
Tabel 8.13: Hypothese 10 en 11: regressiecoëfficiënten	99

Hoofdstuk 1: De probleemstelling

Als inleidend hoofdstuk van deze masterproef wordt een situering gegeven van het onderwerp en een analyse van het praktijkprobleem. Vervolgens wordt dit vertaald in de centrale onderzoeksvraag en worden er enkele bijhorende deelvragen geformuleerd. Deze deelvragen geven het kader weer waarbinnen deze masterproef zich bevindt. Verder zullen de deelvragen een hulpmiddel zijn bij het formuleren van een algemene conclusie betreffende het onderwerp van deze masterproef. Dit hoofdstuk wordt afgesloten met een korte bespreking van de onderzoeksopzet en er wordt verantwoording gegeven voor de gekozen onderzoeksstrategieën.

1.1 Omschrijving en situering van het praktijkprobleem

Het voeren van een correcte en volledige boekhouding is een bedrijfseconomische noodzaak (Van Hulle, Lybaert en Maes, 2010). Het is een informatiesysteem waarin de economische en juridische gegevens, die betrekking hebben op de onderneming, geregistreerd, gesynthetiseerd en geanalyseerd worden. Vele ondernemingen in België zijn opgericht als kapitaalvennootschappen. Deze rechtsvorm beperkt de aansprakelijkheid tot het door de aandeelhouders toegezegde kapitaal. Voorbeelden zijn de NV's en de BVBA's. Kapitaalvennootschappen zijn verplicht om jaarlijks verslag uit te brengen aan de algemene vergadering van aandeelhouders over de financiële toestand van de onderneming. Door middel van het opstellen en het bekendmaken van de jaarrekening wordt rekenschap en verantwoording afgelegd. Dit verslag over de financiële toestand van onderneming, dat gesteund is op de boekhouding, is gebonden aan talrijke voorschriften. Een belangrijk cijfer uit de jaarrekening is het winstcijfer. De winsten geven namelijk de *bottom line* weer van het bedrijf en geven een samenvatting van de financiële prestaties van de onderneming. De jaarrekening is dan ook een belangrijke bron van informatie voor diverse partijen of stakeholders. Naast de aandeelhouders zijn er heel wat andere potentiële gebruikers. Voorbeelden zijn de werknemers, de leveranciers, financiële instellingen en de overheid. Zij baseren zich bij belangrijke beslissingen op de cijfers uit de jaarrekening. Om de meest optimale beslissing te kunnen nemen hebben zij nood aan waarheidsgetrouwe informatie. Ondernemingen moeten met andere woorden streven naar financiële staten die een zo getrouw mogelijk beeld geven van de werkelijkheid. Managers kunnen echter gemotiveerd zijn om de resultaten te rooskleurig voor te stellen. Het getrouwe beeld wordt hierdoor geschaad en de diverse stakeholders nemen verkeerde beslissingen. Omdat de groep van stakeholders die afhankelijk is van jaarrekeninginformatie zo groot is kan winstmanipulatie dan ook als een groot maatschappelijk probleem aanschouwd worden.

In 2001 en 2002 kwam men tot de ontdekking dat grote internationale bedrijven zoals Worldcom en Enron fraude hadden gepleegd. In de jaren nadien kwamen nog enkele andere boekhoudschandalen aan het licht bij internationale ondernemingen zoals Parmalat, Shell, Adecco en de Belgische onderneming Lernout & Hauspie. Mulford en Comisky (2002) stellen dat alle soorten van bedrijven, onafhankelijk van de grootte of de levensfase waarin men zich bevindt, geassocieerd kunnen worden met creatieve boekhoudpraktijken. De vele schandalen doen de vraag rijzen of de jaarrekeninggegevens wel kloppen? Geeft de gepubliceerde jaarrekening wel een

getrouw beeld van de werkelijke toestand van een onderneming aan het einde van het boekjaar? De geloofwaardigheid van de financiële informatie daalde en het publiek verloor haar vertrouwen in de financiële markten na de vele fraudegevallen. De frauduleuze praktijken riepen dan ook op tot een grondig debat over de kwaliteit van de financiële verslaggeving. Het fenomeen EM (*Earnings Management*) heeft dan ook zeer veel aandacht gekregen in het post-Enron tijdperk. Healy en Wahlen (1999) definiëren EM als het gebruik van voorkennis door managers in de financiële rapportering. Dankzij deze voorkennis misleiden ze de aandeelhouders over de onderliggende economische prestaties van de onderneming en trachten ze bepaalde contractuele uitkomsten, die afhankelijk zijn van gerapporteerde gegevens uit de financiële staten, te beïnvloeden. Volgens Niskanen, Karjalainen en Niskanen (2011) kan het bezit van private informatie managers of bedrijfsleiders motiveren om de belangen van de diverse stakeholders te negeren en te handelen in eigenbelang. Wanneer bedrijfsleiders bovendien almaar meer eigen aandelen bezitten zullen ze nog meer geneigd zijn in eigenbelang te handelen.

Diverse studies op Amerikaans en Brits grondgebied hebben drie belangrijke *incentives* aangevoerd als reden voor winststuringsgedrag. Een eerste belangrijke prikkel volgens Dechow, Richardson en Tuna (2000) is het vermijden van gerapporteerde verliezen of gedaalde winsten. Managers vergeten op een opportunistische wijze slechte prestaties te rapporteren. De tweede prikkel volgens Degeorge, Patel en Zeckhauser (1999) is het systematisch lager rapporteren van te hoge winsten. Wanneer de niet-gemanipuleerde winsten contractueel bepaalde drempels met grote bedragen overschrijden, dan zal men de neiging hebben om de gerapporteerde winsten te verlagen. Zo geven Healy (1985), Gaver, Gaver en Austin (1995) en Holthausen, Larcker en Sloan (1995) als hoofdreden aan dat de bonussen van managers, die afhankelijk zijn van bepaalde prestatie maatstaven uit de jaarrekening, bij zulke drempels aan hun top zitten en men er toch niet meer kan uithalen. Managers zijn ook bang dat bij te hoge winsten de toekomstige winst-gebaseerde *performance targets* zullen verhoogd worden. Men spreidt dus liever de winsten om jaar na jaar de vastgelegde budgetten of drempels te halen en dus ook verzekerd te zijn van een bonus. Dit fenomeen wordt ook wel eens *income smoothing* genoemd. Een derde prikkel volgens Peasnell, Pope en Young (2005) is de toename van monitoringsactiviteiten wanneer bepaalde verliezen of gedaalde winsten gerapporteerd worden. Zowel de aandeelhouders als de Raad van Bestuur zullen hun monitoringsactiviteiten opvoeren om na te gaan wie schuld treft. Wanneer een principaal of aandeelhouder en de agent of manager conflicterende belangen hebben, dan zullen de kosten voor het meten van het gedrag van de manager hoog zijn. Deze verhoogde monitoringskosten, ook agency kosten van het management genoemd, zullen worden opgevangen door een gereduceerde compensatie voor de bedrijfsvoering. Verder kunnen gerapporteerde verliezen of gedaalde winsten ook de kans verhogen op een toekomstig ontslag. Managers hebben er dus alle baat bij om de het gerapporteerde resultaat beter voor te stellen dan de onderliggende werkelijkheid.

Naar aanleiding van de schandalen bij Enron en Worldcom groeide het besef dat men zo snel mogelijk maatregelen moest nemen om het vertrouwen in de kapitaalmarkten terug te herstellen. Er was nood aan regelgevingen en initiatieven om de problematiek omtrent EM aan te pakken. Het begrip CG (*corporate governance*) of deugdelijk bestuur heeft dan ook veel aandacht gekregen in

deze periode. CG kan volgens Allen en Berkley (2003) kort omschreven worden als een '*matter of structures and practices*' om de tegengestelde belangen tussen stakeholders en het management te reduceren. Een belangrijke aanzet tot verandering werd gezet in de VS. Senator Paul Sarbanes en congreslid Michael Oxley dienden een wetsvoorstel in en eind juli 2002 werd de SOX-wetgeving (Sarbanes-Oxley Act) ingevoerd door de Amerikaanse Senaat (Dumortier, 2005). Deze wet kan samengevat worden als een verzameling voorschriften om belangenconflicten te vermijden en de kwaliteit van de financiële verslaggeving te verhogen. Het wil aanzet geven tot deugdelijk bestuur, meer interne controles en correcte financiële staten. Deze wet gold in beginsel enkel voor Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven, hun buitenlandse filialen en internationale bedrijven met een Amerikaanse beursnotering. Cohen, Krishnamoorthy en Wright (2010) stellen vast de SOX-wetgeving wel degelijk een impact heeft gehad. Auditcomités leggen bijvoorbeeld meer professionalisme in het monitoren van de financiële staten.

De achterliggende gedachte van de SOX-wetgeving werd hierna ook overgenomen door bepaalde Europese landen omdat ook zij met boekhoudschandalen te kampen hadden. Er werden dan ook heel wat CG codes geschreven, op vraag van de Europese Commissie. Voorbeelden van '*best practice codes*' die geschreven werden in België zijn de Code Lippens voor beursgenoteerde ondernemingen en de Code Buysse voor niet-beursgenoteerde ondernemingen (Dumortier, 2005). De eerste initiatieven omtrent CG in België vonden reeds plaats eind jaren '90. Zo hebben het VBO (Verbond van Belgische Ondernemingen), het CBF (Commissie voor Bank- en Financieuzen) en de Euronext Brussel eigen aanbevelingen uitgeschreven in 1998. Deze aanbevelingen vormden echter geen homogene code. De Code Lippens en de Code Buysse II waren dan ook belangrijke hervormingen op het vlak van CG in België naast de CG Wet van 22 augustus 2002. Deze wetswijzing zorgde voor enkele nieuwe artikelen in het Wetboek van Vennootschappen. De eerste debatten over deugdelijk ondernemen vonden plaats in de jaren '90. Desondanks kon men in de beginfase van CG grote frauduleuze praktijken niet voorkomen. Een studie van Cohen et al. (2010) toont dan ook aan dat auditors grote verschillen zien in het CG milieu sinds de invoering van de SOX-wetgeving. Het CG domein is sindsdien almaar meer geëvolueerd om zoveel mogelijk controle te krijgen over financiële rapportering en deugdelijk bestuur te waarborgen.

Verder mag er gesteld worden dat de auditwereld niet onbesproken is in de debatten over winstmanipulatie. Daar de auditor een belangrijk knippenlicht is in het ontdekken van financiële fraude kan men zich ook vragen stellen bij zijn/haar professionaliteit in geval van nalatigheid. Giroux (2004) heeft alle grote schandalen op een rijtje gezet en hieruit blijkt dat zelfs auditors van de Big4 kantoren (Deloitte, Ernst & Young, PwC en KPMG) niet in staat waren geweest bepaalde fraudezaken tijdig aan licht te brengen. Sinds de uitbraak van de vele schandalen en om winststuring te voorkomen kiezen bedrijven met hoge *agency costs* volgens Niskanen et al. (2011) dan ook voor gereputeerde, kwaliteitsvolle auditors om de doelen gelijk te stemmen. Ook Piot (2005) komt tot een dergelijke conclusie: een '*high-profile*' auditor zorgt voor een versterking van het monitoringssysteem.

Naar aanleiding van de vele schandalen wordt in deze masterproef het effect van bepaalde monitoringsmechanismen op EM onderzocht. Er zal meer bepaald onderzocht worden of het doorvoeren van aanbevelingen uit de CG codes EM kan beperken en de kwaliteit van de financiële

verslaggeving kan verhogen. Vermits deze masterproef een empirische studie voert bij niet-beursgenoteerde ondernemingen zal de Code Buysse II van belang zijn. Een belangrijke aanbeveling uit de Code Buysse II is het instellen van een actieve RvB (Raad van Bestuur) in de onderneming. De bepalingen hieromtrent adviseren niet-beursgenoteerde ondernemingen om een bepaalde structuur vast te leggen binnen de RvB en specifieke, adviserende comités op te richten. Er wordt dan ook getracht het effect te meten van enkele karakteristieken van de RvB op EM. Naast deze voorschriften uit de Code Buysse II wordt ook het effect gemeten van de auditkwaliteit op EM. Welke auditors worden ingeschakeld bij controle van de financiële staten? Heeft een verschil in auditkwaliteit een effect op EM. Er zijn reeds veel studies over EM gevoerd in het buitenland, vooral in de Angelsaksische landen. In België zijn onder meer de empirische studies van Vander Bauwhede en Willekens (2003a) en Jans en Lybaert (2007) zeer interessant. Deze academische studies zullen dan ook een belangrijke bron van informatie zijn in de literatuurstudie en in het opbouwen van verwachtingen.

1.2 Het onderzoeksprobleem

1.2.1 Centrale onderzoeksvraag

In het voorafgaande praktijkprobleem werd duidelijk dat winststuring door de bedrijfsvoering een belangrijk maatschappelijk thema is geworden. Het doel van deze masterproef is een inzicht te verwerven in het effect van enkele voorschriften uit de CG Code Buysse II en auditkwaliteit op EM en hoe de monitoringsmechanismen dus de kwaliteit van rapportering kunnen verhogen. De gehanteerde maatstaf voor het meten van de kwaliteit van de financiële verslaggeving is dan ook EM of winstmanipulatie. De centrale onderzoeksvraag binnen deze masterproef luidt:

Zal een goed CG-beleid, meer bepaald het naleven van de aanbevelingen uit de Code Buysse II omtrent de samenstelling en de werking van de RvB, en een kwalitatieve audit zorgen voor een lager niveau van EM en een hogere kwaliteit van de financiële verslaggeving bij grote, niet-beursgenoteerde ondernemingen?

In de academische wereld zijn de meeste empirische studies naar EM gevoerd bij publieke bedrijven. In België echter bestaat het bedrijfseconomische landschap voornamelijk uit privaatrechtelijke, familiale vennootschappen. Deze zijn op een aantal punten zeer verschillend van publieke bedrijven. Deze masterproef heeft dan ook betrekking op niet-beursgenoteerden. Beursgenoteerde vennootschappen zijn volgens artikel 4 W.Venn. vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot verhandeling op een gereguleerde markt in de zin van artikel 2, 3° van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten. In deze masterproef worden dus enkel ondernemingen betrokken die niet onder bovenstaande definiëring vallen.

Verder zullen enkel de grote, niet-beursgenoteerde vennootschappen betrokken worden. Zij moeten hun jaarrekening opstellen volgens het volledige schema. Kleine en middelgrote ondernemingen mogen hun jaarrekening volgens verkort schema opstellen. Bepaalde informatie die noodzakelijk is in dit empirisch onderzoek kan echter niet gehaald worden uit de jaarrekening volgens verkort schema. Daarnaast verplicht de wetgeving de grote ondernemingen om een

bedrijfsrevisor aan te stellen ter controle van de jaarrekening. Deze verplichting is er niet voor de kleine of middelgrote vennootschappen. Een onderneming zal volgens artikel 15 W.Venn. als groot beschouwd worden indien ze in het laatst en voorlaatst afgesloten boekjaar meer dan één van de volgende drempels heeft overgeschreden:

- Jaargemiddelde van het personeelsbestand: 50;
- Jaaromzet (exclusief btw): 7 300 000 euro;
- Balanstotaal: 3 650 000 euro.

Daarnaast wordt men altijd als groot beschouwd indien het jaargemiddelde van het personeelsbestand meer dan 100 bedraagt.

1.2.2 Deelvragen

Vanuit de centrale onderzoeksvraag worden er enkele deelvragen geformuleerd. Deze zullen zorgen voor een sterk onderbouwde conclusie of dienen als een interessante aanvulling bij het onderwerp van deze masterproef. Volgende deelvragen kunnen gesteld worden bij de centrale onderzoeksvraag:

- Wat is EM of winstmanipulatie?
- Welke zijn de motieven om over te gaan tot EM? Welke zijn de mogelijke technieken om de winsten te sturen?
- Wat is CG? Hoe kan CG een invloed uitoefenen op EM?
- Hoe kan auditkwaliteit gedefinieerd worden? Welke maatstaven zijn er voor auditkwaliteit?
- Worden de aanbevelingen uit de Code Buysse II omtrent het creëren van een actieve RvB opgevolgd?
- Welke invloed oefenen externe bestuurders en vrouwelijke bestuursleden binnen de RvB uit op het niveau van EM?
- Welk verband bestaat er tussen de grootte van de RvB en EM?
- Zorgt een hoger aantal vergaderingen van de RvB voor een lager niveau van EM? Indien er een negatief verband is tussen het aantal vergaderingen en EM, zal dit verband afgezwakt worden door een hoger aantal insiders in de RvB?
- Kan een hoger niveau van EM waargenomen worden indien er CEO dualiteit is? Indien er een negatief verband is tussen het aantal vergaderingen en EM, zal dit verband minder negatief of afgezwakt worden door CEO dualiteit?
- Heeft het oprichten van een auditcomité of het aanstellen van bestuurders met een financiële achtergrond een effect op EM? Bestaat er een negatief verband tussen auditkwaliteit en het niveau van EM?

- Indien er een positief verband bestaat tussen CEO dualiteit of een *insider dominated* RvB en EM, kan dit positieve verband afgezwakt worden door een hogere auditkwaliteit?

1.3 Onderzoeksopzet

1.3.1 Onderzoeksbependingen

De vennootschappen met de rechtsvorm van BVBA worden niet opgenomen in dit empirisch onderzoek. Volgens artikel 255 W.Venn. worden zij bestuurd door één of meerdere personen, ook wel eens de zaakvoerder(s) genoemd. Het is niet zinvol om CG-karakteristieken te onderzoeken in vennootschappen die bestuurd worden door slechts één persoon.

In deze masterproef zal de focus daarom gelegd worden op grote, niet-beursgenoteerde ondernemingen met de rechtsvorm van NV. Deze zijn volgens artikel 517 en 518 W.Venn. verplicht om ten minste drie bestuurders aan te stellen. Indien er slechts twee aandeelhouders zijn dan mag de RvB uitzonderlijk bestuurd worden door twee personen. Artikel 521 W.Venn. stelt dat deze bestuurders een college vormen en de verplichtingen van de RvB worden vastgelegd in artikel 522 W.Venn.

Vennootschappen die te weinig informatie beschikbaar stellen over hun financiële staten of over de samenstelling, structuur en werking van hun RvB komen niet in aanmerking voor dit empirisch onderzoek. Er is dan ook een grote afhankelijkheid van de Belfirst databank, die jaarrekeninginformatie verschaft, en van de bereidheid tot antwoorden op de enquête.

1.3.2 Onderzoeksproces

Het onderzoeksproces in deze masterproef bestaat achtereenvolgens uit een uitgebreide literatuurstudie over EM en CG, een enquête via e-mail bij grote, privaatrechtelijke NV's en een statistische analyse op gegevens uit de Belfirst database en op de antwoorden uit de enquête.

In een eerste fase zal er gebruik worden gemaakt van een literatuurstudie om een theoretisch inzicht te verkrijgen in de problematiek omtrent EM, het begrip CG en de externe controle van de jaarrekening. Er wordt hierbij gebruik gemaakt van primaire en secundaire bronnen zoals handboeken, cursussen, eindverhandelingen en wetenschappelijke publicaties uit vaktijdschriften. Om deze literatuur op te zoeken werd er gebruik gemaakt van elektronische zoekmachines zoals EBSCOhost en Atoz. De toegang tot deze zoekmachines en de inhoud ervan werd verkregen via de bibliotheek van de U Hasselt. Hiernaast boden elektronische zoekmotoren op het internet, zoals 'Google Scholar', een hulp bij het zoeken naar relevante internetbronnen en teksten. Aan de hand van deze literatuurstudie zullen de onderzoekshypothesen opgesteld worden.

Na de literatuurstudie zal er een enquête opgesteld en verzonden worden naar grote, privaatrechtelijke NV's in België. Met behulp van deze enquête zal achterhaald worden of zij de aanbevelingen uit de Code Buyse II, die betrekking hebben op de oprichting van een actieve RvB, opvolgen. Deze informatie zal als input dienen voor de statistische analyses. De e-mailadressen werden gehaald uit de Belfirst databank van Bureau Van Dijk. De steekproef zal samengesteld zijn uit de vennootschappen die positief en volledig geantwoord hebben op de enquête via e-mail.

In het derde en laatste deel van deze masterproef zal met behulp van het statische programma 'SPSS voor Windows' een regressieanalyse uitgevoerd worden op jaarrekeninggegevens uit de Belfirst databank en op de antwoorden uit de enquête. Via lineaire, meervoudige regressiemodellen zal het effect van verscheidene onafhankelijke- en interactievariabelen onderzocht worden op het niveau van EM. EM wordt gemeten aan de hand van de discretionaire of onverwachte *accruals*. De berekening van de discretionaire *accruals* voor de vennootschappen uit de steekproef zal gebeuren via het DeAngelo Model uit 1986.

Hoofdstuk 2: Winstmanipulatie of earnings management

De neerslag van het financiële reilen en zeilen van een onderneming is de jaarrekening. Iedereen heeft belangstelling voor de financiële situatie van de onderneming. Leveranciers willen weten of hun klanten kredietwaardig zijn. Klanten zijn op hun beurt geïnteresseerd in de financiële draagkracht van hun leveranciers. Kredietverleners wensen duidelijkheid over het vermogen om kapitaalaflossingen en interesten te betalen. Werknemers denken op de eerste plaats aan werkzekerheid. Voor eigenaars is dan weer de waarde van hun participatie van belang (IBR, 2002).

Het objectief van boekhoudinformatie bestaat eruit de financiële en economische realiteit zo goed mogelijk weer te geven en als dusdanig ook de prestaties van de onderneming (Palepu, Healy en Peek, 2010). De gerapporteerde winst uit de jaarrekening is een belangrijke maatstaf van bedrijfsperformantie en de verschillende stakeholders baseren hun economische beslissingen dan ook op dit winstcijfer (Vander Bauwhede, Gaeremynck en Willekens, 2000a). Het winstcijfer van een onderneming wordt beïnvloedt door het operationele succes en de operationele-, financiële- en investeringsbeslissingen. Het niveau van de winst kan echter ook gemanipuleerd of gestuurd worden door managers. Ze zullen hun private informatie gebruiken om de financiële staten te beïnvloeden. Er is dus sprake van informatie-asymmetrie tussen de opsteller en de gebruiker van de jaarrekening.

Een dimensie van rapporteringskwaliteit is de winstkwaliteit. De dimensies van winstkwaliteit zijn persistentie, voorspelbaarheid, waarderelevantie, tijdigheid, conservatisme en het ontbreken van EM. EM of winststuring is in de economische wereld dan ook een veelgebruikte maatstaf om de kwaliteit van de financiële verslaggeving te meten. In dit hoofdstuk wordt vooreerst besproken hoe deze laatste dimensie van winstkwaliteit, namelijk EM, gedefinieerd kan worden. Vervolgens worden de motieven aangehaald die aanzet kunnen geven tot EM. In de laatste sectie worden enkele argumenten aangehaald tegen winstmanipulatie.

2.1 Definiëring

Na de vele schandalen bij bedrijven zoals Enron, Worldcom en Parmalat wordt EM gezien als een van de meest cruciale kwesties in de economische wereld en heeft het dan ook zeer veel aandacht gekregen. Er is reeds veel literatuur gepubliceerd over EM. Toch is er nog altijd geen overeenstemming over hoe de term nu algemeen gedefinieerd moet worden. Giroux (2004) haalt enkele definities aan die het begrip het best omvatten:

- *"The active manipulation of earnings toward a predetermined target. That target may be one set by management, a forecast made by analysts, or an amount that is consistent with a smoother, more sustainable earnings stream. Often, although not always, earnings management entails taking steps to reduce and "store" profits during good years for use during slower years. This more limited form of earnings management is known as income smoothing"* (Mulford et al., 2002).

- “*Earnings management occurs when managers use judgement in financial reporting and in structural transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers*” (Healy et al., 1999).

Volgens Giroux (2004) heeft winststuring verschillende gradaties: van eerder gematigde, conservatieve manipulatie tot fraude of agressieve winststuring. Wanneer er enkele ongewone items opduiken in de financiële staten of deze niet volledig volgens de regels afgesloten worden, dan spreken we van gematigde manipulatie. Vaak liggen ook nalatigheden aan de basis. Het resultaat van deze gematigde manipulatie zal in de meeste gevallen de economische realiteit vrijwel evenaren en wordt er toch een vrij hoge kwaliteit van financiële verslaggeving behaald. Het andere uiterste van winststuring is fraude, wat door het NACFE (Nationale Association of Certified Fraud Examiners) omschreven wordt als volgt: “*The intentional, deliberate misstatement or omission of material facts, or accounting data, which is misleading.*” Mulford et al. (2002) spreken in dit opzicht over ‘*abuse earnings management*’. Er worden bewust kunstgrepen gebruikt om gewenste uitkomsten te bereiken. Wettelijke grenzen worden hierbij overschreden.

Er moet een duidelijk onderscheid gemaakt worden tussen creatief boekhouden en *earnings manipulation*. Creatief boekhouden bevat legale activiteiten, terwijl *earnings manipulation* illegaal is en gelijk staat aan fraude. Bij creatief boekhouden wordt gebruik gemaakt van de flexibiliteit van het boekhoudsysteem om bepaalde doelstellingen te halen of om fiscale voordelen te verkrijgen. In dit opzicht spreken we van *within-GAAP* (*Generally Accepted Accounting Principles*) EM. Een voorbeeld is de keuze van het management tussen verschillende voorraadwaardering- en afschrijvingsmethodes. Wanneer boekhoudprincipes overtreden worden spreekt men van *earnings manipulation* of *without-GAAP* EM. Een voorbeeld is het gebruik van verkeerde prijzen bij het waarderen van activa.

Volgens Giroux (2004) vallen alle vormen van winstmanipulatie, gaande van creatief boekhouden tot fraude, onder het begrip EM. Lybaert en Jans (2006) daarentegen zijn van mening dat creatief boekhouden of EM niet overeenstemt met *earnings manipulation* of fraude. Creatief boekhouden speelt zich immers af binnen de richtlijnen voor verslaggeving. Wettelijke bepalingen worden hierbij niet overtreden. Het is evenwel niet altijd gemakkelijk om in de realiteit een onderscheid te maken tussen EM en *earnings manipulation*. Zo zullen sommige voorvallen van EM balanceren op de grens tussen legale en illegale activiteiten. Creatief boekhouden vereist verantwoording van managers. Wanneer managers deze niet kunnen geven, dan wordt creatief boekhouden al snel aanzien als frauduleus boekhouden. Het mag evenwel duidelijk zijn dat de financiële rapporteren van de onderneming gestuurd of gewijzigd kunnen worden zonder dat hiervoor fraude moet worden gepleegd.

Dechow en Skinner (2000) hebben een figuur ontworpen die onderscheid maakt tussen de verschillende keuzemogelijkheden om de financiële staten te manipuleren:

Figuur 2.1: Gradaties van EM

Accounting Choices		"Real" Cash Flow Choices
"Conservative" Accounting	Within GAAP Overly aggressive recognition of provisions or reserves Overvaluation of acquired in-process R&D in purchase acquisitions Overstatement of restructuring charges and asset write-offs	Delaying sales Accelerating R&D or advertising expenditures
	"Neutral" Earnings Earnings that result from a neutral operation of the process	
	"Aggressive" Accounting Understatement of the provision for bad debts Drawing down provisions or reserves in an overly-aggressive manner	Postponing R&D or advertising expenditures Accelerating sales
Fraudulent Accounting	Violates GAAP Recording sales before they are "realizable" Recording fictitious sales Backdating sales invoices Overstating inventory by recording fictitious inventory	

25

We kunnen EM of winststuring allesomvattend omschrijven als het plannen of controleren van het accounting- en rapporteringssysteem door managers opdat ze hun persoonlijke objectieven kunnen realiseren, de bedrijfsdoelstellingen kunnen behalen of de overeenkomsten of contracten met derden kunnen nakomen (Giroux, 2004). De afwijking van de economische realiteit, die als benchmark dient en nagestreefd moet worden, geeft de mate van EM aan.

2.2 Motieven voor earnings management

De opportuniteit alleen is niet genoeg om over te gaan tot EM. Er moeten ook motieven aanwezig zijn. Managers kunnen verschillende prikkels hebben om de gerapporteerde winsten te sturen. In deze paragraaf wordt dan ook onderzocht welke de belangrijkste beweegredenen zijn voor managers om de financiële staten te manipuleren. Bij de indeling van motieven in categorieën wordt gebruik gemaakt van de indeling die Aljifri (2007) maakt in zijn artikel "Measurement and Motivations of Earnings Management: A critical perspective". In sectie één worden de politieke kosten als motief besproken. De volgende sectie behandelt de contractuele perspectieven als motief. EM wordt vaak gebruikt om de relaties met bepaalde stakeholders te beïnvloeden (Vander Bauwhede et al., 2000a) In sectie drie komen de belastingsmotieven aan bod. Sectie vier behandelt de motieven die voortvloeien uit de verwachtingen van de kapitaalmarkt. In de laatste sectie bespreken we nog enkele andere motieven, zoals een *management turnover*. Deze lijst is echter niet limitatief.

2.2.1 Politieke kosten

Politieke kosten zijn kosten die door de omgeving worden opgelegd aan de onderneming. Ondernemingen die te hoge winsten rapporteren doen vragen rijzen bij de diverse stakeholders. De werknemers of vakbonden zullen bijvoorbeeld hogere lonen eisen. Daarnaast kunnen overheidsinstanties verhoogde controles gaan voeren op de jaarrekening waarbij extra aandacht zal uitgaan naar frauduleuze praktijken (Jans et al., 2007). De overheid probeert het gevaar op monopolie ook zoveel mogelijk in te dijken bij abnormaal hoge winstniveaus. In sectoren waar maximumprijzen worden opgelegd door overheden, kunnen te hoge winsten leiden tot een herziening (verlaging) van deze grens. Deze voorbeelden geven aan dat het niet altijd voordelig is voor ondernemingen om een zo hoog mogelijke winstcijfer te publiceren.

Hoge politieke kosten kunnen dus een grote zorg zijn voor managers en aanzet geven tot winststuring. Watts en Zimmerman (1978) stellen dat grotere ondernemingen de neiging hebben om bepaalde boekhoudmethodes te kiezen die hun gerapporteerde winsten verlagen. Lagere gerapporteerde winsten leiden immers tot voordelen op politiek en wetgevend vlak. Managers zijn, net zoals investeerders, rationeel en zullen boekhoudmethodes kiezen die contractuele uitkomsten beïnvloeden in hun voordeel. Ze zullen met andere woorden de politieke zichtbaarheid en kosten proberen te verminderen door de boekhoudvariabelen weloverwogen te kiezen (Rath en Sun, 2008).

2.2.2 Contractuele perspectieven

Agency problemen in een organisatie kunnen ontstaan wanneer eigendom en controle gescheiden zijn (Fama en Jensen, 1983). De principaal of aandeelhouder zal opdrachten geven aan de agent of manager. Problemen ontstaan wanneer principaal en agent conflicterende belangen hebben en de kosten om de agent te monitoren hoog zijn. Er ontstaan conflicten wanneer de agent zijn macht gebruikt om eigen voordeel na te streven. Om dit agency probleem op te lossen zal men bonuscontracten opstellen om het gedrag van managers te sturen. Verder kunnen er agency problemen ontstaan tussen eigenaar en schuldhouders (Jensen en Smith, 1984). Ook hier kunnen

contracten tussen beide partijen de conflicterende belangen verenigen. Expliciete contracten zoals bonus- en schuldcontracten, die dienen om agency problemen op te lossen, zullen echter aanzet geven tot winststuring door het management. Zmijewski en Hagerman (1981) hebben aangetoond dat de keuze voor een portfolio van boekhoudmethodes door het management varieert met de aanwezigheid van kredietovereenkomsten en bonuscontracten. In dit deel worden de belangrijkste contracten besproken die aanzet geven tot manipulatie van de financiële staten.

2.2.2.1 Bonuscontracten

Boekhoudkundige cijfers worden wereldwijd gebruikt in contracten. Winst- of omzetcijfers van ondernemingen worden bijvoorbeeld gebruikt bij compensatie- of bonuscontracten tussen principaal en agent. Het gebruik van zulke cijfers zal het management dan ook motiveren om de boekhouding te sturen. Healy (1985) stelt dat welvaart wordt getransfereerd van principaal naar agent dankzij de mogelijkheid voor de agent om zijn/haar beloning of compensatie te verhogen. Managers krijgen prikkels om hun bonussen te maximaliseren waardoor ze overgaan tot winststuring. Zulk een motivatie wordt ook wel eens interne motivatie voor EM genoemd.

Volgens Healy (1985) zijn er twee situaties waarin managers prikkels hebben om inkomensverlagende boekhoudmethodes te kiezen. In een eerste situatie zullen de ondernemingsresultaten aan het einde van het boekjaar ver onder de vooropgestelde doelen of targets van de aandeelhouders liggen. Hierdoor zal men geneigd zijn om een deel van de winsten te transfereren naar toekomstige boekjaren. Men kan in het huidige boekjaar, zelfs met positieve resultaatsturing, onmogelijk de vooropgestelde budgetten van de aandeelhouders bereiken. In deze situatie kan men als manager dus onmogelijk een bonus behalen. Managers kiezen er dan voor om het resultaat nog slechter voor te stellen en een deel van de winsten bij de bedrijfsresultaten in toekomstige boekjaren te voegen, meer bepaald in een boekjaar waarin het gerealiseerde winstcijfer niet zo ver onder het doel ligt. Zo kunnen managers in die situaties wel de vooropgestelde doelen behalen en hun contractueel bepaalde bonussen ontvangen. In een tweede situatie zullen managers winsten transfereren naar toekomstige boekjaren wanneer deze de contractueel bepaalde doelen overschrijden. Managers kunnen in dit geval geen hogere bonus opstrijken dan de doelen vooropstellen, waardoor ze de winst die ze 'teveel' hebben behaald achter de hand houden. In beide situaties tracht men dus de resultaten van een volgende periode beter te maken (Giroux, 2004).

Daarnaast stelt Healy (1985) dat bepaalde managers ieder jaar geneigd zullen zijn om winstverhogende manipulaties door te voeren wanneer het winstcijfer tussen de ondergrens en bovengrens van het vooropgestelde doel ligt. Ze zullen fictieve opbrengsten creëren waardoor ze jaar na jaar hun bonussen maximaliseren. Reitenga, Buchheit, Yin en Baker (2002) bevestigen deze vaststelling van Healy. Ook hun studie maakt duidelijk dat managers met compensatieplannen gemotiveerd zullen om elk jaar het winstcijfer tussen contractueel bepaalde grenzen te houden.

Het doel van bonuscontracten bestaat eruit om de belangen van principaal en agent te verenigen. Een uitkomst-gebaseerd contract is vaak het enige efficiënte mechanisme om dit te bereiken. Het

zoeken naar oplossingen op de agency problematiek leidt in vele gevallen dus tot nieuwe problemen, namelijk EM.

2.2.2.2 Schuldcontracten

Het Belgische ondernemingslandschap bestaat voor het merendeel uit niet-beursgenoteerde ondernemingen. Bij de financiering van hun activiteiten kunnen deze ondernemingen geen beroep doen op nieuw aandelenkapitaal als financieringsbron omdat ze niet op de beurs genoteerd zijn (Vander Bauwhede et al., 2000a). Belangrijke bronnen van financiering zijn dan intern gegenereerde *cash flows* en lange termijn kredieten bij financiële instellingen. Om deze lange termijn kredieten te kunnen verkrijgen is het dus belangrijk om goede winstcijfers voor te leggen. Managers zullen de gerapporteerde winsten dan ook positief beïnvloeden opdat ze gemakkelijker schuldfinanciering kunnen bekomen bij kredietinstellingen. Daarbij gaat men door middel van opportunistisch resultaatsturingsgedrag een lagere rentekost proberen af te dwingen (Vander Bauwhede et al., 2000a). Goede resultaten en een gezonde balans leiden tot betere kredietvoorwaarden. Aan de andere kant kan men voor het afsluiten van schuldcontracten ook gemotiveerd worden om de winsten neerwaarts te managen. Deze neerwaartse manipulatie kan het gevolg zijn van voorzichtigheid bij de ondernemingsleiding. Zij realiseren zich immers dat de financiële staten grondig geïnspecteerd zullen worden wanneer ze nood hebben aan nieuwe financieringsmiddelen. Wanneer men dan winstverhogende boekhoudmethodes ontdekt dan kan dit leiden tot een nog groter wantrouwen en een nog grotere voorzichtigheid bij de potentiële kredietverstrekkers. Elk teken van winstverhogende manipulatie zal een nefaste invloed hebben op de relatie met de kredietverstrekker. De bezorgdheid om de reputatie zal vaak de bovenhand hebben op de wil om betere leningsvoorwaarden te verkrijgen (Vander Bauwhede et al., 2000a).

Na het afsluiten van schuldcontracten ontstaat er een andere motivatie om de winsten positief te beïnvloeden, namelijk het verhinderen van inbreuken op kredietovereenkomsten. Managers nemen vaak te groot risico's met geleend geld waardoor schuldeisers bepaalde contractuele eisen stellen om risicovol gedrag in te perken (PwC, 2009). Deze eisen worden ook wel eens convenanten genoemd. Convenanten scheppen dus verplichtingen voor ondernemingen terwijl ze bij kredietverstrekkers een signaalfunctie vormen bij een verslechtering van de kredietsituatie van de onderneming. Er bestaan twee typen van convenanten (PwC, 2009). Positieve convenanten bevatten bepalingen waaraan de lener moet voldoen, zoals het verstrekken van financiële informatie aan de bank of het voldoen aan financiële ratio's. Men legt bijvoorbeeld limieten op aan ratio's zoals de liquiditeits-, solvabiliteits- en de *interest-coverage* ratio. De negatieve convenanten daarentegen beschrijven handelingen die de lener juist niet mag verrichten, zoals het aanwerven van extra schuldfinanciering of het in onderpand geven van activa aan derde partijen. Inbreuken kunnen aanzet geven tot de onmiddellijke terugbetaling van de schuld, een eis tot het vestigen van een zakelijk onderpand, verhoogde interestvoeten of een hele reeks van andere negatieve implicaties voor de onderneming. Het vermijden van overtredingen op convenanten, waardoor de ondernemingswaarde negatief kan aangetast worden, is dus een sterke prikkel om aan EM te doen. Vander Bauwhede et al. (2003a) geven mee dat ondernemingen die sterk afhankelijk zijn van bankschulden minder aan resultaatverlagende winststuring doen dan ondernemingen die in mindere mate afhankelijk zijn van bankfinanciering.

De vreemd vermogen/eigen vermogen hypothese stelt dat de afhankelijkheid van boekhoudkundige cijfers in schuldcontracten de keuze voor bepaalde boekhoudmethodes kan beïnvloeden. De positieve relatie tussen een onderneming haar vreemd vermogen/eigen vermogen ratio en het gebruik van winstverhogende boekhoudkundige methodes kan geïnterpreteerd worden als bewijsmateriaal dat managers hun financiële staten aanpassen om contractuele beperkingen te vermijden (Aljifri, 2007). Dhaliwal, Salamon en Smith (1980) tonen aan dat bedrijven die een hoge vreemd vermogen/eigen vermogen ratio hebben boekhoudkundige methodes kiezen die de gerapporteerde winsten verhogen. Managers trachten winstverlagende boekhoudmethodes zoveel mogelijk te vermijden omdat ze anders het risico lopen opnieuw te moeten onderhandelen over de kredietvoorwaarden. Defond en Jaimbalvo (1994) komen tot de vaststelling dat ondernemingen die één jaar voordat ze niet meer kunnen voldoen aan hun schuldovereenkomsten geneigd zullen zijn de gerapporteerde winsten te verhogen. Dit wijst duidelijk op handel met voorkennis door managers omdat men er zich van bewust is dat de winsten gestuurd moeten worden teneinde de leningsvoorwaarden te kunnen behouden.

Sweeney (1994) treedt de voorgaande vaststellingen bij door te stellen dat managers zeer snel over gaan tot andere boekhoudkundige methodes om het gerapporteerde winstcijfer te verhogen. Zij benadrukt echter dat managers pas overgaan tot winststuring nadat de kredietvoorwaarden geschonden zijn. Men tracht op deze manier te vermijden dat bepaalde voorwaarden in de toekomst nog eens geschonden worden. Dit kan er immers voor zorgen dat ze in de toekomst helemaal geen beroep meer kunnen doen op externe financiering.

Financiële instellingen en andere kredietverleners moeten er zich van bewust zijn dat de financiële staten niet altijd de werkelijkheid weerspiegelen op het moment dat een schuldcontract wordt afgesloten. Managers kunnen andere cijfers rapporteren om gunstigere voorwaarden te krijgen en om sneller contracten te kunnen afsluiten. Om inbreuken op schuldcontracten te vermijden kunnen managers ook hun 'discretie' gebruiken om blijvend te kunnen voldoen aan de convenanten. Kredietverstrekkers moeten ook hiervan op de hoogte zijn. Een voorbeeld van Vander Bauwhede et al. (2000a) maakt duidelijk dat het vermijden van politieke kosten (punt 2.1.1) niet samengaat met het tevreden houden van de schuldeisers. Een stijging van het winstcijfer is een positief signaal naar schuldeisers toe, maar kan de vraag doen ontstaan om betere loons- en arbeidsvoorwaarden. Dalingen in het gepubliceerde winstcijfer om politieke kosten te vermijden kunnen dan weer negatieve signalen zijn naar leveranciers en bankiers toe. Managers moeten dus keuzes maken bij het vastleggen van hun 'beleid'.

2.2.2.3 Impliciete contracten

Ook impliciete compensatiecontracten kunnen gebruikt worden om de belangen van aandeelhouders en managers te verenigen (Healy et al., 1999). De meeste relaties tussen principaal en agent zijn geregeld via expliciete contracten of overeenkomsten. Toch bestaan er afspraken of overeenkomsten die niet contractueel bepaald zijn maar toch dienen nageleefd te worden door beide partijen. Bepaalde verwachtingen van de eigenaars ten opzichte van de managers zullen niet expliciet geregeld zijn. Wanneer managers bijvoorbeeld ongeoorloofde risico's nemen, winstverwachtingen van de eigenaars niet inlossen of zich niet ten volle voor de

onderneming inzetten dan komt een verdere samenwerking tussen beide partijen in het gedrang. Defond en Park (1997) tonen aan dat werkzekerheid en het vermijden van inmenging in het beleid door de eigenaars belangrijke prikkels vormen voor managers om de winsten te sturen. Managers zullen winsten transfereren van goede naar slechte jaren om geen al te grote schommelingen in het resultaat te moeten voorleggen.

Managers zullen de financiële staten dus op een positieve manier beïnvloeden om de aandeelhouders tevreden te houden. Hierdoor zal hun werkwijze en een verdere samenwerking niet in vraag gesteld worden. Bowen, DuCharme en Shores (1995) hebben onderzoek gevoerd naar de invloed van impliciete contracten op het gedrag van de bedrijfsvoering. Deze studie toont aan dat impliciete contracten wel degelijk het management kunnen motiveren om de boekhouding te sturen.

2.2.3 Belastingen

Een van de belangrijkste motieven voor managers om de winsten te sturen is de belasting op het resultaat. Belgische ondernemingen leggen een jaarrekening neer omwille van financiële rapporteringsdoeleinden. Op basis van het winstcijfer uit de gepubliceerde jaarrekening wordt de fiscale of belastbare winst berekend (Vander Bauwhede et al., 2000a). Ondernemingen in België gaan gebukt onder een hoge belastingsdruk. Bij het opstellen van de jaarrekening zullen managers dan ook de fiscale implicaties mee in overweging nemen. Men tracht boekhoudmethodes te kiezen die de verwachte waarde van de belastingen verlagen. In het kader van winststuring omwille van belastingsmotieven hebben Vander Bauwhede et al. (2000a) een studie uitgevoerd aan de hand van enkelvoudige jaarrekeningen van Belgische ondernemingen. Ze kwamen tot de vaststelling dat ondernemingen die een positief winstcijfer hebben voor manipulatie en geen overdragen verlies op de balans hebben staan, en dus ook inkomensbelasting moeten betalen, het resultaat minder naar boven toe maar juist meer naar omlaag zullen manipuleren dan ondernemingen die een negatief winstcijfer voor manipulatie hebben of overgedragen verliezen. Deze tweede groep is immers geen of minder inkomensbelasting verschuldigd.

Het belangrijkste mechanisme dat door ondernemingen gebruikt wordt om belastingen te verlagen is de voorraadwaarderingmethode (Aljifri, 2007). Bedrijven zullen overgaan tot de LIFO (Last in First out)-waarderingmethode wanneer prijzen omhoog gaan. De laatst binnengekomen goederen, waarvan de kostprijs hoger ligt dan de oudste goederen in voorraad, zullen als eerste verbruikt worden. Dit zal leiden tot een lager resultaat, wat op zijn beurt resulteert in een lagere belastingsschuld en hogere *cash flows*. In dit geval had men ook voor de FIFO (First in First out)-methode kunnen kiezen waarbij de oudste en goedkoopste voorraad als eerste verbruikt wordt. Het resultaat zal hierdoor hoger zijn, wat leidt tot een hogere belastingsschuld en een afname van de *cash flows*. Dopuch en Pincus (1988) komen tot de conclusie dat bedrijven die de LIFO-methode verkiezen boven de FIFO-methode over het algemeen kunnen genieten van lagere belastingen. De studie van Coppens en Peek (2005) verstrekt de hypothese dat managers hun boekhoudmethodes kiezen in functie van het verlagen van de inkomensbelasting. Het maximaliseren van de ondernemingswaarde is een belangrijke prikkel voor managers wanneer zij beslissingen nemen betreffende de boekhoudmethodes. Managers kiezen over het algemeen voor waarderingsprincipes

en boekhoudmethodes die de belastingen op het resultaat minimaliseren en de ondernemingswaarde maximaliseren.

Het winstcijfer vormt de basis voor het bepalen van de belastbare winst. Managers zijn dan ook gemotiveerd om het gerapporteerde winstcijfer te beïnvloeden. Het is belangrijk te vermelden dat de motieven belastingverlaging en compensatieverhoging niet samen kunnen voorkomen. Bij het verlagen van de belastingen zal men zo weinig mogelijk winst proberen te rapporteren omdat belastingen berekend worden op het resultaat voor bestemming. Wanneer managers hun compensatie willen verhogen trachten ze juist een zo hoog mogelijk winst- of omzetcijfer te rapporteren omdat hun bonussen hiervan afhankelijk zijn.

2.2.4 Andere motieven

Naast de motieven uit de voorgaande secties kunnen er nog andere motieven zijn die aanzet geven tot winststuring of EM. Deze lijst is echter niet limitatief.

'Income Smoothing' of winstafvlakking wordt veelvuldig gebruikt door managers om een goed beeld te scheppen over de onderneming naar investeerders toe. Investeerders zien het winstcijfer als een maatstaf voor management- en ondernemingsprestaties, waardoor men gemotiveerd zal zijn om het resultaat te beïnvloeden (Palepu et al., 2010). Bij winstafvlakking zullen ondernemingen die lagere winsten realiseren dan in het voorgaande boekjaar hun winst naar boven toe manipuleren en omgekeerd (Vander Bauwhede et al., 2000a). Managers trachten grote pieken en dalen in de resultaten te vermijden. Burgstahler en Eames (2006) vinden bewijs dat ondernemingen hun winsten sturen om aan de verwachtingen van de kapitaalmarkt te voldoen. Op deze manier tracht men het vertrouwen van investeerders in de toekomstige positie van de onderneming te handhaven en de voorspelbaarheid van toekomstige *cash flows* te verhogen. De ondernemingsleiding heeft er dus baat bij om fluctuaties van de ondernemingswinsten te reduceren.

Vander Bauwhede, Willekens en Gaeremynck (2003a) tonen aan dat private en publieke Belgische bedrijven hun winsten op een opportunistische wijze sturen wanneer de huidige winsten boven de target liggen en wanneer men niet in staat gaat zijn om in het volgende boekjaar goede resultaten te rapporteren. Vander Bauwhede et al. (2003a) spreken in dit opzicht over **'Cookie-Jar Accounting'**. Winsten in extreem goede jaren worden ingehouden om het resultaat in slechte jaren op te krikken.

Inkomende managers starten graag met een schone lei. Extreem hoge herstructureringskosten worden ineens ten laste genomen van het resultaat, de balans wordt opgeruimd door activa volledig af te schrijven en overbodige voorzieningen, die later moeten dienen als extra inkomen, worden gecreëerd. Dit wordt **'Big Bath Accounting'** genoemd (Merkcen, 2011). Men ruimt dus alle problemen uit het verleden op omdat men de verantwoording hiervoor kan doorschuiven naar het vorige managementteam. Een zeer laag resultaat of extreem hoog verlies wordt geboekt in het jaar van overname. In de daaropvolgende jaren kan het alleen maar beter worden. De managers geven zichzelf krediet en de markt accepteert een éénmalige, stevige ingreep. Deze ingreep moet evenwel steeds goedgekeurd worden door de eigenaars.

Managers van '**buyout firms**' zijn vaak gemotiveerd om zeer lage winsten te rapporteren. DeAngelo (1988) stelt dat informatie over het winstcijfer zeer belangrijk is voor waarderingen tijdens management *buyouts* en stelt dat managers daarom de neiging hebben om te onderwaarden. Ook Perry and Williams (1994) stellen dat het resultaat omlaag zal gemanipuleerd worden in de periode voor de *buyout*. Managers kunnen met andere woorden trachten om hun 'eigen' onderneming, die zwaar ondergewaardeerd is, over te nemen tegen een zeer lage prijs.

Verder kunnen **regularisatie en garanties** motieven zijn tot winststuring. De meeste sectoren zijn tot op een bepaald niveau gereguleerd en hebben eigen controle-instanties. In de banksector bijvoorbeeld moeten financiële instellingen garanties kunnen voorleggen dat ze aan bepaalde kapitaalvereisten voldoen. Deze garanties kunnen uitgedrukt worden via boekhoudkundige cijfers (Healy et al., 1999). In dit voorbeeld kunnen de vereisten aanzet geven tot het rooskleuriger voorstellen van de financiële staten door de bedrijfsvoering.

Als laatste motief kunnen **overnames of fusies** aangehaald worden. Ondernemingen zullen hun winsten naar boven toe manipuleren om een goed beeld te scheppen bij de potentiële overnemers of bij de onderneming waarmee het gaat fusioneren. In het geval van een overname krijgen de eigenaars een hogere waarde voor hun onderneming. Bij een fusie dalen de transactiekosten dan weer voor de onderneming wanneer het hoger gewaardeerd wordt. Bij dit soort gebeurtenissen is het dus belangrijk om de resultaten positief bij te stellen waardoor potentiële investeerders goede verwachtingen hebben over de toekomst (Xie, Davidson en DaDalt, 2003). Een uitgebreid *due diligence* proces, waarbij de boeken van een over te nemen onderneming grondig gecontroleerd worden, tracht verkeerde waarderingen tegen te gaan.

2.3 Motieven tegen earnings management

Binnen deze sectie zullen enkele argumenten aangehaald worden waarom managers niet aan winstmanipulatie zouden doen of hoe winstmanipulatie beperkt kan worden. Deze lijst is uiteraard niet limitatief.

Vooreerst kunnen **culturele factoren** een belangrijke rol spelen. De culturele waarden van een onderneming geven aan tot op welk niveau een eventuele manipulatie aanvaardbaar is (Willems en Schepers, 2007). Zo zullen bedrijven met hoge culturele waarden winststuring niet accepteren en hier dan ook zware sancties tegenover zetten.

Daarnaast kan de aanwezigheid van bepaalde **stakeholdergroepen** de beslissingen van het management aangaande de boekhouding beïnvloeden (Vander Bauwhede et al., 2003a). Hun aanwezigheid kan dus werken als een motief tegen winstmanipulatie. Een voorbeeld dat Vander Bauwhede et al. (2003a) aangeven is een mogelijke expansie van de onderneming waarbij additionele externe financiering nodig is. Omdat de financiële staten hierbij zeer grondig zullen onderzocht worden gaan managers eerder conservatief zijn in hun exploitatie van de boekhoudflexibiliteit.

Verder zetten **belastingsautoriteiten** steeds meer controlemechanismen op om belastingsonthouding te voorkomen. Manipulatiemethoden om de belastbare basis te verlagen zijn in dit geval vrij riskant om toe te passen. Hiermee samenhangend wijzen Burgstahler, Hail en Leuz (2006) op een goede juridische handhaving van de financiële verslaggeving. Wetten of reguleringen kunnen zorgen voor een goede bescherming van de diverse stakeholders. Landen waarin de bekrachtiging van de wetgeving niet zo sterk is hebben te kampen met meer gevallen van winstmanipulatie. Een sterke **institutionele omgeving** is dus negatief gerelateerd aan EM.

Xie et al. (2003) stellen dat waarheidsgetrouwe informatie nodig is om een efficiënte werking van de **kapitaalmarkten** te garanderen. Indien investeerders hun aankoop- en verkoopbeslissingen baseren op onjuiste gegevens dan zullen de aandelenkoersen op de kapitaalmarkten foutief gewaardeerd zijn. Dit resulteert in een daling van de efficiëntie van de kapitaalmarkten. Investeerders zullen niet langer geneigd zijn om hun vermogen te investeren. Winstmanipulatie wordt dan ook aanzien als een '*agency cost*'.

Het laatste tegenargument ligt in de **controles** op de initiële balansen, opgesteld door het management. Deze worden gescreend alvorens ze publiek worden gemaakt (Vander Bauwhede et al., 2003a). De CG codes hechten veel belang aan een goede interne controle en aan de rol van de RvB en de externe auditor als screeningsmechanismen. Defond et al. (1994) concludeerden uit hun empirisch onderzoek echter dat een goede interne controle de kans op winstmanipulatie niet vermindert. Dechow, Sloan en Sweeney (1996) en Peasnell et al. (2005) stelden vast dat bepaalde karakteristieken van de RvB wel gerelateerd zijn aan winstmanipulatie. Daarnaast duidt de literatuur ook op een verband tussen auditkwaliteit en EM. Omdat de RvB en de externe auditor als controle-mechanismen belangrijk zijn in deze masterproef zullen ze in latere hoofdstukken uitgebreid besproken worden. Zoals eerder aangehaald in de beschrijving van het praktijkprobleem

is een goed CG-beleid, met de samenstelling en structuur van de RvB en de keuze van de externe auditor, een belangrijke factor om winstmanipulatie tegen te gaan.

Hoofdstuk 3: Technieken van earnings management

Volgens Burgstahler en Eames (2003) bestaan er heel wat technieken of methodes om het winstcijfer uit de jaarrekening te beïnvloeden, gaande van echte beslissingen tot pure boekhoudkundige acties.

Amat, Blake en Dowds (1999) hebben de technieken opgedeeld in vier groepen. Een eerste groep omvat de echte beslissingen of reële transacties. Deze worden opgesplitst in operationele, investerings – en financieringsacties. De volgende twee groepen omvatten pure boekhoudkundige acties om de financiële staten te manipuleren. De boekhoudwetgeving, die geldt voor alle ondernemingen, laat heel wat keuzes toe. Deze flexibiliteit zorgt voor opportunistisch gedrag bij managers. De laatste groep handelt over de artificiële transacties.

In de eerste sectie van dit hoofdstuk zullen de echte beslissingen besproken worden. De tweede sectie zal de twee groepen van boekhoudkundige acties verder toelichten. In de derde sectie zal het belangrijkste voorbeeld binnen de artificiële transacties, namelijk de '*sale- and lease back*' techniek, besproken worden.

3.1 Werkelijke beslissingen

Winststuring door werkelijke acties kan gedefinieerd worden als managementactiviteiten die verschillen van normale bedrijfsactiviteiten omdat ze ondernomen worden om bepaalde drempels te halen (Roychowdhury, 2006). De ondernemingsleiding gaat enkele reële transacties strategisch uitvoeren om het resultaat in een bepaalde richting te sturen. Managers die effectief handelingen uitvoeren om de winsten te sturen is de meest gebruikte methode in de bedrijfswereld. Bepaalde werkelijke acties om het resultaat te sturen, zoals kortingen, zijn vaak optimale beslissingen in bepaalde economische omstandigheden. Wanneer managers deze acties echter te vaak gebruiken gezien de omstandigheden dan is er wel sprake van manipulatie om bepaalde winstverwachtingen te halen. De werkelijke beslissingen kunnen we opsplitsen in verkoopbeslissingen, investerings- en financieringsbeslissingen en operationele beslissingen. Binnen deze sectie worden enkele voorbeelden van acties gegeven voor elke groep.

3.1.1 Verkoopsbeslissingen

De ondernemingsleiding kan het winstcijfer beïnvloeden door een activum te verkopen. Verschillen tussen de boekwaarde en de realisatiewaarde van een activum beïnvloeden immers het resultaat van de onderneming. Wanneer men een activum verkoopt dat ondergewaardeerd is dan wordt de gerealiseerde meerwaarde onmiddellijk geboekt in de resultatenrekening. Managers kunnen het resultaat van een slecht jaar dus opkrikken door een activum te verkopen waarvan de boekwaarde onder de marktwaarde ligt. Bovendien vallen kosten weg in de daaropvolgende jaren omdat het activum niet langer afgeschreven moet worden. Verder kunnen managers het resultaat beïnvloeden door een overgewaardeerd activum te verkopen. Wanneer men een activum verkoopt waarvan de boekwaarde boven de marktwaarde ligt, dan realiseert men een minderwaarde. Door deze minderwaarde daalt het resultaat in het huidige boekjaar. Managers drukken dus het resultaat van

het boekjaar maar verlagen weer de kosten in de daaropvolgende boekjaren omdat het activum niet langer afgeschreven moet worden.

Verder kunnen managers agressieve prijskortingen geven om de afzet te verhogen. Op deze manier kan men op korte termijn bepaalde winstniveaus halen maar op lange termijn kan dit negatieve gevolgen hebben. Klanten zullen bijvoorbeeld denken dat ze in de toekomst ook nog recht hebben op dergelijke kortingen. Ze gaan hun onderhandelingsmacht gebruiken om gelijkaardige kortingen te krijgen wat resulteert in lagere marges op toekomstige verkopen. Men moet er zich dus van bewust zijn dat bepaalde beslissingen leiden tot een lagere ondernemingswaarde in de toekomst. Acties om de huidige winsten te verhogen kunnen een negatief effect hebben op de *cash flows* in volgende boekjaren (Roychowdhury, 2006).

Daarnaast kunnen managers gelimiteerde kortingen aanbieden die betrekking hebben op de verkopen van het volgende boekjaar. De extra afzet, gecreëerd door de korting, zal echter verdwijnen wanneer de onderneming de oude prijs terug handhaaft. De totale opbrengsten in de huidige periode zullen hoger liggen omdat de additionele verkopen in het huidige boekjaar worden gerapporteerd. Managers kunnen dus hogere marges voorleggen, maar zullen in het volgende boekjaar moeten produceren en leveren zonder opbrengsten te kunnen rapporteren waardoor de marges lager zullen liggen.

Een laatste voorbeeld binnen de verkoopsbeslissingen is '*Channel Stuffing*' (Das, Shroff en Zhang, 2010). Bij '*Channel Stuffing*' gaat het management bepaalde klanten, zoals distributeurs en handelaars, extra bevoorraden. Deze klanten hebben, rekening houdend met de normale vraag bij de eindgebruikers, deze extra voorraad niet nodig en dus ook niet besteld. De goederen worden echter wel gefactureerd aan de klanten en ook geboekt als opbrengsten. De opzet van managers bestaat eruit om verkopen uit toekomstige periodes naar de huidige periode te halen om het resultaat positief te beïnvloeden. Managers proberen hun klanten te overtuigen om de overbodige hoeveelheid toch aan te nemen. Dit doen ze door middel van enkele lucratieve motieven zoals het verkrijgen van een kortingspercentage of langere betaaltermijnen op volgende aankopen. De klant mag de overbodige goederen dus houden maar heeft ook de mogelijkheid om onverkochte voorraad terug te sturen. Dit zal dan de negatieve impact zijn van deze methode. Goederen worden teruggestuurd, wat zal leiden tot een omkering van de prestaties in toekomstige periodes: de opbrengsten dalen, de productie neemt af en er wordt een hoge voorraad opgebouwd.

3.1.2 Investerings- en financieringsbeslissingen

Naast de verkoopsbeslissingen kunnen managers ook beslissingen nemen op financieel vlak. Zo kunnen ze nieuwe leningen aangaan of leningen vroegtijdig aflossen. Wanneer men veel financiële middelen ter beschikking heeft kunnen managers ervoor opteren om hun leningen vroegtijdig af te lossen. De financiële kosten vallen weg in de daaropvolgende jaren waardoor het resultaat positief beïnvloedt wordt. Bij het aangaan van nieuwe leningen creëert men extra financiële kosten, waardoor managers het resultaat kunnen drukken. Managers kunnen dit bijvoorbeeld doen om hun politieke zichtbaarheid te verminderen.

Verder kunnen managers de afzet en de opbrengsten verhogen door betere kredietvoorwaarden aan te bieden aan klanten (Roychowdhury, 2006). Handelaars en autoconstructeurs bijvoorbeeld kunnen naar het einde van het boekjaar lagere intrestpercentages aanbieden, in sommige situaties zelfs nul procent financiering. Deze financieringsvorm zal wel leiden tot lagere cashflows over de levensduur van de verkopen, tenzij de leveranciers van de *inputs* ook dergelijke kortingen geven aan de producenten.

Een volgende methode is '*off balance sheet financing*'. Men gaat bepaalde activa of passiva en de daarmee verbonden risico's verschuiven naar andere entiteiten om zo de jaarrekening beter voor te stellen dan ze is (Mercken, 2011). Men spreekt in dit opzicht van *related-party* transactions. Een voorbeeld is het *off-balance* behandelen van geleasde goederen (Nelson, Elliott en Tarpley, 2002). Hierdoor tracht men vaak de nodige kapitaalvereisten van leasing te omzeilen. Ook zullen de kost van de investering en de daaruit voortvloeiende betalingsverplichtingen niet op de balans verschijnen. '*Off balance sheet financing*' wordt veelal gebruikt worden om het resultaat in de positieve zin te manipuleren (Nelson et al., 2002).

Een laatste voorbeeld handelt over de keuze van het verkooptijdstip van een belegging. Indien managers merken dat de marktwaarde van een belegging ver boven de aankoopprijs ligt, dan kunnen ze deze verkopen en het resultaat van het boekjaar laten toenemen (Mercken, 2011). De Belgische boekhoudwetgeving laat immers niet toe om aandelen te herwaarderen, waardoor de meerwaarde op de verkoop onmiddellijk tot uiting komt in de resultatenrekening. De waardering tegen *fair value* volgens de IFRS (International Financial Reporting Standards) principes tracht deze mogelijkheid echter te beperken.

3.1.3 Operationele beslissingen

De laatste groep van echte beslissingen zijn de operationele beslissingen. Een eerste voorbeeld is het verlagen van de discretionaire kosten (Roychowdhury, 2006). Deze kosten zijn de som van de marketing-, R&D-, verkoops-, algemene en administratieve kosten. Volgens de boekhoudprincipes worden ze geboekt in het jaar van gebruik of aanwending. Managers kunnen de gerapporteerde kosten echter reduceren door minder discretionaire uitgaven te boeken in de huidige periode en de rest in toekomstige periodes. Ze zullen dit vooral doen wanneer de kosten niet onmiddellijk leiden tot opbrengsten. Winsten worden dus gemanipuleerd via het realisatie- en periodetoerekeningsprincipe. Het reduceren van de discretionaire uitgaven zal de uitgaande cashflows in de huidige periode verminderen en dus ook een gunstig effect hebben op het resultaat. Men loopt hierdoor wel het risico om lagere cashflows te rapporteren in toekomstige periodes.

Verder kunnen managers van productiebedrijven bijvoorbeeld meer goederen produceren dan nodig om aan de marktvraag te voldoen (Roychowdhury, 2006). Dankzij het hogere productieniveau zullen de vaste kosten gespreid worden over meer productie-eenheden (Mercken, 2011). Bij een daling van de gemiddelde productiekost per eenheid kan de onderneming dus betere operationele marges voorleggen. Op deze manier tracht men het resultaat positief te beïnvloeden. Deze methode brengt echter enkele nadelen met zich mee in volgende boekjaren. Er ontstaan

bijvoorbeeld extra productie- en opslagkosten door de niet-verkochte goederen. Zulke kosten kunnen niet gerecupereerd worden in dezelfde periode. Managers moeten dus voorzichtig zijn wanneer ze de winsten trachten te verhogen door de productie op te drijven.

Een laatste voorbeeld bij de operationele beslissingen is het accepteren van inferieure grondstoffen in het productieproces (Mercken, 2011). Managers kiezen, ondanks het handhaven van hun verkoopprijs, voor goedkopere grondstoffen. Het resultaat wordt hierdoor positief beïnvloedt in het huidige boekjaar. In de volgende boekjaren kan dit echter leiden tot ontevreden klanten en terugbetalingen, waardoor men voorzichtig moet zijn met dergelijke methodes.

3.2 Boekhoudkundige acties

Naast de werkelijke acties kan het resultaat gestuurd worden door middel van pure boekhoudkundige acties. De Belgische boekhoudregels laten enige flexibiliteit toe aan managers. Hierdoor hebben ze tal van mogelijkheden om het winstcijfer te sturen. Kamal Nasser omschrijft creatief boekhouden als volgt: *“Creative accounting is the transformation of financial accounting figures from what they actually are to what prepares desire by taking advantage of the existing rules and/or ignoring some or all of them”* (Mercken, 2011). Amat et al. (1999) omschrijven creatief boekhouden als: *“A process whereby accountants use their knowledge of accounting rules to manipulate the figures reported in the accounts of a business”*. Wanneer men managers in bepaalde situaties vrijheid van keuze of oordeelvorming geeft, dan kunnen hun keuzes een impact hebben op het gerapporteerde resultaat van de onderneming. We kunnen twee groepen van boekhoudkundige acties onderscheiden.

De eerste groep handelt over de flexibiliteit in de keuze van waarderingsmethodes. Zowel de keuze van een boekhoudmethode als een wijziging in de gehanteerde boekhoudmethode (stelselwijzigingen) worden gehanteerd om het resultaat te sturen (Lybaert et al., 2006). Managers kunnen bijvoorbeeld andere afschrijvings- of voorraadwaarderingsmethodes toepassen om betere cijfers te kunnen voorleggen. Zulke methodes zijn echter duur en makkelijker te detecteren door auditors (Healy, 1985).

Sommige posten vereisen schattingen, voorspellingen en beoordelingen van managers. Zij maken beslissingen of bepaalde boekingen al dan niet doorgevoerd moeten worden en voor welk bedrag (Lybaert et al., 2006). Deze technieken vormen dan ook de tweede groep van boekhoudkundige acties. Enkele voorbeelden zijn voorzieningen, waardeverminderingen en herwaarderingen. Zulke technieken zijn gemakkelijker om te gebruiken, goedkoper en moeilijker te detecteren door auditors.

3.2.1 Flexibiliteit in de keuze van waarderingsmethodes

De boekhoudwetgeving laat enige vrijheid toe betreffende de keuze voor bepaalde grondslagen en regels bij het opstellen van de jaarrekening. Managers zullen gebruik maken van deze vrijheid om de financiële staten te manipuleren. In deze sectie zullen we enkele voorbeelden bespreken van *‘accounting method changes’* die managers ondernemen.

3.2.1.1 Voorraadwaarderingsmethode

In de meeste sectoren zijn de voorraden een van de belangrijkste bezittingen die geanalyseerd moeten worden. De keuze voor een bepaalde voorraadwaarderingsmethode kan beschouwd worden als een van de voornaamste beslissingen om de winsten te sturen (Giroux, 2004). Bedrijven hebben de neiging om hun eigen industrie zoveel mogelijk te volgen. Voorraadwaarderingsmethodes die verschillen van de methode die gebruikelijk is in een bepaalde industrie, of een verandering van methode, kunnen vragen oproepen. Wanneer men de voorraden waardeert kan men beroep doen op vier methodes: de geïndividualiseerde waarderingsmethode, de FIFO-methode, de LIFO-methode en de gewogen gemiddelde methode. De keuze bepaalt de waarde van de eindvoorraad en de kostprijs van de verkochte goederen. Het veranderen van inventarismethode is dus een uitstekende tool voor managers om de winsten in een bepaalde richting te sturen.

Jorissen, Lybaert, Reyns en Vanneste (2007) hebben deze vier methodes gedefinieerd. Bij de geïndividualiseerde waarderingsmethode zal men elk element in de voorraad afzonderlijk volgen. Vanwege de complexiteit wordt deze methode zelden gebruikt. Volgens de FIFO-methode zal men de goederen die eerst binnenkwamen ook als eerste verkopen. Wanneer men de eindvoorraad waardeert dan gelden de recentste prijzen. De LIFO-methode is net het tegenovergestelde. Hierbij zullen de prijzen van de meeste recente goederen opgenomen worden als kost verkochte goederen. De eindvoorraad wordt gewaardeerd tegen prijzen van oudere aankopen. De laatste methode, de gewogen gemiddelde methode, zal een gemiddelde kost berekenen van alle eenheden die nog in voorraad zijn. Bij de berekening van de waarde van de eindvoorraad en de kostprijs van de verkochte goederen wordt er gebruik gemaakt van deze gemiddelde kost.

De FIFO-methode is de meest gebruikte methode (Giroux, 2004). In periodes van inflatie kunnen managers betere resultaten voorleggen indien zij de FIFO-methode toepassen. Managers kunnen om politieke redenen geneigd zijn de resultaten te drukken. In zulke situaties opteren zij voor de LIFO-methode.

3.2.1.2 Afschrijvingsmethode

Vaste activa worden afgeschreven volgens door het bestuursorgaan vastgelegde regels (Jorissen et al., 2007). Hierbij heeft de bedrijfsvoering de keuze tussen de lineaire en de degressieve afschrijvingsmethode. Bij de lineaire afschrijvingsmethode wordt het actief gelijkmatig afgeschreven en de kosten gelijkmatig gespreid over haar levensduur. Het effect op het resultaat zal jaar na jaar identiek zijn. Degressieve afschrijvingen zijn afschrijvingen via een vast percentage op de boekwaarde. Deze methode zorgt voor een versnelde afschrijving van de activa. In de beginjaren worden hogere bedragen afgeschreven, maar het afschrijvingspercentage neemt degressief af in de jaren nadien.

De bedrijfsvoering zal, identiek als bij de voorraadwaardering, een afschrijvingsmethode kiezen en deze consistent blijven gebruiken. Men moet de gehanteerde methode ook steeds vermelden in de toelichting bij de gepubliceerde jaarrekening. Daarnaast zal het ook de normen van de industrie volgen. Een plotse wijziging van de afschrijvingsmethode kan dus vragen doen rijzen bij

toezichtshoudende instanties. Men moet zich dan de vraag stellen of deze wijziging verantwoordt kan worden door wijzigende economische omstandigheden of dat men effectief de financiële staten tracht te manipuleren. Daarnaast is een versnelde afschrijving van activa soms economisch verantwoordt. Dit zal leiden tot een lager resultaat in de eerstvolgende jaren. Versneld afschrijven kan dus als een winstverlagende EM methode bestempeld worden.

3.2.2 Schattingen, voorspellingen en beoordelingen

Sommige balansposten vereisen schattingen, voorspellingen en beoordelingen van managers. Zo zullen ze bijvoorbeeld hun mening moeten uitdrukken over het aanleggen van voorzieningen, de waardering van bepaalde activa, de geschatte levensduur van een actief of het verlies van een twijfelachtige vordering (Lybaert et al., 2006). In sommige gevallen is men bij schattingen verplicht een externe deskundige in te schakelen. Toch zal deze verplichting de mogelijkheid tot manipulatie niet altijd uitschakelen. Zo kan men de schatter verkeerde of onvolledige informatie geven om zijn mening in een bepaalde richting te sturen. Ook kan men een schatter kiezen die gekend is om zijn of haar optimistische of pessimistische visie, al naargelang de richting van winststuring die men voor ogen heeft (Lybaert et al., 2006).

3.2.2.1 Voorzieningen

Voorzieningen vloeien voort uit het voorzichtigheidsprincipe dat stelt dat ondernemingen alle mogelijke verliezen moeten voorzien en geen winsten mogen anticiperen. Managers moeten volgens de wet op de jaarrekening voorzieningen aanleggen om alle mogelijke verliezen en kosten te dekken. Deze verliezen zijn op de balansdatum zeer waarschijnlijk maar het bedrag staat nog niet vast (Jorissen et al., 2007). De wetgeving heeft de rubriek voorzieningen opgedeeld in vier subrubrieken: voorzieningen voor pensioenen en soortgelijke verplichtingen, belastingen, herstellings- en onderhoudswerken en overige risico's en kosten.

De post voorzieningen is een populair instrument om het resultaat te sturen omdat er enige subjectiviteit gemoeid is met de bepaling van het bestaan en de omvang van voorzieningen (Lybaert et al., 2006). Het aanleggen van een voorziening is een keuze van het management. Men moet immers anticiperen op toekomstige verliezen en kosten. De wetgeving bevat wel bepalingen over wanneer het aanleggen van een voorziening wenselijk is, maar geen verdere richtlijnen over de grootte ervan. Deze keuze kan te optimistisch of te pessimistisch zijn. De voorzieningen zijn dus een handig instrument om het resultaat van het huidige en van toekomstige boekjaren te beïnvloeden. Men kan bijvoorbeeld te hoge voorzieningen aanleggen. Hierdoor drukt men het resultaat van het huidige boekjaar maar het resultaat in het jaar van aanwending zal aanzienlijk stijgen. Daarnaast kunnen overbodige voorzieningen in de resultatenrekening worden geboekt als uitzonderlijke opbrengst (Lybaert et al., 2006).

De posten waarbij wel enige duidelijkheid over de omvang wordt verschaft door de wetgeving zijn de voorzieningen voor brugpensioenen, collectieve aanvullende pensioenen en belastingen. Daarnaast moet de onderneming bij de laatste rubriek 'voorzieningen voor overige risico's en kosten', zoals milieukosten of contractrisico's, enige duidelijkheid verschaffen in de toelichting

indien het grote bedragen betreft (Lybaert et al., 2006). Dit kan enigszins als een soort rem werken op het naar eigen goeddunken aanleggen van dit soort voorzieningen.

3.2.2.2 Waardeverminderingen

Waardeverminderingen zijn correcties op de aanschaffingswaarde van actiefbestanddelen (Jorissen et al., 2007). Het zijn de immateriële en materiële vaste activa met onbeperkte gebruiksduur waarop waardeverminderingen van toepassing zijn. Men mag de waardevermindering enkel boeken wanneer de minderwaarde duurzaam is, en dit bij afsluiting van het boekjaar. Naargelang de oorzaak van de waardedaling zal men een waardevermindering boeken als bedrijfskost of als uitzonderlijke kost (Jorissen et al., 2007). Dit laat ruimte open voor interpretatie want er moet een keuze gemaakt worden over de grootte van het bedrag en de plaats van boeking. Managers kunnen het resultaat positief beïnvloeden door geen waardeverminderingen te boeken wanneer deze verantwoord zijn. Men zal bijvoorbeeld de gekende waardevermindering op onverkoopbare voorraden of op dubieuze debiteuren niet boeken (Mercken, 2011).

3.2.2.3 Herwaarderingen

Ondernemingen hebben de mogelijkheid om hun materiële vaste activa te herwaarderen wanneer de waarde ervan op een vaststaande en duurzame manier uitstijgt boven de boekwaarde (Jorissen et al., 2007). Sommige activa zijn noodzakelijk voor de voortzetting van de onderneming of voor een onderdeel daarvan. Activa mogen in dit geval slechts geherwaardeerd worden wanneer de uitgedrukte meerwaarde verantwoord kan worden door de rendabiliteit van de onderneming of van het ondernemingsonderdeel.

Wanneer de herwaardering een materieel vast actief betreft met beperkte gebruiksduur dan wordt op basis van deze geherwaardeerde meerwaarde afgeschreven (Jorissen et al., 2007). Men zal een plan opstellen waarbij men de meerwaarde gaat spreiden over de resterende gebruiksduur van het actief.

Het wordt dus duidelijk dat zowel de herwaardering als de eventuele extra afschrijvingen bepaald kunnen worden door keuzes van het management. Indien men een geherwaardeerd actief verkoopt dan kan men deze meerwaarde effectief realiseren. Verder kan men door verhoogde afschrijvingen de belastingen op het resultaat drukken. Managers hebben dus op het vlak van herwaarderingen de mogelijkheid om het resultaat te manipuleren.

3.2.2.4 Levensduur en restwaarde

De levensduur van een actief is vaak zeer moeilijk exact te bepalen, waardoor het theoretisch correct afschrijven in de praktijk vrijwel onmogelijk is. Door middel van het foutief schatten van de levensduur van een actief kan het resultaat beïnvloedt worden. Managers kunnen een actief afschrijven over een periode die de verwachte gebruiksduur overschrijdt. Het resultaat wordt hierdoor positief beïnvloedt (Mercken, 2011). De afschrijvingen worden immers gespreid over meerdere jaren, wat leidt tot een kostendaling in ieder boekjaar. Hoe korter men daarentegen de levensduur schat, hoe hoger de jaarlijkse afschrijvingskosten zullen liggen. Naast het aantal jaren

waarover afgeschreven wordt kan ook de residuele waarde van een actief in beperkte mate zelf gekozen worden (Vander Bauwhede et al., 2003a).

3.2.2.5 Research & Development

Bij onderzoek en ontwikkeling is het moeilijk om voorspellingen te maken omtrent de toekomstige generatie van opbrengsten. Er is dus heel wat subjectiviteit gemoeid met het bepalen van de vereiste boekingen in verband met R&D-kosten. Managers hebben de mogelijkheid om R&D-kosten te activeren, en de kosten dus te spreiden, of om de R&D kosten volledig ten laste van het huidige boekjaar te leggen. Managers hebben hierdoor een *tool* om het resultaat te sturen, daar ze zelf kunnen bepalen hoeveel kosten ze ten laste van het huidige boekjaar gaan leggen en hoeveel kosten ze gaan spreiden.

3.2.2.6 Voorraden

Het manipuleren van het winstcijfer via de voorraadwaardering is een veelgebruikt tool in de Belgische context. Vander Bauwhede en Willekens (2003a) geven dan ook enkele voorbeelden van 'without-GAAP' manipulatiemethodes via de voorraden:

- Het misbruik maken van waardeverminderingen op de voorraad: bij verdwenen of beschadigde voorraden moet een waardevermindering worden geboekt. Dit beïnvloedt het resultaat op een negatieve manier. Later, wanneer deze waardedaling als overdreven wordt beoordeeld, dan kan men deze (gedeeltelijk) omkeren. Omdat de beslissing over een waardedaling afhankelijk is van de beoordeling van de onderneming zelf wordt dit principe vaak gebruikt om de winsten in een voorbepaalde richting te sturen;
- Het opnemen van een niet-bestaande voorraad;
- Verkeerde prijzen hanteren bij de voorraadwaardering: dit zal voornamelijk het geval zijn wanneer de marktwaarde niet objectief te bepalen is. Ondernemingen hebben in dit geval enige ruimte om deze prijs naar eigen wens in te vullen. Men kan een hogere waarde kiezen dan de marktwaarde en vervolgens een waardevermindering doorvoeren op de voorraden. Dit zal een negatieve impact hebben op het resultaat. Ook het niet (correct) toepassen van de waarderingsregel die stelt dat men voor de voorraden de kleinste waarde moet nemen uit de aanschafwaarde en de marktwaarde wordt veelal gebruikt om het resultaat te sturen;
- Het controleren van het voorraadniveau via het aantal eenheden.

3.2.3 Keuzevrijheid: beperkingen

Managers bezitten veel vrijheidsgraden bij het opstellen van hun jaarrekening. Toch zal het conceptuele accountingkader, dat een beeld schept waarbinnen de jaarrekening dient opgesteld te worden, de mogelijkheden om het winstcijfer te beïnvloeden beperken. Het is een raamwerk van grondslagen en principes waaraan jaarrekeninginformatie moet voldoen (Jorissen et al., 2007). Daarnaast helpt dit raamwerk de diverse stakeholders bij de interpretatie van de jaarrekening.

Indien een onderneming onder de Boekhoudwet valt, dan moet het een jaarrekening opstellen (Van Hulle et al., 2010). Het Jaarrekeningbesluit, dat voor het eerst gepubliceerd werd in 1976, bevat heel wat regels inzake de vorm en inhoud van de jaarrekening. De problematiek van de waardering vormt het belangrijkste deel van het JB (Jaarrekeningbesluit). Het JB bepaalt volgens welke procedure de onderneming haar waarderingsregels moet vaststellen, de wijze waarop de vastgestelde regels openbaar worden gemaakt, de hoofdbeginselen waaraan de vastgestelde regels moeten voldoen en of de waarderingsregels zullen leiden tot de vereiste van het getrouwe beeld (Van Hulle et al., 2010). De waarderingsregels uit het Belgisch boekhoudrecht worden weleens omschreven als de algemeen aanvaarde boekhoudprincipes.

Vooreerst moet een onderneming haar waarderingsregels en methoden vaststellen. Deze moeten in overeenstemming zijn met de regels bepaald door het JB. Het JB bevat bijvoorbeeld artikels waarin specifieke regels worden gegeven inzake het boeken van waardeverminderingen, herwaarderingen en afschrijvingen. Men mag enkel afwijken van deze regels indien de toepassing van een waarderingsregel niet zou leiden tot de fundamentele vereiste van het getrouwe beeld. Daarnaast is er de eis van bestendigheid, algemeen erkend als een fundamenteel boekhoudprincipe. De gekozen waarderingsregel moet van het ene boekjaar op het andere identiek blijven en stelselmatig toegepast worden. Dit beginsel moet ervoor zorgen dat men bijvoorbeeld in slechte tijden het resultaat niet kan opkrikken door over te schakelen op andere waarderingsregels of om in uitermate goede tijden het winstcijfer naar omlaag te brengen (Van Hulle et al., 2010).

Daarnaast hecht het JB veel belang aan de hoofdbeginselen waaraan de vastgestelde regels moeten voldoen. Voorbeelden zijn het continuïteitsbeginsel, het voorzichtigheidsprincipe en het realisatie- en periodetoerekeningsprincipe (Van Hulle et al., 2010). Bij de vaststelling en toepassing van de waarderingsregels moet uitgegaan worden van een vermoeden van continuïteit. Indien dit niet het geval is, dan moeten de waarderingsregels aangepast worden. Zo zullen aanvullende aanschrijvingen en waardeverminderingen moeten geboekt worden en voorzieningen aangelegd worden voor de kosten verbonden aan de beëindiging van de werkzaamheden. Daarnaast mag men de financiële positie van de onderneming niet gunstiger voorstellen dan de werkelijke situatie. Volgens het voorzichtigheidsprincipe moet men de activa en opbrengsten bij twijfel onderwaarden in plaats van overwaarden. Kosten en schulden daarentegen moeten overgewaardeerd worden bij twijfel. Waarschijnlijke, maar nog niet-gerealiseerde kosten moeten ook zo vlug mogelijk ten laste worden gelegd van de resultatenrekening. Het voorzichtigheidsprincipe kan evenwel aanzet geven tot het systematisch onderwaarden van de activa en het systematisch overschatten van de passiva. Gebruikers van de jaarrekening kunnen dus misleid worden ondanks het beantwoorden aan het voorzichtigheidsprincipe door de onderneming. Het aangroeibeginsel stelt dat elke transactie verwerkt moet worden op het moment dat het zich voordoet, ongeacht het moment van de kas in- of uitstroom (Willems et al., 2007). Twee belangrijke principes die hiermee samenhangen zijn het realisatie- en periodetoerekeningsprincipe. Opbrengsten mogen volgens het realisatieprincipe pas gerapporteerd worden wanneer ze gerealiseerd zijn. Er kan hierbij een tijdsverschil ontstaan tussen het moment van rapportering en het moment van kasinstroom. Bij de verwerking van kosten geldt het periodetoerekeningsprincipe. Kosten worden in de resultatenrekening opgenomen wanneer er een

rechtstreeks verband kan worden gelegd tussen deze kosten en bepaalde baten of opbrengsten. Net zoals bij het realisatieprincipe kan er een verschil ontstaan tussen het moment van boeking en kasuitstroom. Er wordt veel gebruik gemaakt van overlopende rekeningen om kosten en opbrengsten aan bepaalde boekhoudperiodes toe te wijzen (Van Hulle et al., 2010).

Wanneer men de jaarrekening opstelt moet men dus de voorschriften inzake presentatie en waardering uit het JB opvolgen en voldoen aan de kwalitatieve kenmerken van jaarrekeninginformatie. De kwalitatieve kenmerken zijn: getrouwheid, begrijpbaarheid, relevantie, betrouwbaarheid en vergelijkbaarheid. Deze bepalingen zullen leiden tot een getrouw beeld van de jaarrekening.

3.3 Artificiële transacties

De vierde groep in de indeling van Amat et al. (1999) bevat de artificiële transacties. Het meest bekende voorbeeld binnen de artificiële transacties is de '*sale and lease back*' techniek. Men gaat één of meerdere activa verkopen aan een derde partij, in de meeste gevallen een bank, waarna men dit activum terug gaat huren in de vorm van een leasingcontract (Willems et al., 2007). Deze transactie biedt tal van voordelen voor het management. Zo kan men het eigen vermogen ter beschikking houden van de onderneming of kan men financieringsmiddelen genereren om nieuwe investeringen te doen.

De manager kan bij zulke transacties de resultatenrekening beïnvloeden door de realisatie van een meer- of minderwaarde bij de verkoop het actief. Men kan met andere woorden de verkoopprijs naar keuze boven of onder de marktwaarde gaan vaststellen (Mercken, 2011). Dit zal echter niet leiden tot een verlies voor de bank. Wanneer een actief verkocht wordt boven de marktwaarde, dan zal dit leiden tot hogere huurprijs. Als het actief verkocht wordt met een minderwaarde, dan zal dit tot een lagere huurprijs leiden.

Hoofdstuk 4: Corporate governance en earnings management

Uit hoofdstuk twee wordt duidelijk dat managers vele *incentives* kunnen hebben om het winstcijfer te manipuleren. Daarnaast beschikken ze over vele technieken, aan de hand van voorbeelden geïllustreerd in hoofdstuk drie, om daadwerkelijk tot winststuring over te gaan. Het is echter belangrijk om te weten dat EM niet kosteloos is en er sancties mogelijk zijn wanneer winststuring ontdekt wordt. Naast de gevolgen kan het sturen van de jaarrekening ook leiden tot suboptimale keuzes. Zo kan men ervoor opteren om een machine gedurende een volledig jaar niet te onderhouden om kosten te vermijden. Het gevolg hiervan is dat machines in de daaropvolgende jaren sneller verslijten, de productie stil komt te liggen omwille van defecten, enz. Managers moeten dus de voor- en nadelen van EM grondig evalueren alvorens tot actie over te gaan.

Jans et al. (2007) besluiten dat de wetgeving nooit volledig zal kunnen vermijden dat de managers hun financiële staten manipuleren. De gebruiker van de jaarrekening zal er rekening mee moeten houden bij het nemen van beslissingen dat dit fenomeen bestaat. Men kan er enkel maar op hopen dat de onderneming vroeg of laat bestraft zal worden voor resultaatsturingsgedrag. Doordat de wetgeving gevallen van EM niet tot nul kan reduceren en door de vele nadelen die verbonden zijn aan winststuring is er nood aan CG. Binnen CG tracht men immers aandeelhouders meer te betrekken, de banden te verbeteren tussen de aandeelhouders en de ondernemers of managers en heeft men aandacht voor goed bestuur (Torfs, 2011).

In de eerste sectie van dit hoofdstuk worden de meest voorkomende gevolgen besproken indien EM ontdekt wordt. Vervolgens zal in sectie twee het begrip CG gedefinieerd worden, de evolutie van CG wereldwijd en in Europa besproken worden en een vergelijking worden gemaakt tussen de Europese lidstaten. De derde sectie handelt over CG in België. Vooreerst worden de eerste initiatieven besproken. Vervolgens zullen de codes voor beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen toegelicht worden. De delen hiervan die relevant zijn voor het oplossen van de centrale onderzoeksvraag zullen meer in detail behandeld worden. Het laatste deel van de derde sectie geeft een korte toelichting bij de evolutie van *soft law* of aanbevelingen naar *hard law* of wetgeving.

4.1 Gevolgen van earnings management

Binnen deze sectie zullen vooreerst de gevolgen op de reputatie en op de persoonlijke gezondheid van betrapte managers besproken worden. Vervolgens zullen de sancties van de kapitaalmarkt en de gevolgen voor het *governance*-beleid kort toelicht worden. Het laatste deel bevat een kritische bedenking bij de voorgaande paragrafen.

4.1.1 Reputatie en persoonlijke gezondheid

EM kan kostelijk zijn voor managers van bedrijven die hun financiële staten moeten herzien. Desai, Hogan en Wilkins (2006) hebben een studie gevoerd bij 146 publieke, Amerikaanse bedrijven die hun staten hebben geherformuleerd nadat agressieve winststuring of fraude werd ontdekt. Deze studie onderzoekt het verloop en de tewerkstelling in een periode van één jaar na de ontdekking

van manipulatie. De gemiddelde leeftijd van de managers in deze studie is lager dan 50 jaar. Men heeft aangetoond dat in 60 procent van de bedrijven op zijn minst één senior manager (voorzitter van de RvB, CEO of aandeelhouder) zijn of haar job verliest binnen de 24 maanden na de aankondiging van herformulering van de financiële staten. De meerderheid van de managers zal gesanctioneerd worden door de RvB of de eigenaars. Verder toonden Warner, Watts en Wruck (1988) aan dat het afleveren van ondermaatse prestaties, naast het manipuleren van de financiële staten, de kans op een omwenteling van het management doet toenemen. De toekomst van betrapte managers wordt somber ingeschat. Managers die ontslagen worden ervaren immers een daling van de kwaliteit van hun volgend werk. Daarnaast zal de meerderheid van de managers gesanctioneerd worden door de arbeidsmarkt. Desai et al. (2006) toonden aan dat slechts 17 van de 115 managers in hun steekproef aangenomen werden voor gelijkaardige posities in andere bedrijven na de openbaarmaking van resultaatsturingsgedrag.

Managers die schuldig bevonden worden aan EM ondervinden significante verliezen in reputatie en aanzien. De negatieve gevolgen op de persoonlijke gezondheid en de financiële welvaart zijn dan ook groot. Deze gevolgen kunnen een negatieve invloed uitoefenen op de motieven van managers om het resultaat te sturen. Het bestaan van zulke impliciete sancties heeft positief ingewerkt op het wereldwijde geloof dat er onvoldoende disciplinaire, wetgevende mechanismen bestaan om managers te straffen die zich vergrijpen aan resultaatsturing (Desai et al., 2006). De persoonlijke of private gevolgen, zoals het verlies van reputatie, dienen dus als gedeeltelijke substituten voor de ondermaatse publieke of wettelijke terechtstelling van EM. De gerechtelijke kosten om ondernemingen of managers te vervolgen kan men zo eventueel verlagen.

Desai et al. (2006) besluiten dat een toegenomen kennis bij het brede publiek van de mogelijke gevolgen, gekoppeld aan recente wetgevende en gerechtelijke acties, het potentieel hebben om het ex ante gedrag van managers te beïnvloeden.

4.1.2 Kapitaalmarkt

Wanneer EM ontdekt wordt dan zal de kapitaalkost voor het bedrijf stijgen (Dechow et al., 1996). Vooreerst zullen investeerders hun schatting of oordeel over de bedrijfswaarde omlaag brengen. Daarnaast zullen de kapitaalverschaffers hun standpunt over de geloofwaardigheid van het financieel rapporteringssysteem van de onderneming bijstellen, alsook hun mening over de reputatie van het management. Al deze factoren zullen ertoe leiden dat ondernemingen die aan winstmanipulatie hebben gedaan, meer moeite zullen hebben om nieuw kapitaal of kredieten te verkrijgen. Indien men toch kredieten kan afsluiten zal dit tegen een hogere prijs gebeuren.

4.1.3 Wijzigingen in het governance beleid

Naast het ontslag van het management en andere spilfiguren bij de ontdekking van agressieve winststuring kan de onderneming of de RvB acties ondernemen om de *governance* van de onderneming te versterken (Desai et al., 2006). Hiermee tracht men het vertrouwen van investeerders en andere stakeholders terug te herstellen.

Desai et al. (2006) onderzochten wijzigingen in *governance* structuren nadat ondernemingen hun financiële staten hadden herzien. De resultaten tonen een stijging aan van twee belangrijke *governance* elementen bij de ondernemingen uit de steekproef die betraapt waren op EM: het aantal externe bestuurders en het aantal vijf procent aandeelhoudersblokken. Beide elementen zullen significant toenemen in de periode na herziening.

4.1.4 Kritische bedenking

De voorgaande sancties en gevolgen zijn vooral aangetoond voor publieke ondernemingen in de Verenigde Staten die betraapt werden op agressieve winststuring of fraude. Ze moeten dus enigszins genuanceerd wordt in het kader van een onderzoek naar privaatrechtelijke bedrijven.

Ondanks het feit dat er weinig literatuur gepubliceerd is over sancties voor betrapte managers in private bedrijven toonden Burgstahler et al. (2006) aan dat private bedrijven juist meer aan winststuring doen dan publieke of genoteerde ondernemingen. De eigenaars van private ondernemingen zijn over het algemeen ook manager waardoor ze toegang hebben tot private informatie. De financiële staten van private ondernemingen worden daarnaast niet wijd verspreid onder het publiek waardoor er informatie-asymmetrie is. Ondanks de informatie-asymmetrie en het feit dat men de financiële staten niet wijd verspreidt onder de diverse stakeholders vormen bankkredieten een belangrijke bron van kapitaal voor private ondernemingen. Er treden dus agency conflicten op tussen financiële instellingen en de eigenaars of managers (Van Tendeloo en Verstraelen, 2008). De belangrijkste motieven voor managers van private bedrijven om over te gaan tot EM zijn fiscale optimalisatie en betere handelsovereenkomsten met bijvoorbeeld leveranciers, klanten en kredietverstrekkers. Private ondernemingen gaan vooral over tot legale vormen van EM, in vergelijking tot publieke of genoteerde bedrijven die vooral agressieve winstmanipulatie of fraude plegen. Van Tendeloo et al. (2008) nuanceren de vaststelling van Burgstahler et al. (2006) wel voor private bedrijven in landen met strenge belastingautoriteiten zoals België. De financiële staten zullen strenger gecontroleerd worden omdat de belastingberekening gebaseerd is op de gerapporteerde cijfers. Private bedrijven in zulke landen zullen minder snel over gaan tot winstmanipulatie.

4.2 Corporate governance in Europa

Binnen deze sectie zullen vooreerst enkele definiëringen worden gegeven voor het begrip CG. Vervolgens zal kort geschetst worden hoe CG geëvolueerd is wereldwijd en in Europa. Deze sectie wordt afgesloten met de verschillpunten in CG benadering tussen enkele Europese landen.

4.2.1 Corporate governance: definiëring

CG wordt in de literatuur omschreven als volgt:

- *"de wijze waarop de leveranciers van financieringsmiddelen aan ondernemingen zichzelf een return op hun investering garanderen"* (Shleifer en Vishny, 1997).
- *"de wijze waarop ondernemingen worden bestuurd en gecontroleerd, alsook de wijze waarop daarover verantwoording wordt afgelegd aan de kapitaalverschaffers en andere stakeholders"* (Moerland, 1997).

Lievens (z.d.) beschrijft CG als een systeem van structuren en processen dat ertoe strekt de onderneming te besturen en te controleren. Hierdoor ontstaat er een evenwicht tussen de diverse belangengroepen in de onderneming, meer bepaald tussen het management, de RvB en de aandeelhouders. Behoorlijk bestuur moet ervoor zorgen dat de onderneming bestuurd wordt in het belang van alle aandeelhouders en niet enkel in het belang van de voornaamste eigenaars.

Tirole (2001) vond echter dat auteurs in hun definiëring van CG een te grote nadruk leggen op het belang van de aandeelhouders. Volgende voorbeelden zijn definiëringen waarin het belang van de diverse stakeholders voorop staat:

- *"Het ontwerp van instellingen die het management verplichten om de welvaart van stakeholders te internaliseren"* (Tirole, 2001).
- *"Corporate Governance is the system of checks and balances, both internal and external to companies, which ensures that companies discharge their accountability to all their stakeholders and act in a socially responsible way in all areas of their business activity"* (Solomon en Solomon, 2004).

De problematiek vloeit voort uit de agency relatie tussen de principaal (externe partij of stakeholder) en de agent (manager of ondernemer). Managers handelen niet noodzakelijk in het belang van de principaal. Zo kunnen managers eigen doelstellingen nastreven, die niet in lijn liggen met de objectieven van de principaal. Door middel van CG kan men de doelstellingen van principaal en agent toch proberen te verenigen. Men kan de agent laten handelen in het belang van de principaal door middel van efficiënte controlestructuren en *managerial incentives*. John en Senbet (1998) omschrijven CG dan ook als het systeem waarmee ondernemingen gestuurd en gecontroleerd worden. Dit systeem zal voor alle belanghebbenden van de onderneming, zowel de principaal als de agent, de rechten en plichten vastleggen. Cohen en Hanno (2000) zien CG als een soort van controleactiviteit, uitgeoefend door de RvB en het auditcomité, met als doel het bewaren van de integriteit van het financieel rapporteringsproces.

Men kan dus stellen dat CG het mechanisme bij uitstek is om stakeholders de zekerheid te bieden dat de handelingen van het management van de onderneming in lijn zijn met hun wensen (Daily, Dalton en Cannella, 2003).

4.2.2 De evolutie van corporate governance wereldwijd en in Europa

Het eerste rapport rond CG werd ontworpen in januari 1978 in de VS. Dit rapport, *'The role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation'*, was het gevolg van verscheidene onderzoeken naar de *governance* van Amerikaanse ondernemingen tussen 1970 en 1980 (Denis en McConnell, 2003). Deze periode werd namelijk gekenmerkt door een overgang van eerder vriendschappelijke fusies naar vijandige overnames. Managers trachtte hierdoor machtsimperiums uit te bouwen, waardoor ze niet altijd meer als doel hadden om aandeelhouderswaarde te creëren (Aguilera en Cuervo-Cazurra, 2004). De rol van de bestuurders moest dus herzien worden, naar een meer participatieve, controlerende en toezichhoudende rol in plaats van puur *'rubber-stamp'* te zijn.

De tweede code, the *'Code of Best Practice, Listing Rules'*, werd opgesteld in Japan door de Hong Kong Stock Exchange in 1989. In de beginperiode van de jaren '90 begon er echter ook meer en meer onderzoek te ontstaan naar CG in Europa. Landen zoals Ierland, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland namen het voortouw (Denis et al., 2003). In 1991 werd door de Ierse associatie van investeringsmanagers de volgende code opgesteld: *'Statement of Best Practice on the Role and Responsibility of Directors of Publicly Listed Companies'*. Het Verenigd Koninkrijk volgde in 1992 met het *'Cadbury Report'*, een code die door vele auteurs als het vlaggenschip van CG wordt gezien. Bepalingen zoals onafhankelijke bestuurders, een grotere betrokkenheid van aandeelhouders, de oprichting van specifieke comités en het *'pas toe of leg uit – principe'* komen hierin voor het eerst aan bod (Aguilera et al., 2004).

De opkomst van goede CG codes volgde geen lineair pad. Er is een grote kloof tussen de eerste code in de VS en de tweede code in Japan. Na 1989 werden er geleidelijk aan meer codes ontwikkeld, vooral in de beginperiode van de jaren 90. Het *'Cadbury Report'* in 1992 heeft gezorgd voor een exponentiële groei in en toepassing van de CG codes (Davis en Thompson, 1994).

In de jaren 2000 volgende de grote schandalen bij onder andere Enron, Worldcom, Parmalat en Adecco. Als reactie op de fraudepraktijken bij grote Amerikaanse bedrijven werd eind juli 2002 de SOX-wetgeving door het Amerikaanse Congres goedgekeurd. Met deze wetgeving trachtte men fraudepraktijken te voorkomen en het vertrouwen van beleggers in de financiële informatie te herstellen.

Academici aan beide zijden van de oceaan komen tot de vaststelling dat grote schandalen van het type Worldcom niet mogelijk waren in Europa (Enriques, 2003). De verschillen in eigendomsstructuren tussen Amerikaanse en Europese bedrijven gaven een verklaring voor de immuniteit van Europa: de eigendomsblokken van Europese bedrijven werkten als betere monitoringsmechanismen dan raden van bestuur of institutionele beleggers in Amerika. Dit wil echter niet zeggen dat Europa volledig immuun was tegen frauduleuze praktijken. Een eerste voorbeeld is Royal Ahold, de derde grootste voedselverdelers ter wereld. Zij overschatten hun

winsten met meer dan 500 miljoen dollar in 2001 en 2002 (Enriques, 2003). Een tweede voorbeeld is het Italiaanse Parmalat. In 2003 kon men, ondanks een bezit van 4,5 miljard euro aan liquide middelen, een lening van 150 miljoen euro niet terugbetalen. Dit leidde tot een grootschalig onderzoek waaruit bleek dat Parmalat verliezen verborgen had, haar activa had overgewaardeerd, niet-bestaande activa had geboekt, schulden had ondergewaardeerd, bankdocumenten had vervalst en onterecht cash uit de onderneming had laten stromen (Enriques en Volpin, 2007). De publieke reactie op deze schandalen was alleszins niet vergelijkbaar met de reactie op de schandalen bij Enron en Worldcom. In de VS werd fraude gepleegd door de managers, die extra voordelen trachten te verkrijgen via hun aandelen of *stock options* (Coffee, 2005). In Europa daarentegen werd fraude gepleegd door de controlerende eigenaars, die door financiële transacties en andere operationele mechanismen private voordelen trachtten te verkrijgen (Coffee, 2005). Voorbeelden zijn bezittingen die van de balans verdwijnen, onterechte betalingen aan aandeelhouders en geaffilieerden en derde partij transacties. Welvaart werd zo getransfereerd van minderheidsaandeelhouders naar controlerende aandeelhouders.

Hoewel er al sprake was van het begrip CG hebben de grote fraudepraktijken in de Verenigde Staten en de daaruit volgende SOX-wetgeving in 2002 een impact gehad op het wereldwijde CG debat. De Europese politici vonden dat de grote Amerikaanse schandalen genoeg rechtvaardiging gaven om de CG bepalingen te herzien en eventueel aan te passen waar nodig (Enriques, 2003). De EC (Europese Commissie) ontwierp in 2003 het 'EU-actieplan' voor de 'Modernisering van het vennootschapsrecht en de versterking van CG in de Europese Unie' (IFC, 2008). Dit actieplan kwam er echter niet alleen door de vele schandalen die aan het licht kwamen. Ook de trend bij Europese landen om grensoverschrijdend te handelen, de integratie van de Europese kapitaalmarkten, de snelle ontwikkeling van nieuwe informatie- en communicatietechnologieën en het toenemende aantal lidstaten waren een stimulans om actie te ondernemen (IFC, 2008). De EC concludeerde uit een comparatieve studie uit 2002 inzake de '*codes of best practice*' uit diverse lidstaten dat een 'zekere coördinatie' van de codes noodzakelijk was om convergentie in de toekomst aan te moedigen. Het EU-actieplan werd geïmplementeerd door middel van wettelijke initiatieven die gericht waren op het verbeteren van het bestuur en het versterken van de rechten van de aandeelhouders. Een van de belangrijkste objectieven van het plan was equivalente bescherming bieden aan aandeelhouders en andere partijen die beïnvloedt worden door of belang hebben in een onderneming (IFC, 2008).

De bepalingen van de SOX-wetgeving en nog enkele andere voorstellen ter herziening van CG in de VS hebben inspirerend gewerkt. De schandalen in de Verenigde Staten hebben Europa de kans geboden op een tijdige en doordachte manier lessen te trekken en zodoende hervormingen door te voeren.

4.2.3 Verschillen tussen Europese lidstaten

Er bestaan grote verschillen tussen de verschillende lidstaten van de EU (Europese Unie) op het gebied van nationale CG praktijken. Uit een comparatieve studie, uitgevoerd in 2002 door Weil, Gotshal en Manges LLP, een internationaal advocatenkantoor, blijkt dat iedere lidstaat een eigen

benadering op het gebied van CG heeft en dus ook eigen codes opstelt. De verschillen in wetgeving liggen aan de basis van de verschillen in CG praktijken tussen de lidstaten (Beerens, 2004).

Volgens Weimer en Pape (1999) bestaan er drie groepen van landen die min of meer gelijkaardige CG systemen ontwerpen: Angelsaksische landen, Germaanse landen en Latijnse landen. Verder heeft Japan een eigen CG systeem uitgewerkt, gebaseerd op sterke families, consensusbeslissingen en sterke netwerken tussen bedrijven. Er kan dan ook een opdeling gemaakt worden tussen de belangrijkste Europese lidstaten:

- Angelsaksisch systeem: het Verenigd Koninkrijk;
- Germaans systeem: Duitsland, Nederland, Zweden, Oostenrijk, Denemarken, Noorwegen en Finland;
- Latijns systeem: Frankrijk, Italië, Spanje en België.

Landen zoals het Verenigd Koninkrijk worden gekenmerkt door een *one-tier* structuur, waarbij uitvoerende en controlerende verantwoordelijkheden vertegenwoordigd zijn in hetzelfde orgaan (Weimer et al., 1999). Binnen dit orgaan, de RvB, is er een onderscheid tussen uitvoerend bestuurders en niet-uitvoerende bestuurders. De uitvoerende bestuurders of insiders zijn verantwoordelijk voor het management van de onderneming. De niet-uitvoerende bestuurders, meestal externe specialisten, moeten het management adviseren als een soort van *management decision control system*. De Angelsaksische landen zijn verder sterk afhankelijk van de kapitaalmarkt, wat van de aandeelhouders de belangrijkste belangenpartij maakt. Aandeelhouderswaarde creëren is dan ook het belangrijkste objectief. Het Angelsaksische systeem van CG is gebaseerd op een actieve, externe markt voor *corporate control* waardoor minderheidsaandeelhouders beter beschermd worden (Weimer et al., 1999). Verder is deze externe markt een goed mechanisme voor aandeelhouders om het beslissingsproces van managers op een indirecte manier te beïnvloeden. Ondernemingen die slecht presteren worden overgenomen tegen een lage prijs, waarna het hele managementteam door de nieuwe eigenaars aan de deur wordt gezet.

In vergelijking met het Angelsaksische systeem, dat marktgericht is, zijn de landen in het Germaanse systeem netwerkgeoriënteerd. Ondernemingen in landen zoals Duitsland en Nederland worden niet gezien als middelen om aandeelhouderswaarde te creëren (Weimer et al., 1999). Ze worden eerder gezien als autonome, economische entiteiten die een coalitie vormen tussen verscheidene partijen zoals aandeelhouders, managers, werknemers, leveranciers, kredietverstrekkers en klanten. Samen streven ze naar de continuïteit van de onderneming als een geheel (Moerland, 1995). In tegenstelling tot de UK hebben de Germaanse landen een *two-tier* systeem. De uitvoerende en controlerende verantwoordelijkheden zijn vertegenwoordigd in verschillende organen. Men heeft een *management board* en een *supervisory board*. Het *supervisory board* moet het management niet enkel vanuit juridisch standpunt controleren maar ook adviseren vanuit een praktisch standpunt. In Duitsland zitten zowel banken, werknemers als aandeelhouders in het *supervisory board*. Grote Duitse banken trachten een aanzienlijk aandeel te veroveren in het vermogen en zitjes te vergaren in het *supervisory board* (Weimer et al., 1999). Verder mogen ook de werknemers mee belangrijke bedrijfsbeslissingen nemen. In Nederland

probeert men dit systeem ook toe te passen. Kleine ondernemingen moeten op z'n minst één derde van de zitjes aan werknemers geven, terwijl ondernemingen met meer dan 2000 werknemers de helft van de zitjes in het *supervisory board* moeten garanderen aan de werknemers (Weimer et al., 1999). Het Germaanse systeem wordt gekenmerkt door grote eigendomsblokken en stabiele, langdurige economische relaties. Dit wordt mogelijk gemaakt door de het stabiele aandeelhouderschap van werknemers en banken.

Naast het Germaans systeem is ook het Latijnse systeem netwerk georiënteerd. Het concept van het Latijnse systeem ligt tussen dat van het Angelsaksische en het Germaanse in (Weimer et al., 1999). Aandeelhouders hebben meer macht dan in het Germaanse systeem, maar minder dan in het Angelsaksische systeem. Het Latijnse systeem wordt gekenmerkt door hoge eigendomsconcentratie en sterke aandeelhouders als CG mechanisme. Bestuurders zijn *ad nutum* herroepbaar (Weimer et al., 1999). Dit betekent dat men gedurende het mandaat een bestuurder kan afzetten, waarbij een eenvoudige beslissing, met een gewone meerderheid van de stemmen, van de algemene vergadering voldoende is. Een motivering is zelfs niet vereist. Verder heeft men in Frankrijk en België bijvoorbeeld de keuze tussen een *one-tier* of een *two-tier* structuur. De overgrote meerderheid kiest echter toch voor een *one-tier* structuur. Hier is het dus niet of bijna niet het geval dat banken en werknemers een zitje hebben. Landen in het Latijnse systeem worden gekenmerkt door financiële holdings, kruisparticipaties en overheids- en familiale controle (Moerland, 1995). In België bijvoorbeeld hebben banken zoals Dexia en KBC een hele holdingstructuur boven zich.

In continentaal Europa vertrouwt men minder op de wettelijke bescherming van aandeelhouders, maar meer op grote investeerders en sterke aandeelhoudersblokken. Een van de essentiële elementen van een goed CG systeem is nochtans de juridische bescherming van investeerders. De minderheidsaandeelhouders moeten beter beschermd worden ten opzichte van de sterkste aandeelhouders. Daarnaast erkent men toch ook het belang van een bepaalde vorm van geconcentreerd aandeelhouderschap. De regulatie van de EU is zich meer en meer aan het ontwikkelen in een richting die gunstiger is voor onafhankelijke aandeelhouders (Weimer et al., 1999). Ondanks de vele verschillen vinden we in alle lidstaten volgende elementen terug in de CG codes: bestuursstructuren, samenstelling en benoeming van het bestuur, aantal en duurtijd van de mandaten, onafhankelijkheid van de bestuurders, werking van de RvB, vergoedingen, informatieverspreiding en de aansprakelijkheid van bestuurders.

4.3 Corporate governance in België

In deze sectie zal een overzicht geschetst worden van de eerste initiatieven die in België ondernomen zijn op het vlak van CG. Vervolgens zullen de twee codes besproken worden die van belang zijn voor en een invloed uitoefenen op de beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen in België en hoe ze geëvolueerd zijn. In het laatste deel zal de evolutie van *soft law* of aanbevelingen naar *hard law* of wetgeving kort uiteengezet worden.

4.3.1 De eerste Belgische initiatieven

De transparantiewet van 1989 was het eerste belangrijke initiatief (Trumpener, 2007). Voor deze wet tot stand kwam was er weinig bekend over het aandeelhouderschap van beursgenoteerde ondernemingen. Er bestond geen verplichting om de eigendomsstructuur bekend te maken. Deze wet verplichtte ondernemingen echter om melding te maken van aandelenparticipaties die gelijk waren aan of groter dan de drempel van 5%, en dit aan de Commissie voor het Bank – en Financiewezen (Dombrecht, Heremans, Plasschaert en Vanneste, 2005). Men wilde namelijk inzicht krijgen in de posities van belangrijke aandeelhouders. Naast deze transparantiewet kwam er in 1995 een wetgevende hervorming ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders (Trumpener, 2007).

In 1998 hebben drie instanties actie ondernomen op vlak van CG: het BXS (Beurs van Brussel), het CBFA (Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen) en het VBO. Ze hebben alle drie afzonderlijk een rapport opgesteld met aanbevelingen omtrent CG voor Belgische ondernemingen (Trumpener, 2007). Het BXS stelde het Rapport Cardon op waarin aanbevelingen werden gegeven aan Belgische beursgenoteerde ondernemingen (Trumpener, 2007). Het was opgesteld rond het '*comply or explain* – principe'. Afwijkingen van de aanbevelingen dienden gemotiveerd te worden. Er werd beargumenteerd dat ondernemingen die het belang van goed bestuur erkennen interesse opwekken van potentiële investeerders. Dit kan belangrijk zijn voor de verdere groei van de onderneming. Het VBO daarentegen stelde aanbevelingen op die voor alle Belgische ondernemingen golden, zowel voor de publieke als de privaatrechtelijke (Trumpener, 2007). De achterliggende gedachte van het VBO bij het vaststellen van het toepassingsgebied was het feit dat het voordelig kan zijn voor alle soorten van ondernemingen om aandacht te hebben voor deugdelijk bestuur. Ook bij deze aanbevelingen gold het '*comply or explain* – principe'. Het initiatief van het CBFA was echter verschillend dan dat van het BXS en het VBO (Trumpener, 2007). De aanbevelingen van de laatste twee instanties zijn gericht op de manier waarop men deugdelijk bestuur kan ontwikkelen. De aanbevelingen van het CBFA zijn eerder gericht op de informatieverstrekking. Men gaf de aanbeveling om gegevens omtrent deugdelijk bestuur openbaar te maken.

Na de oprichting van de Commissie CG in België werd in 2000 volgend rapport gepubliceerd: 'Naar een beter bestuur voor Belgische ondernemingen' (Trumpener, 2007). De Wet van 2 augustus 2002, die enkele CG aanbevelingen integreerde in het Wetboek van Vennootschappen en gebaseerd was op dit rapport, legt enkele verplichtingen op aan publieke ondernemingen om tot goed bestuur te komen. Doordat voorgaande initiatieven vanuit de EC niet het gewenste effect met

zich meedroegen en door de uitbraak van vele nieuwe schandalen in Europa, zoals Royal Ahold en Adecco, was er nood aan nieuwe impulsen. De EC publiceerde in 2003 het 'EU-actieplan', dat een versterking van CG in Europa tot doel had. In 2004 en 2005 ontstonden er ook in België nieuwe initiatieven, voortvloeiend uit dit 'EU-actieplan', die zouden leiden tot de huidige CG codes.

4.3.2 Code voor beursgenoteerde ondernemingen

Na de publicatie van het 'EU-actieplan' in 2003 waren de drie individuele rapporten uit 1998 achterhaald. Ze dienden samengebundeld en geactualiseerd te worden om één allesomvattende code betreffende deugdelijk bestuur te verkrijgen. In 2004 werd een nieuwe Commissie CG opgericht op initiatief van het CBFA, het VBO en de Euronext Brussel. De voorzitter van deze nieuwe werkgroep was Maurice Lippens. De commissie had als doel een code op te stellen die in lijn was met de Europese aanbevelingen en met de internationale praktijk. Op 9 december 2004 publiceerde de Commissie CG de Belgische CG code voor beursgenoteerde ondernemingen (Torfs, 2011). Deze code hanteerde het 'pas toe of leg uit' – principe (Corporate Governance Committee, 2011). Het is een basisfilosofie die flexibiliteit vergemakkelijkt. Ondernemingen worden verondersteld de bepalingen van de code te volgen. Indien ze dit niet doen moeten ze uitleggen waarom ze in hun specifieke situatie de bepaling niet volgen.

Na een uitgebreide consultatie werd op 12 maart 2009 de tweede editie van deze code uitgewerkt en openbaar gemaakt. Voortaan werd de Code Lippens de CG Code 2009 genoemd. De voorzitter van deze Commissie CG was Herman Daems. De code werd herzien om rekening te houden met de positieve en negatieve ervaringen met de eerste versie ervan en het veranderende wettelijke kader in België en Europa. Daarnaast werden nieuwe verwachtingen gecreëerd door de samenleving en stakeholders ten opzichte van de verantwoordelijkheden en gedragingen van vennootschappen, bestuurders en managers (Torfs, 2011). De CG Code 2009 bevat enkele belangrijke wijzigingen. Een eerste voorbeeld is de aanbeveling om de functies van voorzitter van de RvB en CEO door twee verschillende personen te laten uitoefenen. Verder zijn er wijzigingen in de rol van de RvB en de remuneratie- en vertrekvergoedingen van topmanagers. De CG Code 2009 pleit hierbij voor een volledige transparantie van deze vergoedingen ten opzichte van de aandeelhouders en de buitenwereld (Belgische CG Code 2009, 2009).

4.3.3 Code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen

De tweede CG code in België was echter een unicum (Code Buysse, 2005). Elke lidstaat had wel een code voor beursgenoteerde ondernemingen, maar geen code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Daarom werd in september 2005 in België de Code Buysse gepubliceerd op initiatief van UNIZO (Unie van Zelfstandige Ondernemers) en UCM (Union des Classes Moyennes) en onder voorzitterschap van baron Paul Buysse (Code Buysse, 2005). Sindsdien hebben vele landen ons voorbeeld gevolgd. Deze code bevat aanbevelingen voor de wijze waarop niet-beursgenoteerde ondernemingen bestuurd en gecontroleerd moeten worden. De belangrijkste doelstelling van CG volgens deze werkgroep is waardecreatie op de lange termijn. Omdat niet-beursgenoteerde bedrijven zeer divers zijn is het belangrijk om bij de uitwerking van een CG beleid rekening te houden met de eigenheden van de onderneming. Zo zal iedere onderneming rekening

moeten houden met haar aard, omvang en groeifase wanneer men een beleid uitstippelt (Code Buysse, 2005).

Het belang van een goede code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen is zeer belangrijk. De EC publiceerde in april 2011 haar 'Groenboek', waarin ze een degelijke en efficiënte *governance* bij private ondernemingen zeer waardevol schat (Europese Commissie, 2011). Sommige zeer grote ondernemingen, die een aanzienlijk economisch belang hebben, houden zich immers bewust van de beurs weg omwille van de buitensporige lasten die verbonden zijn met een beursnotering. Zo moeten ze geen rekening houden met het 'pas toe of leg uit'-principe dat de code voor beursgenoteerden vooropstelt en de verplichtingen uit CG wet. De code voor private ondernemingen moet volgens de EC dan ook trachten zoveel mogelijk principes van de code voor beursgenoteerden over te nemen. Men moet deze principes evenwel aanpassen omdat private bedrijven andere uitdagingen hebben.

4.3.3.1 Evolutie

De Commissie Buysse, rond voorzitter baron Paul Buysse, diende op 21 maart 2005 een ontwerpcode omtrent CG in voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Hiermee was België het eerste Europese land dat naast een code voor beursgenoteerden ook een code voor niet-beursgenoteerde vennootschappen opstelde. De definitieve code werd op 21 september 2005 publiekelijk gemaakt (Code Buysse, 2005).

Baron Buysse geeft aan hoe de code ontstaan is (Code Buysse II, 2009):

"Vanuit een zekere vorm van idealisme hebben we in de Commissie en samen met heel wat bedrijven over het hele land onderzocht hoe we de niet-beursgenoteerde bedrijven konden helpen om eventuele conflicten of problemen te vermijden. Uit al die aanbevelingen is een leidraad ontstaan die bedrijven op een pragmatische en zelfregulerende wijze helpt om een duurzaam en behoorlijk bestuur in te voeren, en waarmee ze ook daadwerkelijk een winstgevende groei kunnen realiseren. Goed bestuur is immers niet alleen noodzakelijk voor beursgenoteerde ondernemingen. Ook niet-beursgenoteerde ondernemingen – kleine en (middel)grote kmo's – kunnen de Code toepassen in elke fase (start-up, groei, maturiteit) waarin ze zich bevinden. Daarom is de Code Buysse een unicum in de wereld. Voordien bestonden er enkel corporate governance regels voor beursgenoteerde ondernemingen".

In 2006, één jaar na het publiekelijk maken van de code, voerde UNIZO een studie omtrent de implementatie van de Code Buysse (UNIZO-studiedienst, 2006). Men voerde een online enquête en men kreeg respons van 308 ondernemingen. 68% van de respondenten gaf aan ooit al eens iets gehoord te hebben over de code. De studie toonde aan dat hoe kleiner de onderneming, hoe kleiner het percentage dat effectief in aanraking was geweest met de code. Vervolgens werd er gepolst naar de toepassing van de code. Slechts 21% van de ondernemingen paste de aanbevelingen van de code toe. Ook hier waren het voornamelijk de grotere ondernemingen die een positief antwoord gaven. Verder werd er onderzocht of ondernemingen de intentie hadden om de code toe te gaan passen. 39% van de respondenten gaf aan dat het in de toekomst van plan was de bepalingen te implementeren. Bij de 107 naamloze vennootschappen uit de studie werd

gepeild naar de aanwezigheid van externe bestuurders. 39% antwoordde positief, terwijl 44% uitdrukkelijk aangaf hier niet toe bereid te zijn. De laatste vragen uit de enquête behandelden het concept van de adviesraad. 8% van de respondenten had reeds een adviesraad ingesteld. Vooral bij middelgrote ondernemingen had het zijn ingang al gevonden. Hiernaast werd vastgesteld dat 30% van de ondervraagden de interesse had om, mits de nodige begeleiding, een adviesraad op te richten. UNIZO concludeerde uit deze studie dat een verdere sensibilisering van de ondernemers omtrent het nut en de voordelen van behoorlijk bestuur noodzakelijk was en dat men ondernemers actief moest begeleiden bij de implementatie ervan in hun eigen bedrijf (UNIZO-studiedienst, 2006).

Net zoals de code Lippens werd de code Buysse in 2009 ge-upgrade. De snel wijzigende socio-economische omgeving en de vele reacties uit de bedrijfswereld gaven ook hier aanzet tot een herziening (Code Buysse II, 2009). De commissie Buysse werkte intensief samen met de grootste Vlaamse en Waalse ondernemersorganisaties, UNIZO en UCM, waarna de Code Buysse II ontstond. Deze twee ondernemersorganisaties zijn ook de initiatiefnemers van de eerste code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Daarnaast heeft Professor Jozef Lievens, gedelegeerd bestuurder van het IFB (Instituut voor het Familiebedrijf) en het FBnet Belgium (Family Business Network Belgium), een belangrijke rol gespeeld bij de eindredactie van deze hernieuwde code (Code Buysse II, 2009).

De belangrijkste herziening van de Code Buysse II is de indeling van de *governance* van een onderneming in vier fasen: deugdelijk ondernemen, adviesraden, een actieve RvB en de verdere uitbouw van bestuursorganen (Code Buysse II, 2009). Elke onderneming kan naarmate het groeit de aanbevelingen voor elk van de vier fasen implementeren (Code Buysse II, 2009). Naargelang de omvang en de groeifase heeft elke niet-beursgenoteerde onderneming immers nood aan een aangepaste invulling van deugdelijk bestuur (Bestuurszaken van de Vlaamse overheid, 2011). Fase één richt zich voornamelijk op ondernemers die hun onderneming nog niet in een vennootschapsstructuur hebben gegoten. Ook zij moeten, net zoals alle andere vennootschappen tijdens hun bestaansduur, op een deugdelijk manier ondernemen. In fase twee laat de ondernemer zich bijstaan door een raad van advies, dat als klankbord functioneert tijdens de bedrijfsvoering. Vervolgens wordt er in fase drie een RvB opgericht die zich met belangrijke en strategische zaken bezig houdt. Deze raad kan men nog verder ontwikkelen door externe personen erbij te betrekken. De vierde en laatste fase houdt een verder uitbouw van het bestuursorgaan in met specifieke comités. Voorbeelden van zulke comités zijn het remuneratie-, benoemings- en auditcomité. Deze moeten de RvB bijstaan in het beslissingsproces.

Niet-beursgenoteerde ondernemingen hebben er volgens UNIZO alle baat bij om de bepalingen uit de Code Buysse II door te voeren (UNIZO, 2007). Een efficiënte bestuursstructuur draagt immers vier belangrijke voordelen met zich mee:

- Het zal de onderneming ten eerste een professioneel imago verschaffen naar alle betrokken partijen toe. Vooral bij banken en financiers is dit zeer voornaam. Een duurzame relatie met kapitaalverschaffers en de bij het financieel beleid betrokken partijen is voor elke

ondernemer van belang. Men moet de aantrekkingskracht naar alle interne en externe partijen duurzaam vergroten om de continuïteit van de vennootschap te vrijwaren;

- Als twee reden haalt men aan dat het een troef is naar de recruiteringsmarkt toe;
- De derde reden is het verzekeren van de continuïteit van ondernemingen, vooral bij familiebedrijven. Het tijdig aan de orde stellen, goed voorbereiden en zorgvuldig begeleiden van de opvolging is één van de meest cruciale processen in het familiebedrijf. De regie van dit proces ligt in handen van de RvB, maar de uiteindelijke beslissing wordt genomen door de aandeelhouders;
- Als laatste reden kan het verhogen van de rendabiliteit van de onderneming aangehaald worden. Vennootschappen die zich conform de Code Buysse II opstellen hebben betere relaties met de diverse stakeholders en halen hier op financieel vlak grote voordelen uit.

Een van de belangrijkste principes van de Code Buysse II is de flexibele invulling van haar CG aanbevelingen. Het is niet de bedoeling van de werkgroep om een geheel van formele spelregels op te stellen die de ondernemingsdynamiek verstikken. Men moet trachten om de aanbevelingen zoveel mogelijk te integreren in de bestaande bedrijfsprocessen in een geest van evenredigheid en zonder al te veel bijkomende lasten en kosten te creëren (Code Buysse II, 2009).

Ondernemingen hebben zelf de keuze of ze de aanbevelingen uit de Code opvolgen. Men moet zich dus conformeren op basis van vrijwilligheid. Het is de individuele verantwoordelijkheid van iedere ondernemer om CG te integreren in de bedrijfspraktijken. Men moet niet zijn persoonlijk belang maar het ondernemingsbelang en de continuïteit van de onderneming centraal stellen, en dit in een breed sociologisch kader (Code Buysse II, 2009).

4.3.3.2 *Inhoud*

Het eerste hoofdstuk van de Code Buysse II bevat algemene principes (Torfs, 2011). De volgende twee hoofdstukken handelen over deugdelijk en maatschappelijk verantwoord ondernemen. In de hoofdstukken vier tot en met tien worden specifieke aanbevelingen gegeven in verband met:

- Raad van Advies: deze neemt geen beslissingen, maar formuleert enkel aanbevelingen. Het functioneert als een soort klankbord voor de onderneming en heeft in het bijzonder aandacht voor de strategie en het langetermijndenken. Het zorgt ook voor een evenwicht tussen de familie en andere aandeelhouders in familieondernemingen. De Raad van Advies moet dan ook op een evenwichtige manier samengesteld worden en moet tenminste twee onafhankelijke of externe adviseurs bevatten (Code Buysse II, 2009);
- Raad van Bestuur: niet-beursgenoteerde ondernemingen moeten toegroeien naar een structuur met een actieve RvB, die eventueel ontstaat uit een raad van advies. Aanbevelingen hierbij zijn een scheiding van de rol van voorzitter van de RvB en die van CEO. Verder kunnen er nog specifieke comités opgericht worden om de werking te optimaliseren (Code Buysse II, 2009). Deze bepaling wordt verder toegelicht in het volgende deelpunt;
- Management: men moet streven naar een performant (senior) management waarbij er een optimale collegialiteit heerst tussen de uitvoerende bestuurders, de leden van het

directiecomité en het topmanagement. Zowel de benoeming, de remuneratie als de evaluatie moet geregeld zijn in procedures (Code Buysse II, 2009);

- Aandeelhouders: deze personen moeten bereid zijn een langdurig persoonlijk engagement aan te gaan, een consistente visie hebben op de onderneming en bereid zijn de leiding en het toezicht over te laten aan gekwalificeerde organen. De RvB dient de nodige acties te ondernemen om de betrokkenheid van de aandeelhouders zoveel mogelijk te stimuleren (Code Buysse II, 2009);
- Controle en risicobeheer: de continuïteit van de onderneming dient verzekerd te worden. Het juist inschatten van de risico's, zowel tijdens de identificatie als de controle, is een essentiële taak van het management en de RvB. Men moet een politiek inzake risicobeheer opzetten, een systeem van interne controle uitbouwen en indien nodig een interne auditfunctie instellen. Daarnaast wordt het belang van de externe audit benadrukt (Code Buysse II, 2009);
- Familiale ondernemingen: voor dit soort ondernemingen werkt de code specifieke aanbevelingen uit. Zo kan men een familieforum organiseren of een aantal spelregels vastleggen in het familiale charter (Code Buysse II, 2009);
- Bekendmaking van het CG beleid: naargelang de omvang en de groeifase van de onderneming dient men de rollen die de RvB, het management en de aandeelhouders bekleden, vast te leggen in een CG-verklaring. Deze verklaring, die een specifiek hoofdstuk vormt van het jaarverslag bij de jaarrekening, moet ook de belangrijkste gebeurtenissen op het vlak van CG tijdens het boekjaar vermelden (Code Buysse II, 2009).

Men kan concluderen dat de Code Buysse II uitgaat van zes principes (Deloitte, 2011):

- 1 Een expliciete visie en missie als referentiekader voor de bedrijfsvoering;
- 2 Een oordeelkundig beroep op externe juridische en economische adviseurs;
- 3 De creatie van nuttige structuren zoals een raad van advies, een RvB of specifieke comités;
- 4 Een performant (senior) management;
- 5 De aanwezigheid van betrokken aandeelhouders;
- 6 Een vlotte samenwerking en wisselwerking tussen bestuur, management en aandeelhouders.

4.3.3.3 Hoofdstuk vijf: een actieve raad van bestuur

De centrale onderzoeksvraag in deze masterproef onderzoekt het effect van de CG bepalingen over de RvB uit de Code Buysse II op EM. De aanbevelingen betreffende het oprichten van een actieve RvB zijn terug te vinden in hoofdstuk vijf van de code. Er wordt onderzocht of het opvolgen van deze bepalingen een positieve invloed heeft op de kwaliteit van de financiële verslaggeving en op het reduceren van EM.

Hoofdstuk vijf uit de Code Buysse II adviseert niet-beursgenoteerde ondernemingen om een actieve RvB op te richten. Ondernemingen zullen afhankelijk van hun groeifase dit orgaan instellen. Kleine ondernemers, die hun onderneming nog niet in een vennootschapsstructuur hebben

ondergebracht, zullen in de beginfase de nadruk enkel leggen op deugdelijk ondernemen. Zij hebben nog geen baat bij het oprichten van specifieke organen. Naarmate ondernemingen groeien en een vennootschapsstructuur aannemen zullen ze een volgende stap zetten in hun CG benadering: een RvB zal geactiveerd worden. Bij grotere of snelgroeïende niet-beursgenoteerde ondernemingen zal een verdere uitbouw van hun CG structuur nodig zijn met in het bijzonder de oprichting van specifieke comités. Adviescomités, zoals een audit-, benoemings-, en remuneratiecomité zullen de werking van de RvB optimaliseren, net zoals het aanstellen van externe bestuurders.

Deze masterproef voert een empirische studie bij grote, niet-beursgenoteerde ondernemingen. Omdat deze ondernemingen twee drempels bepaald door artikel 15 W.Venn. overschreden hebben, of meer dan 100 personen tewerk hebben gesteld, bevinden ze zich in een verdere fase in het groeiproces. Het is voor hen dan ook noodzakelijk om de aanbevelingen betreffende het oprichten van een actieve RvB en adviescomités door te voeren.

De volgende paragrafen bevatten een overzicht van de belangrijkste aanbevelingen uit de Code Buysse II betreffende het inrichten van een actieve RvB.

Taken, samenstelling en werking van de RvB

De actieve RvB staat in voor het nemen van beslissingen over belangrijke en strategische zaken. Men waakt erover of managers en aandeelhouders wel initiatieven ondernemen die behoren tot hun bevoegdheid. Verder behoren bevoegdheden zoals de benoeming en het adviseren van de gedelegeerd bestuurder, het directiecomité en het management tot het takenpakket van de RvB. Het fungeert ook als een controleorgaan van de financiële en operationele praktijken en staat in voor de implementatie en bewaking van het interne controlesysteem (Code Buysse II, 2009).

Bij de samenstelling van een RvB moet rekening gehouden worden met de nodige complementariteit op het vlak van bekwaamheden, ervaring, kennis en diversiteit. Ook wordt de aanbeveling gegeven om externe bestuurders op te nemen. Externe bestuurders moeten gezien worden als bestuurders die niet tot het management of controlerende aandeelhouders behoren. Zij moeten een objectieve kijk hebben op de onderneming, op een onpartijdige manier raad verschaffen, zorgen voor ervaring en kennisoverdracht, hun netwerken en relaties delen met de onderneming en waken over de opvolging van de gedelegeerd bestuurder. Men moet er echter rekening mee houden dat er geen tweedeling ontstaan binnen de RvB tussen de externe en overige bestuurders. Het collegiaal karakter moet gewaarborgd blijven (Code Buysse II, 2009).

Voor ondernemingen is het echter afhankelijk van hun omvang, structuur en groeifase of ze al dan niet externe personen opnemen. In kleine en middelgrote ondernemingen is niet zozeer de onafhankelijkheid van de bestuurders belangrijk maar eerder hun ervaring en competenties. Om het beslissingsproces te vergemakkelijken en te versnellen is een goede vertrouwdsheid met de onderneming belangrijk. Dit is vaak enkel het geval bij interne of uitvoerende bestuurders. Grote ondernemingen echter hebben nood aan externe bestuurders.

Binnen de RvB moet men voortdurend streven naar consensus. De individuele en onafhankelijke opinies moeten steeds aan bod komen tijdens vergaderingen. Men moet op regelmatige basis samenkomen, met een minimum van vier vergaderingen per jaar. De RvB moet afstand kunnen nemen van de dagelijkse bedrijfsvoering om de ondernemingsstrategie vanuit een langetermijnvisie te kunnen beoordelen en bij te sturen waar nodig. Minstens éénmaal per jaar moet er een bijzondere vergadering bijeengeroepen worden waar enkel het langetermijndenken op de agenda staat (Code Buysse II, 2009).

Benoeming, evaluatie en vergoeding van bestuurders

De benoeming van bestuurders gebeurt door de algemene vergadering. Hierbij kan een benoemingscomité opgericht worden die de algemene vergadering adviseert. Periodiek moet de RvB zijn eigen performantie evalueren, zowel individueel als op groepsniveau. Bij de evaluatie dient men steeds de ondernemingsdoelstellingen voor ogen te houden. De voorzitter van de RvB initieert deze evaluaties, geeft de nodige feedback aan de leden en heeft de verantwoordelijkheid om maatregelen te nemen. Verder licht de voorzitter de algemene vergadering in en nodigt haar uit om de gepaste beslissingen te nemen (Code Buysse II, 2009).

De vergoeding van de bestuurders moet hoog genoeg zijn opdat men hen kan aantrekken, behouden en motiveren. De algemene vergadering heeft steeds het laatste woord inzake de remuneratie van bestuurders. Het wordt aanbevolen om externe bestuurders geen enkele variabele vergoeding te geven. Men moet hen een vergoeding uitkeren die vast is en gekoppeld aan hun aanwezigheid in vergaderingen van de RvB. Grote, niet-beursgenoteerde ondernemingen moeten volgens het volledige schema rapporteren en een jaarverslag opstellen. Het is een vrije beslissing van de RvB om de individuele vergoedingen van bestuurders openbaar te maken. Men moet wel steeds voldoen aan de minimale publicatievereisten van de jaarrekeningrechtelijke voorschriften (Code Buysse II, 2009).

Rol van de voorzitter van de RvB

Het belang van een competente voorzitter mag niet onderschat worden. Hij geeft leiding aan de RvB en zorgt voor een collegiale sfeer en een klimaat van vertrouwen. Verder geeft hij raad aan zowel de aandeelhouders als het management. Hij heeft het profiel van bemiddelaar en scheidsrechter. Daarnaast leidt en stuurt hij het proces van benoeming van het topmanagement en de leden van de RvB. Hij zorgt ervoor dat nieuwe bestuurders behoorlijk geïnformeerd worden zodat zij gefamiliariseerd raken met de onderneming (Code Buysse II, 2009).

De voorzitter legt de agenda van de vergaderingen van de RvB vast. Hij ziet erop toe dat de procedures met betrekking tot de voorbereiding, de beraadslaging, de goedkeuring en de uitvoering van de besluiten gevolgd worden. Daarnaast ziet hij erop toe dat alle bestuurders accurate, tijdige en degelijke informatie ontvangen voor en tijdens de vergaderingen (Code Buysse II, 2009).

De Code Buysse II beveelt sterk aan dat de functie van voorzitter van de RvB niet samenvalt met de functie van gedelegeerd bestuurder. Het begrip dat in de academische wereld gebruikt wordt

voor het samenvallen van deze functies is CEO dualiteit. Deze aanbeveling is sterk afhankelijk van de aard, omvang en groeifase van de onderneming. Voor grote ondernemingen is het dus aangeraden om beide functies te scheiden opdat er een controleorgaan blijft bestaan tussen managers en aandeelhouders. Indien de CEO ook voorzitter is van de RvB, dan kan hij de raad manipuleren naar zijn eigen interesses en niet naar deze van de aandeelhouders. Kleinere ondernemingen hebben hier geen baat bij. De gedelegeerd bestuurder kent de onderneming zeer goed, wat kan leiden tot snelle en accurate beslissingen binnen de RvB.

Oprichting van adviserende comités

Specifieke comités kunnen de RvB ondersteunen bij het nemen van belangrijke beslissingen. Men kan meer bepaald volgende comités oprichten: een audit- en financieel comité, een benoemingscomité, een remuneratiecomité en een strategisch comité. Door het oprichten van zulke comités mag de collegialiteit in de RvB echter niet verloren gaan. Het is de voorzitter van de RvB die een voorstel doet tot oprichting van en het bepalen van het voorzitterschap van de comités. De RvB bepaalt verder de samenstelling. Hierbij moet er rekening worden gehouden met de omvang en complexiteit van de vennootschap en de specifieke noden die zich stellen. De leden die deel uitmaken van de adviserende comités moeten bepaalde competenties hebben opdat een geloofwaardige en efficiënte werking van de comités gewaarborgd wordt. De code geeft de aanbeveling aan grotere ondernemingen dat de meerderheid van de leden van elk van de comités bestaat uit externe bestuurders (Code Buysse II, 2009).

De rol van het audit- en financieel comité kan onder meer bestaan uit het toezicht op de integriteit van de financiële informatieverstrekking door de vennootschap, het onderzoek en de evaluatie van de systemen voor interne controle en risicobeheer binnen de vennootschap, het toezicht op de doeltreffendheid van de interne auditprocessen en het toezicht op het financiële beleid en de onafhankelijkheid van de commissaris.

Het benoemingscomité ziet erop toe dat het benoemings- en herbenoemingsproces van bestuurders en senior management objectief en professioneel verloopt. Het kan benoemingsprocedures uitwerken, kandidaten zoeken voor openstaande vacatures en advies geven over voorstellen tot benoeming. Het remuneratiecomité doet voorstellen betreffende het remuneratiebeleid voor het senior management en de individuele remuneratie voor de leden van het senior management.

4.3.4 Evolutie van aanbevelingen naar wetgeving

Op 23 april 2001 diende de toenmalige regering het eerste wetsontwerp over CG in bij de Kamer van Volksvertegenwoordigers (IBR, 2010). Deze wet werd aangenomen op 2 augustus 2002 en afgekondigd door de koning als de Wet CG. Enkele basisprincipes van CG werden in het Belgisch vennootschapsrecht geïntroduceerd. Zo werd het bijvoorbeeld mogelijk voor de RvB om een directiecomité op te richten en bepaalde bestuursbevoegdheden op een legale manier over te dragen aan dit orgaan (artikel 524bis W.Venn.). Een tweede voorbeeld is het aansprakelijk stellen van de leden van RvB of het directiecomité indien zij beslissingen nemen die nadelig zijn voor de onderneming (artikel 529 W.Venn.). Een laatste voorbeeld hierbij zijn de nieuwe rechtsregels

aangaande belangconflicten tussen directieleden of leden van de RvB en de onderneming (artikel 524ter W.Venn.).

Zowel de code voor beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde vennootschappen bevatte oorspronkelijk enkel *soft law* of voorschriften. *Soft law* kan omschreven worden als uit te voeren regels die in principe geen legaal bindende kracht hebben maar die desondanks toch praktische effecten hebben (Trubek, Cottrell and Nance, 2005). *Soft law* is dus geen echte wetgeving maar bevat enkel aanbevelingen. *Hard law* daarentegen zijn regels die wel afgedwongen kunnen worden voor de rechtbank. Er zijn enkele voordelen verbonden aan *soft law*. Er moeten bijvoorbeeld geen omslachtige procedures gevolgd worden om wijzigingen aan of een nieuwe code door te voeren, omdat het geen echte wetgeving is. Daarnaast bestaat er bij *soft law* geen echte sanctie. Men laat de markt gewoon spelen en vertrouwt erop dat deze de onderneming zal straffen bij het niet-naleven van bepaalde voorschriften. Vaak is het ook niet altijd nuttig om een bepaalde regel te moeten volgen. Bij *soft law* heeft men de mogelijkheid om aanbevelingen niet te volgen, maar men moet een uitleg voorzien waarom bepaalde aanbevelingen niet relevant zijn ('*comply or explain* – principe'). CG wordt hierbij gezien als een soort van zelfkritiek waarbij ondernemingen zichzelf op een kritische wijze in vraag moeten stellen.

De codes voor beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen werden opgesteld na de Wet CG in 2002 en bevatten dus aanbevelingen. De wetgever besloot echter enkele jaren nadien om bepaalde aanbevelingen uit de code voor beursgenoteerde ondernemingen om te zetten in rechtsregels. Men kwam immers tot de vaststelling dat het gebruik van aanbevelingen niet langer volstond (Torfs, 2011). De eerste wijziging na de Wet CG in 2002 was de wetswijziging van 17 december 2008. Voortaan moeten de beursgenoteerde vennootschappen verplicht een auditcomité oprichten binnen hun raad van bestuur (artikel 526bis W.Venn.). In het Belgisch Staatsblad van 23 april 2010 werd de Wet van 6 april 2010 gepubliceerd tot versterking van het deugdelijk bestuur (IBR, 2010). Het 'pas toe of leg uit – principe' werd verankerd in het Belgisch recht zodat vennootschappen verplicht verantwoording moeten geven bij de vaststelling van hun CG beleid. Verder moeten beursgenoteerde ondernemingen voortaan in hun jaarverslag een verklaring inzake deugdelijk bestuur en een remuneratieverslag, opgesteld door het remuneratiecomité, opnemen (IBR, 2010). Dit remuneratiecomité vormt vanaf deze wetswijziging ook een verplichting voor beursgenoteerden (artikel 526quater W.Venn.). Artikel 520 bis W. Venn. verplicht ondernemingen om de criteria voor de toekenning van vergoedingen uitdrukkelijk op te nemen in de contractuele of andere bepalingen die de betrokken rechtsverhouding beheersen. Men tracht hierdoor bonussen aanvaardbaarder te maken en meer controle te creëren op variabele remuneraties. Men kan zo nagaan of bepaalde criteria wel werden bereikt in de desbetreffende periode en afhankelijk hiervan bepalen of men al dan niet recht heeft op bijkomstige vergoedingen. Bovendien worden ondernemingen verplicht om de variabele vergoeding te spreiden in de tijd.

De meest recente wijziging is de wet van 28 juli 2011, die voor een aanpassing van artikel 518 W.Venn. zorgde. Men voegde namelijk artikel 518 bis toe, waarin men stelt dat tenminste 1/3 van de leden van de RvB van beursgenoteerde ondernemingen en overheidsbedrijven van een ander geslacht moet zijn (Corporate Governance Committee, 2011). Deze wet is ingevoerd ter versterking van het aantal vrouwelijke leden binnen de RvB.

Vele richtlijnen uit de code voor beursgenoteerde ondernemingen zijn dus omgezet in rechtsregels en kunnen afgedwongen worden voor de rechtbank. De voorschriften uit de Code Buysse II zijn vooralsnog niet opgenomen in het Wetboek van Vennootschappen. Niet-beursgenoteerde ondernemingen hebben dus zelf de keuze bij het bepalen van hun *governance* beleid of ze bepaalde voorschriften al dan niet opvolgen.

Hoofdstuk 5: Samenstelling en werking van de raad van bestuur: hypothesepbouw

Het is de RvB die de eerste verantwoordelijkheid draagt over de getrouwheid van de financiële staten (Lybaert et al., 2006). De RvB moet immers de jaarrekening en het jaarverslag opstellen. Met behulp van deze documenten geeft het bestuur rekenschap over het gevoerde beleid aan de algemene vergadering van aandeelhouders.

Daarnaast is een van de taken van de RvB het monitoren en het disciplineren van het management (Anderson, Mansi en Reeb, 2004). De RvB speelt ook een belangrijke rol in het monitoren van het financiële rapporterings- en boekhoudproces. Verscheidene academici hebben dan ook een verband aangetoond tussen de karakteristieken van de RvB en de manipulatie van boekhoudkundige cijfers. De structuur van de RvB, die de geloofwaardigheid van de financiële staten beïnvloedt, is van groot belang voor kapitaal- en kredietverstrekkers (Anderson et al., 2004).

De kwaliteit van de RvB wordt beïnvloedt door bepaalde artikels uit de wetgeving en door CG aanbevelingen uit de *'best practice codes'* (Vander Bauwhede et al., 2003a). In dit hoofdstuk zullen onderzoekshypothesen opgesteld worden, gebaseerd op de aanbevelingen uit de Code Buysse II en op academische literatuur en studies. Deze hypothesen zullen getest worden in het latere empirische onderzoek. In de eerste sectie zal de invloed van externe bestuurders op EM besproken worden. In de twee volgende secties wordt de invloed van diversiteit tussen bestuursleden en de invloed van de grootte van de RvB op EM besproken. Sectie vier behandelt het effect van het aantal bestuursvergaderingen op EM. In sectie vijf zal de invloed van CEO dualiteit op EM behandeld worden en in de laatste sectie zal de invloed van een auditcomité op EM besproken worden.

5.1 De 'invloed van externe bestuurders' hypothese

De Code Buysse II geeft de aanbeveling om externe bestuurders in de RvB op te nemen. Volgens de code zijn dit bestuurders die noch tot het management, noch tot de controlerende aandeelhouders behoren. Zij geven op een onpartijdige en objectieve wijze raad en doen de discipline en verantwoordelijkheidszin op het vlak van financiële rapportering toenemen. Dit moet bijdragen tot de kwaliteit van de financiële verslaggeving.

Externe bestuurders en EM

De *agency theory* stelt dat de RvB het hoogste interne controlemechanisme is, verantwoordelijk voor het monitoren van het management (Fama et al., 1983). Het moet erop toezien dat de belangen van de diverse stakeholders gediend worden. Externe bestuurders binnen de RvB trachten hun controletaken zo effectief en correct mogelijk uit te oefenen. Ze zijn niet gemotiveerd om samen te werken met het management. Indien men wel samenwerkt met het management zou men bijvoorbeeld welvaart kunnen transfereren van de aandeelhouders naar zichzelf toe. Men kan het management bijvoorbeeld opdragen samen te werken met ondernemingen waarin men als bestuurder aanzienlijke belangen heeft. De bestuurders zullen dan een deel van de winst die ze hieruit halen ter compensatie afstaan aan de betrokken managers. Omdat externe bestuurders hun

controletaken beter uitoefenen dan uitvoerende bestuurders zal een hogere proportie aan externe leden zorgen voor lagere niveaus van EM. De effectiviteit van de controle- en monitoringsrol van de RvB is dan ook een functie van de mix tussen het aantal *insiders* of uitvoerende bestuurders en het aantal *outsiders* of niet-uitvoerende bestuurders binnen de RvB. Ook Fields en Keys (2003) stellen dat externe bestuurders gemotiveerd zijn om te handelen in het belang van de eigenaars. Empirisch onderzoek toont immers aan dat er een externe markt bestaat voor bestuurders. Deze straft individuen bij slechte prestaties of bij fraudegevallen. Externe bestuurders zijn dus bezorgd om hun reputatie, die een invloed kan uitoefenen op bijkomende mandaten als bestuurder of op managementfuncties binnen andere ondernemingen. Externe personen binnen de RvB ontwikkelen zich dan ook als experts in *decision control*.

Niet elke theorie ziet de RvB als ultiem mechanisme tegen de agent-principaal problematiek. De *managerial hegemony theory* stelt dat de RvB slechts een legale fictie is: hoewel het een monitoringsrol heeft over het management, wordt ze in werkelijkheid gedomineerd door het management (Kosnik, 1987). In de realiteit bestaat de RvB dus meestal uit een meerderheid van uitvoerende bestuurders. Ze hebben informationele voordelen dankzij hun *full-time status* en hun *insider knowledge*. Ze beperken de externe bestuurders in hun mogelijkheid om als effectieve monitor op te treden. Managers ondernemen dan ook acties waarbij ze geen maximale aandeelhouderswaarde nastreven maar wel eigen interesses dienen. Volgens deze theorie is de RvB dan ook ineffectief in het bestrijden van conflicten tussen managers en aandeelhouders. De oplossing is het aanstellen van een meerderheid van externe bestuurders. Zij zijn belangrijk wanneer er veel agency problemen optreden en ze spelen een soort van scheidsrechter bij discussies tussen interne managers (Beasley, 1996).

In de academische wereld zijn reeds veel empirische studies gevoerd naar het verband tussen externe bestuurders en het niveau van EM. Peasnell et al. (2005) tonen in hun empirische studie aan dat ondernemingen, die een RvB hebben met een hoger aantal externe leden, geassocieerd kunnen worden met minder winstverhogende manipulatie. Managers zullen de winsten trachten te verhogen wanneer de winsten voor manipulatie onder nul vallen of onder het winstcijfer van het vorige boekjaar. Ze worden gemotiveerd om het publiceren van slecht nieuws te voorkomen of te minimaliseren. Externe bestuurders kunnen dus een belangrijke rol spelen in termen van het verhogen van de integriteit en geloofwaardigheid van de gerapporteerde cijfers. De auteurs vinden echter geen bewijs van een positieve invloed van externe bestuurders op het voorkomen van winstverlagende manipulatie. Fields et al. (2003) tonen in hun onderzoek aan dat het aantal externe bestuurders in de RvB positief gerelateerd is aan de effectiviteit van het monitoringsproces. Een hoger aantal externe bestuurders reduceert op significante wijze de kans op manipulatie van de financiële staten. Het winstcijfer zal dus informatiever zijn wanneer de fractie externe bestuurders hoger ligt. Het aanstellen van externe bestuurders is voor vele auteurs niet genoeg, deze externe bestuurders moeten ook onafhankelijk zijn. Men mag op geen enkele manier gerelateerd zijn aan de ondernemingen waarin men als bestuurders zetelt. Klein (2002), Beekes, Pope en Young (2004) en Patelli en Prencipe (2007) stellen immers dat hoe meer onafhankelijke, externe bestuurders er in de RvB zetelen, hoe lager het niveau van EM zal liggen. De uitvoerende bestuurders worden hierbij onder druk gezet om meer informatie over hun acties te

verschaffen. Hoe meer er gerapporteerd wordt, hoe beter men het optimistische gedrag van het management kan monitoren. Een niet-uitvoerende, onafhankelijke RvB verhoogt dus de kwaliteit van de gerapporteerde winsten.

Het is belangrijk om een RvB te creëren die een effectieve monitor is van de acties van het management (Beasley, 1996). Uit de academische literatuur kan geconcludeerd worden dat externe bestuurders de belangen van de eigenaars beschermen wanneer er *agency* problemen opduiken (Xie et al., 2003).

Hypothese 1:

Er bestaat een negatieve relatie tussen het aantal externe bestuurders in de RvB en het niveau van EM.

5.2 De 'invloed van diversiteit tussen bestuursleden' hypothese

De Code Buysse II geeft de aanbeveling om rekening te houden met de nodige complementariteit tussen bestuursleden bij het samenstellen van de RvB (Code Buysse II, 2009). Men moet mensen samenbrengen die complementair zijn op vlak van ervaring, kennis of bekwaamheden. Daarnaast kan complementariteit ook uitgedrukt worden door diversiteit. Men kan zorgen voor diversiteit door zowel mannelijke en vrouwelijke bestuursleden te benoemen of door verschillende nationaliteiten te verenigen binnen de RvB.

Diversiteit tussen bestuurdersleden en EM

Een belangrijke dimensie bij het vastleggen van de structuur van de RvB is diversiteit (Haynes en Hillman, 2010). Men kan een heterogene RvB creëren door bestuurders aan te stellen met een verschillend diploma, functionele achtergrond, leeftijd, beroep, geslacht, enz. Een meer heterogene groep is creatiever en neemt betere beslissingen (Haynes et al., 2010). Er wordt meer overleg gepleegd alvorens beslissingen worden genomen. Diversiteit komt de *governance* rol van de RvB dus ten goede.

Binnen deze masterproef zal de mate van diversiteit gemeten worden aan de hand van het aantal vrouwen binnen de RvB. Vanuit de traditionele *agency theory* bestaat er geen verschil in prestaties tussen vrouwelijke en mannelijke bestuurders. Daarnaast krijgen vrouwen niet specifiek andere taken of rollen toebedeeld (Nielsen en Huse, 2010). Toch geven academische studies evidentie dat er geslachts-gerelateerde verschillen bestaan voor enkele gedragingen en vaardigheden in bepaalde situaties. Vrouwen zijn vooreerst democratischer ingesteld dan mannen. Daarnaast worden ze gekenmerkt door een participatieve managementstijl en een hoge sensitiviteit (Nielsen et al., 2010). Vrouwen zijn immers meer georiënteerd naar het verhogen van de eigenwaarde van personen rondom zich. Verder hechten ze weinig tot geen belang aan hiërarchie en kunnen ze beter samenwerken dan mannen. Vrouwen zijn actief betrokken bij strategische zaken die belangrijk zijn voor de onderneming of voor de stakeholders. Ze zijn gevoeliger aan en ze oefenen meer invloed uit op beslissingen die handelen over *corporate social responsibility* en omgevingspolitiek. Uit deze argumenten kan dus geconcludeerd worden dat vrouwen bijdragen tot

een hogere graad van activiteit van de RvB. Een hoger aantal vrouwen binnen de RvB zorgt er dus voor dat de controle- en monitoringsrol beter wordt uitgeoefend (Nielsen et al., 2010).

Naast de vele theoretische inzichten hebben een aantal auteurs een empirische studie gevoerd naar het effect van vrouwen op de monitoringseffectiviteit van de RvB. Erhardt, Werbel en Shrader (2003) definieerden diversiteit binnen de RvB als het verschil in geslacht of etnische afkomst tussen bestuursleden. Volgens deze auteurs vervult een RvB twee belangrijke rollen. Vooreerst is de RvB het meest invloedrijke orgaan in de strategiebepaling van de onderneming. Daarnaast vervult het een belangrijke monitoringsrol. De RvB vertegenwoordigt de aandeelhouders, controleert of de ondernemingsbronnen goed ingezet worden en benoemt, compenseert en controleert het management. Daarbij wordt het voor de auteurs almaar belangrijker om vrouwen op te nemen in de RvB. Hun studie toont aan dat diversiteit geassocieerd kan worden met een effectievere monitoringsrol. Wanneer er conflicten optreden dan kunnen er meer opinies geraadpleegd worden. Dit leidt tot een beter besluitvormingsproces. Diversiteit kan dus een tool zijn om potentiële agency conflicten te minimaliseren. De auteurs halen in hun studie Enron aan als voorbeeld van een slechte diversiteitspolitiek. De RvB van Enron telde 17 leden waarbij slechts één vrouw. Er werden weinig tot geen discussies gevoerd en er was een gebrek aan uiteenlopende visies of perspectieven. De slecht functionerende RvB vervulde haar monitoringsrol niet en kon de frauduleuze praktijken binnen Enron niet verhinderen. Dit leidde uiteindelijk tot het faillissement in 2001. Carter, Simkins en Simpson (2003) kwamen in hun studie, die de relatie test tussen diversiteit en ondernemingswaarde, tot de volgende vaststelling: hoe meer insiders of uitvoerende bestuurders er in de RvB zetelen, hoe minder vrouwen men aantreft. Insiders trachten het aanstellen van vrouwen tegen te houden omdat vrouwen de uitvoerende bestuurders beter monitoren. Dit kan hun opportunistisch gedrag beperken. De laatste studie die hier aangehaald wordt is deze van Adams en Ferreira (2009). Raden van bestuur overal ter wereld worden onder druk gezet om meer vrouwelijke leden te kiezen. In het Verenigd Koninkrijk werd in 2003 het Higgs Report gepubliceerd door *the British Department of Trade and Industry*. Om de effectiviteit van de RvB te verhogen werd het belang van diversiteit benadrukt. Dit rapport pleitte voor een hogere representatie van vrouwen in de bestuursorganen. Ondernemingen in Zweden bijvoorbeeld werden verzocht om 25% van de bestuurdersmandaten aan vrouwen te geven. Indien ze dit niet vrijwillig doen dan dreigt de overheid hiervan een wettelijke verplichting te maken. In Noorwegen bestaat de wettelijke verplichting voor beursgenoteerde ondernemingen om minstens 40% vrouwelijke bestuursleden aan te stellen. Al deze initiatieven vertrekken van de veronderstelling dat de aanwezigheid van vrouwen in de RvB de *governance* van een onderneming kan beïnvloeden. Vrouwelijke bestuursleden blijken immers vaker aanwezig te zijn in vergaderingen van de RvB dan mannen. Ook worden vrouwen sneller geselecteerd dan mannen voor monitorings-gerelateerde comités, zoals het auditcomité. Vrouwen blijken dus een significant positieve impact te hebben op het monitoringsproces van de RvB. Het management zal ook sneller verantwoordelijk gesteld worden bij slechte resultaten. Deze studies leggen echter geen direct verband tussen vrouwen en EM. Omdat de academische literatuur aantoont dat het aantal vrouwelijke bestuurders positief gerelateerd is aan de monitoringseffectiviteit van de RvB, kan toch gesteld worden dat het aantal vrouwen negatief gerelateerd is aan het niveau van EM.

Voor Belgische beursgenoteerde vennootschappen bestaat er reeds een wettelijk verplicht quotum ter versterking van het aantal vrouwen binnen de RvB. Artikel 518bis W. Venn. stelt dat tenminste één derde van de leden van de RvB van het andere geslacht moet zijn. Indien dit niet nageleefd wordt, dan verliezen de bestuurders hun voordelen, zowel de financiële als de niet-financiële, die aan de uitoefening van hun mandaat verbonden zijn. Wanneer het quotum niet gerespecteerd is, dan moet de eerstvolgende bestuurder die benoemd wordt van het andere geslacht zijn. Indien dit niet zo is, dan wordt de benoeming nietig verklaard. Voor niet-beursgenoteerde vennootschappen geldt dit quotum niet. Zij hebben met andere woorden zelf de keuze of ze vrouwelijke bestuursleden benoemen.

Hypothese 2:

De aanwezigheid van vrouwen binnen de RvB zorgt voor een lager niveau van EM.

5.3 De 'invloed van de grootte van de RvB' hypothese

Binnen de Code Buysse II worden er geen aanbevelingen gegeven in verband met het aantal bestuurders. Desondanks zal er binnen deze masterproef getracht worden een verband af te leiden tussen het aantal leden van de RvB en het niveau van EM.

Het aantal leden binnen de RvB en EM

De structuur van de RvB, en meer bepaald de grootte, heeft een niet-verwaarloosbare impact op de agency problematiek binnen ondernemingen (Beiner, Drobetz, Schmid en Zimmerman, 2004). De grootte van de RvB is dus een van de belangrijkste beslissingen die de aandeelhouders moeten nemen. De mate waarin de RvB haar monitoringsfunctie effectief uitoefent wordt mede bepaald door haar grootte (Kose en Senbet, 1998).

Theorieën die handelen over de link tussen de grootte van een groep en de effectiviteit wijzen erop dat te kleine groepen ineffectief zijn, maar vanaf een bepaalde grootte dalen de groepsprocessen in waarde. Een RvB die te klein is mist mogelijk belangrijke managementcapaciteiten. Een RvB die te groot is blijkt nog minder effectief te zijn dan een te kleine RvB. Vooreerst wordt een te grote RvB gekenmerkt door slechte communicatie en slechte besluitvormingsprocessen. De *organizational theory* stelt dat grotere groepen meer tijd nodig hebben om hun beslissingen te nemen (Vafeas, 1999). De nadruk op beleefdheid binnen een grotere RvB gaat vaak ook ten koste van eerlijkheid of openhartigheid. Daarnaast kunnen er *agency* problemen ontstaan, zoals het *free-rider* probleem, wanneer men teveel bestuurders aanstelt. Een te grote RvB verwaarloost verder haar monitorings- en controlerol en wordt te symbolisch. Om de monitoringsrol naar behoren uit te voeren is er nood aan verschillende perspectieven, niveaus van ervaring en achtergronden binnen de RvB. Te kleine groepen brengen onvoldoende mensen samen om een effectieve monitor van het management te zijn. Vanaf een bepaalde grootte zal deze rol ook niet meer naar behoren uitgevoerd worden.

De optimale grootte van de RvB is volgens een studie van Jensen (1993) zeven of acht bestuurders. Een RvB die groter wordt heeft problemen op coördinatief vlak en functioneert minder effectief. Indien er CEO dualiteit is dan zal een te grote RvB zelfs gemakkelijker te controleren zijn voor de CEO. Beiner et al. (2004) stellen vast dat raden van bestuur in werkelijkheid meestal

groter zijn dan wettelijk verplicht. Indien een RvB gewoon voldoet aan de wettelijke vereisten of het minimum aantal bestuurders dan zou ze *deadweight costs* representeren voor de onderneming. De RvB brengt niet genoeg specialisten samen uit diverse functionele gebieden waardoor haar activiteiten weinig waardevol zijn. Beiner et al. (2004) wijzen er wel op dat de grootte van de RvB ook afhankelijk is van een aantal variabelen, zoals de ondernemingsgrootte, groeiopportuniteiten of de eigendomsstructuur. Men moet dus van onderneming tot onderneming bekijken welke grootte het meest efficiënt is.

Hypothese 3:

Er bestaat een omgekeerd U-vormig verband tussen het aantal leden binnen de RvB en het niveau van EM.

5.4 De 'invloed van het aantal vergaderingen' hypothese

Opdat de RvB naar behoren zou functioneren, moet men op regelmatige basis samenkomen om te vergaderen (Code Buysse II, 2009). Zo wordt de aanbeveling gegeven om jaarlijks minstens vier gewone vergaderingen en één strategische vergadering te organiseren. In deze sectie zal het effect van het aantal vergaderingen op de monitoringseffectiviteit van de RvB onderzocht worden. Daarnaast zal het effect van insiders op de relatie tussen het aantal vergaderingen en EM besproken worden.

5.4.1 Het aantal bijeenkomsten van de RvB en EM

De *contracting theory* en de *agency theory* stellen dat de vergaderfrequentie van de RvB gerelateerd is aan CG (Vafeas, 1999). Een efficiënte *contracting* benadering van de onderneming stelt dat er druk wordt gezet door de diverse stakeholders om de *agency costs* zo laag mogelijk te houden. Dit kan men bereiken door middel van een optimale mix van controlemechanismen. De activiteit van de RvB, gemeten door het aantal bijeenkomsten, kan hierbij gezien worden als een proxy voor het actief monitoren door de RvB. De intensiteit van de bestuursactiviteiten is een maatstaf voor de kwaliteit van het monitoringsproces door de RvB. Indien een hogere activiteit van de RvB het monitoringsproces vergemakkelijkt, dan zullen de externe bestuurders meer vergaderingen eisen om hun mogelijkheid om het management te monitoren te verhogen. De Andres, Azofra en Lopez (2005) wijzen op drie factoren die een invloed hebben op de monitoringseffectiviteit van de RvB: de grootte, de samenstelling en het interne functioneren van de RvB. Het interne functioneren kan men opdelen in twee deelfactoren, waarvan één de vergaderfrequentie is van de RvB. Hoe vaker de RvB samenkomt, hoe gedetailleerder het management gecontroleerd zal worden. Vergaderingen zijn immers de meest voor de hand liggende gelegenheden om ideeën aangaande de controle van het management uit te wisselen en te bediscussiëren.

Ondanks de voorgaande argumenten voor een hoger aantal vergaderingen moet aangehaald worden dat niet alle activiteit van de RvB even productief is. Zo zullen routinetaken en inefficiënties veel tijd verbruiken. Daarnaast zijn er heel wat kosten die geassocieerd kunnen worden met bijeenkomsten van de RvB. Voorbeelden zijn verloren managementtijd, verplaatsingskosten en salaris. Bestuurders worden immers vergoed op basis van het aantal bijgewoonde vergaderingen.

Deze kosten moeten afgewogen worden tegen de voordelen van een hogere graad van activiteit, zoals de extra tijd die ontstaat om strategieën te ontwikkelen of het management te monitoren.

In de academische wereld zijn er enkele studies gevoerd naar het verband tussen de activiteit van de RvB en EM. Anderson et al. (2004) stellen dat de RvB de primaire verantwoordelijkheid heeft om de financiële rapporteringsprocessen te overzien (Anderson et al., 2004). Het moet daarom op regelmatige basis samenkomen met de *financial* managers en de externe auditor om de financiële staten, de auditprocedures en de interne controlemechanismen te overzien. Het aantal bijeenkomsten is dus een belangrijk kenmerk van de RvB om geloofwaardige en relevante financiële informatie af te leveren. Xie et al. (2003) onderzochten het effect van het aantal bijeenkomsten van de RvB of van het auditcomité op EM. Zij kwamen tot de vaststelling dat een hogere vergaderfrequentie, zowel bij de RvB als het auditcomité, leidt tot een lager niveau van EM. Hoe frequenter de RvB samenkomt, hoe groter de mogelijkheid voor bestuursleden om als effectieve monitors te dienen.

Hypothese 4:

Er bestaat een negatieve relatie tussen het aantal vergaderingen van de RvB en het niveau van EM.

5.4.2 Insiders, bestuursvergaderingen en EM

Volgens de academische literatuur zorgt een hoger aantal vergaderingen voor een betere monitoring door de RvB. Dit verband klopt echter niet langer wanneer er veel insiders in de RvB zetelen. In dit opzicht spreken we van een *insider-dominated* RvB. Hoe meer macht en controle de uitvoerende bestuurders uitoefenen over de RvB, hoe minder goed de monitoringsrol kan uitgeoefend worden door de externe bestuurders en de RvB in zijn geheel (De Andres et al., 2005).

Binnen het regressiemodel zal een interactievariabele gecreëerd worden die het effect meet van het aantal vergaderingen op EM als het aantal insiders binnen de RvB toeneemt. Het aantal insiders is de moderator.

Hypothese 5:

Het negatieve effect van het aantal vergaderingen van de RvB op het niveau van EM zal afgezwakt worden indien de RvB gedomineerd wordt door insiders.

5.5 De 'CEO dualiteit' hypothese

Er treedt CEO dualiteit op wanneer de CEO van de onderneming ook voorzitter is van de RvB. Zowel de CG Code 2009 als de Code Buysse II geeft de aanbeveling om CEO dualiteit te vermijden. In deze sectie zal besproken worden wat het effect is van een scheiding van beide rollen op winstmanipulatie. Daarnaast zal het effect van CEO dualiteit op de relatie tussen het aantal bestuursvergaderingen en EM besproken worden.

5.5.1 CEO dualiteit en EM

Binnen de *agency theory* wordt er een belangrijk onderscheid gemaakt tussen *decision management* en *decision control* (Voordeckers, 2011). *Decision management* houdt de initiatie en implementatie van strategieën in en is de bevoegdheid van het management. *Decision control* daarentegen handelt over de goedkeuring van en de controle over strategieën, een bevoegdheid van de RvB. Een onafhankelijke RvB controleert de beslissingen van het management om na te gaan of deze wel in het belang zijn van de eigenaars. Fama et al. (1983) en Jensen (1993) beargumenteren dat CEO dualiteit een inbreuk vormt op de scheiding tussen decision management en decision control. Het begrenst de mogelijkheid van de RvB om op een effectieve wijze de beslissingen van de CEO te monitoren. Dit creëert op zijn beurt opportuniteiten voor de CEO het eigenbelang te dienen en niet de belangen van de eigenaars.

Binnen de academische wereld zijn er heel wat voor- en tegenstanders van CEO dualiteit (Elsayed, 2007). De voorstanders zijn van mening dat de ondernemingsprestaties kunnen bevorderd worden wanneer de CEO de volledige autoriteit heeft over de onderneming en dus ook voorzitter is van de RvB. Er kunnen op deze manier ook geen interne conflicten optreden. Deze mening wordt bijgetreden door de *stewardship theory*, die stelt dat managers gewoon hun werk goed willen doen (Hung, 1998). Professionele managers stellen het belang van de organisatie voorop en er is geen sprake van belangenconflicten tussen het management en de eigenaars. De RvB zou zich op deze manier enkel moeten bezig houden met strategische zaken. De tegenstanders van dualiteit stellen daarentegen dat de RvB haar controle- en monitoringsrol over het management in mindere mate zal uitoefenen wanneer er CEO dualiteit is. De andere bestuurders zullen een onvoldoende kritische blik hebben ten opzichte van de acties van het management. Dit kan een negatief effect hebben op de ondernemingsprestaties en op de controle op winstmanipulatie.

Brickley, Cole en Jarrel (1997) stellen dat een scheiding van beide functies noodzakelijk is om een concentratie van macht en opportunistisch gedrag te voorkomen. Men kan hierdoor de onafhankelijkheid van de RvB waarborgen. Omdat het de voorzitter van de RvB is die het initiatief neemt bij de evaluatie en het eventuele ontslag van het topmanagementteam, zou het voor een CEO die beide rollen vervult onmogelijk zijn objectief te blijven in dergelijke processen (Coles en Hesterly, 2000). Coles et al. (2000) bemerken dat men voorzichtig moet zijn bij de keuze van de voorzitter van de RvB. In de realiteit blijkt dat vele voorzitters een voorgaande band hebben met de onderneming, bijvoorbeeld als voormalig CEO. Deze persoon blijkt dan meer sympathie te hebben voor de huidige CEO omdat hij ooit dezelfde positie bekleed heeft. Men beveelt dan ook aan om een voorzitter te kiezen die nooit in het managementteam gezeten heeft en dus volledig onafhankelijk is. Volgens Allen et al. (2003) is het zeer belangrijk voor investeerders met gediversifieerde portefeuilles om beide rollen toe te kennen aan twee verschillende personen. Zulke investeerders zullen immers weinig gemotiveerd zijn om hun schaarse middelen te spenderen aan het monitoringsproces van het management omdat zij in meerdere ondernemingen geïnvesteerd hebben. Bij afwezigheid van toezichthoudende eigenaars zullen managers gemotiveerd zijn om hun eigen interesses te dienen. Het opvolgen van de aanbeveling om CEO dualiteit te vermijden is in de huidige economische omgeving dan ook een effectieve manier om de *agency costs* van het management te reduceren. Allen et al. (2003) geven verder aan dat het plaatsen van een extern

persoon aan het hoofd van een controlerende raad een mogelijk antwoord is op de problematiek van de frauduleuze of hebzuchtige CEO.

De Angelsaksische landen, zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, worden gekenmerkt door institutionele beleggers en het gebruik van externe en sterk geprofessionaliseerde markten voor kapitaal (Van Hulle, 1998). Beleggers in dit model zijn niet geïnteresseerd in het verkrijgen van de meerderheid van aandelen maar wel in investeringen in goede bedrijven. Deze bedrijven moeten transparant zijn en goed bestuurd worden. In het Verenigd Koninkrijk publiceerde de *Conference Board's Commission* in januari 2003 een rapport over *Public Trust en Private Enterprises*. Hierin gaf het de aanbeveling om de rollen van voorzitter van de RvB en CEO gescheiden te houden. Dit is inmiddels uitgegroeid tot een algemene praktijk in het Verenigd Koninkrijk (Allen et al., 2003). In België, dat behoort tot de Latijnse landen, werd er overwegend gebruik gemaakt van interne kapitaalmarkten. Door marktimperfecties is externe financiering zeer kostelijk. Ondernemingen moeten zich dus richten op intern kapitaal om hun groei te financieren of bij expansies (Van Cayseele en De Vil, 1999). Een voorbeeld van intern kapitaal zijn de gereserveerde winsten. De afgelopen jaren is er een belangrijke verschuiving te merken geweest op het vlak van bedrijfsfinanciering in België (Torfs, 2011). Ook bij ons heeft het institutionele beleggingsmodel zijn ingang gevonden en zijn aandelen in beleggingsfondsen zeer populair geworden. Het overbrengen van kapitaal naar nieuwe bedrijfsactiviteiten door middel van directe participaties door institutionele beleggers is een sleutelement geworden voor de expansie van onze economie (Van Hulle, 1998). CG werd op deze manier ook noodzakelijk voor het verspreide aandeelhouderschap in België. Aandeelhouders zullen net zoals in het Angelsaksische model weinig geneigd zijn om hun middelen te spenderen aan de monitoring van het management in hun verspreide participaties. De aanbeveling om CEO dualiteit te vermijden is dan ook een belangrijke aanbeveling in de Belgische CG context bij de verschuiving naar het institutionele model.

Binnen de academische wereld heerst er verdeeldheid over de meerwaarde van het scheiden van de rollen van CEO en voorzitter van de RvB. Voorstanders beargumenteren vanuit de *agency theory* dat een scheiding van beide rollen het beste monitoringsmechanisme is om tegenstrijdige belangen en EM te beperken.

Hypothese 6:

Er kan een hoger niveau van EM vastgesteld worden wanneer er CEO dualiteit is.

5.5.2 CEO dualiteit, bestuursvergaderingen en EM

Uit sectie 5.4 kan geconcludeerd worden dat het aantal vergaderingen een maatstaf is voor de monitoringseffectiviteit van de RvB. Hoe meer vergaderingen, hoe beter het management gemonitord wordt. Vafeas (1999) duidt er echter op dat deze relatie niet meer geldt wanneer de CEO ook voorzitter is van de RvB. De RvB komt dan best minder vaak samen. Volgens Jensen en Meckling (1976) brengt CEO dualiteit een te grote autoriteit met zich mee. Dit kan leiden tot opportunistisch of winststurend gedrag. Daarnaast beperkt een structuur van CEO dualiteit de overige bestuurders in het ontdekken van opportunistisch gedrag. De monitoringsfunctie zal met

andere woorden niet meer naar behoren worden uitgeoefend door de RvB. Een hoger aantal vergaderingen zorgt binnen een structuur van CEO dualiteit dus niet voor een lager niveau van EM.

Er zal in het regressiemodel een interactievariabele gecreëerd worden die het effect meet van het aantal vergaderingen op EM indien er CEO dualiteit is. CEO dualiteit is hierbij de moderator.

Hypothese 7:

De relatie tussen het aantal vergaderingen van de RvB en EM zal minder negatief zijn indien er CEO dualiteit is.

5.6 De 'invloed van een auditcomité' hypothese

De Code Buysse II geeft in hoofdstuk vijf de aanbeveling om adviserende comités op te richten binnen de RvB (Code Buysse II, 2009). Een van deze comités is het auditcomité. De Wet van 17 december 2008 heeft het oprichten van een auditcomité binnen de RvB reeds verplicht gemaakt voor publieke ondernemingen. Privaatrechtelijke ondernemingen hebben zelf de keuze of ze dit orgaan al dan niet oprichten. In deze sectie zal onderzocht worden of een auditcomité een invloed uitoefent op het niveau van EM.

Auditcomités en EM

Het belangrijkste adviescomité dat de RvB kan oprichten om EM te reduceren is een auditcomité. Vooreerst worden er enkele definiëringen gegeven:

- *"The audit committee is a committee of the board of directors. Its primary function is to assist the board in fulfilling its oversight responsibilities by reviewing the financial information which will be provided to the shareholders and others, the systems of internal controls which management and the Board of directors have established, and the audit process"* (Keegan and Degeorge, 1998).
- *"The audit committee is a board sub-committee of (predominantly) non-executive directors concerned with audit, internal control and financial reporting matters"* (Spira, 1998).

De SOX-wetgeving uit 2002 stelt dat het auditcomité een rechtstreekse invloed uitoefent op de boekhoudsystemen en de financiële rapporteringsprocessen en een audit uitvoert op financiële staten. Het auditcomité heeft op bestuursniveau de ultieme verantwoordelijkheid om de financiële staten te controleren. Het auditcomité moet op een continue wijze het financiële rapporteringsproces overzien. Zeer doeltreffende interne controlesystemen zijn hierbij zeer belangrijk. Het auditcomité kan dan ook adviezen formuleren om de interne controle te verbeteren. Het management draagt evenwel de primaire verantwoordelijkheid over fraudedetectie en preventie. Het auditcomité moet erop toezien dat het management de nodige maatregelen neemt om fraude te beperken of vroegtijdig op te sporen.

Davidson, Pilger en Szakmary (1998) en Xie et al. (2003) hebben onderzoek gedaan naar de impact van adviserende comités op winstmanipulatie. Zij kwamen tot de vaststelling dat het belangrijk is om externe bestuurders op te nemen in comités die te maken krijgen met *agency*

problemen: het audit-, benoemings- en remuneratiecomité. De structuur en de samenstelling van deze comités zal een impact hebben op de geneigdheid van managers om het winstcijfer te sturen. Adviserende comités waarin onafhankelijke bestuurders zetelen en/of bestuurders met zeer veel ondernemingservaring zullen zorgen voor een lager niveau van EM. Verder zal het ook belangrijk zijn om bestuurders op te nemen met veel financiële expertise (Chtourou, Bédard en Courteau, 2001). Een ander belangrijke factor is het veelvuldig samenkomen van het auditcomité. Een auditcomité dat meer dan tweemaal per jaar samenkomt wordt gerelateerd aan lagere niveaus van winstmanipulatie. McMullen (1996) toonde in zijn empirisch onderzoek aan dat wanneer men een auditcomité instelt, men in mindere mate te maken zal krijgen met onregelmatigheden of fouten in de financiële rapportering. Ook Beasley (1996) komt tot een dergelijk besluit. Ook hij legt zoals hoger aangegeven de nadruk op de onafhankelijkheid van de leden van het auditcomité. Daarnaast zal men effectiever zijn in het monitoren van het financiële rapporteringsproces indien de structuur van zowel de RvB in het algemeen als van het auditcomité onafhankelijk is (Klein, 2002).

Hypothese 8(a):

Er zal een lager niveau van EM zijn indien de RvB een auditcomité opricht als adviserend comité.

Zoals aangehaald in de inleiding van deze sectie moeten beursgenoteerde vennootschappen verplicht een auditcomité oprichten. Daarnaast bevat paragraaf drie van artikel 526bis een andere verplichting voor beursgenoteerde ondernemingen die op geconsolideerde basis voldoen aan tenminste 2 van de volgende 3 criteria: a) gemiddeld aantal betrokken werknemers gedurende het boekjaar van minder dan 250 personen; b) balanstotaal van minder dan of gelijk aan 43.000.000 euro; c) jaarlijkse netto-omzet van minder dan of gelijk aan 50.000.000 euro. Zij zijn wettelijk niet verplicht een auditcomité in te stellen, maar de taken die voorzien zijn voor het auditcomité moeten uitgevoerd worden door het wettelijk bestuursorgaan als geheel. Deze taken worden beschreven door paragraaf vier artikel 526bis W. Venn. Voorbeelden zijn het monitoren van het financiële verslaggevingsproces, het monitoren van de doeltreffendheid van het interne controle- en risicobeheerssysteem en het monitoren van de wettelijke controle van de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening. Bestuurders met financiële achtergronden of expertise zorgen voor een betere monitoring van de financiële staten en dus voor een lager niveau van EM (Xie et al., 2003). Zowel in de CG Code 2009 als in de Code Buyse II wordt er niet gesproken over het opnemen van financieel geschoolde bestuurders in de RvB. Dit zou nochtans een belangrijke aanbeveling kunnen zijn indien men geen auditcomité opricht. Er zal dan ook onderzocht worden of bestuurders met financiële achtergronden binnen de RvB een impact kunnen hebben op het niveau van EM.

Hypothese 8(b):

Er kan een lager niveau van EM vastgesteld worden wanneer er personen zetelen in de RvB met deskundigheid in financiële, boekhoudkundige en auditaangelegenheden.

Hoofdstuk 6: Auditkwaliteit en earnings management: hypotheseopbouw

De academische wereld heeft empirische evidentie gevonden van het feit dat de kwaliteit van de externe auditor winstverhogend winststuringsgedrag beperkt (Vander Bauwhede en Willekens, 2000b). Amerikaanse studies, zoals deze van Francis en Yu (2009), tonen aan dat grote revisorenkantoren een hogere kwaliteit bieden en winststuring meer beperken dan kleine revisorenkantoren. Ze treden strenger op tegen winstmanagement dan kleine revisorenkantoren omwille van een grotere bezorgdheid om hun reputatie. Bovendien zijn deze grotere kantoren economisch minder afhankelijk van individuele klanten dan kleinere kantoren en kunnen dus strenger optreden.

In de eerste sectie worden enkele algemeenheden besproken aangaande de controle van de jaarrekening in België. De volgende sectie behandelt het begrip auditkwaliteit, terwijl de derde sectie enkele voorbeelden geeft van maatstaven om auditkwaliteit te meten. De vierde sectie legt de link tussen de gekozen maatstaf voor auditkwaliteit binnen deze masterproef en EM. Hieruit wordt de onderzoekshypothese afgeleid. Daarnaast wordt in de laatste sectie het effect besproken van auditkwaliteit op de relatie tussen CEO dualiteit en EM enerzijds en tussen het aantal insiders binnen de RvB en EM anderzijds. Deze interactie-effecten zullen leiden tot bijkomstige onderzoekshypothesen.

6.1 Controle van de jaarrekening in België

De meeste Belgische beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen, die voldoen aan bepaalde criteria m.b.t. wettelijke vorm en grootte, moeten jaarlijks hun enkelvoudige jaarrekening en/of hun geconsolideerde jaarrekening neerleggen bij de balanscentrale van de NBB (Nationale Bank van België). Ook de grote en zeer grote VZW's en private stichtingen dienen hun jaarrekening neer te leggen bij de Nationale bank (NBB, 2012).

In België is een externe doorlichting van de jaarrekening verplicht voor grote ondernemingen. De criteria om te bepalen of een onderneming als groot beschouwd moet worden zijn neergeschreven in artikel 15 W.Venn. Om de correctheid van de financiële staten te garanderen heeft de wetgever in België een onafhankelijke en onpartijdige deskundige aangeduid die de jaarrekening controleert, namelijk de bedrijfsrevisor (IBR, 2011). De revisor, die lid moet zijn van het IBR (Instituut voor Bedrijfsrevisoren), moet naar aanleiding van de jaarrekening een omstandig schriftelijk verslag opstellen (artikel 143 W.Venn.). Hierin verleent hij een onafhankelijke mening over de correctheid van de jaarrekening. De verklaring van de bedrijfsrevisor moet de stakeholders een bepaalde mate van zekerheid verlenen dat de jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang bevat.

De controle van de jaarrekening wordt gereguleerd door auditnormen. Vanaf 2007 zijn de ISA's (International Standards of Auditing) van het IAASB (International Auditing and Assurance Standards Board) van toepassing op de door de wet vereiste audits in België (Mercken, 2011). De nationale controlenormen van het IBR vullen de ISA's aan voor specifieke nationale aangelegenheden. De tien GAAS (Generally Accepted Auditing Standards) of controlenormen vormen het conceptuele fundament van elk normenstelsel. Elke wettelijke audit moet conform deze

controlenormen gebeuren. Daarnaast moet de audit plaatsvinden conform alle ethische- en onafhankelijkheidsstandaarden, voorgeschreven in het KB van 10 januari 1994 en in de CG wet van 2 augustus 2002 (Vander Bauwhede et al., 2003a). Het toezicht op het correct naleven van de auditnormen gebeurt in België op basis van een systeem van 'monitored self-regulation' (Mercken, 2011). Enerzijds is het de verantwoordelijkheid van het IBR om toezicht te houden op de toelating tot het beroep en de herinschrijving van wettelijke auditors in het IBR register, te zorgen voor permanente scholing en kwaliteitscontroles en om een tuchtsysteem op poten te zetten. Anderzijds is er een publiek toezicht door het HREB (Hoge Raad voor Economische Beroepen), het ACCOM (Advies- en Controlecomité op de Onafhankelijkheid van de Commissaris), de KVI (Kamer van Verwijzing en Instaatstelling) en door de minister van economie.

Artikel 130 W.Venn stelt dat het de taak is van de algemene vergadering van aandeelhouders om de bedrijfsrevisor aan te stellen. Deze bedrijfsrevisor moet ingeschreven zijn in het openbaar register van het IBR. Het bestuursorgaan van de vennootschap zal een voorstel tot benoeming formuleren, gericht aan de algemene vergadering. Wanneer men krachtens het W.Venn. verplicht is om een auditcomité op te richten, dan zal dit auditcomité een voorstel tot benoeming afleveren.

6.2 Auditkwaliteit: definiëring

Auditkwaliteit is afhankelijk van de auditor die de controle uitvoert en bestaat volgens DeAngelo (1981) uit twee componenten. De eerste component is de waarschijnlijkheid dat de auditor onjuistheden in de boekhouding van de klant ontdekt. Het ontdekken van materiële fouten of weglatingen in de financiële staten is afhankelijk van de expertise, vakbekwaamheid en gebruikte technieken van de auditor. De tweede component van auditkwaliteit is het rapporteren van deze onjuistheden. Het rapporteren is afhankelijk van de onafhankelijkheid van de auditor. De onafhankelijkheid ten opzichte van de auditcliënt kan in bepaalde situaties in het gedrang komen:

- Een eerste voorbeeld is het belang van het behouden van een belangrijke klant dat groter is dan het afleggen van een juiste verklaring. Dit komt voor wanneer de auditcliënt een belangrijk deel van de omzet van de bedrijfsrevisor genereert. Indien de bedrijfsrevisor de onjuistheden rapporteert, dan dreigt hij de cliënt en een belangrijke inkomstenbron te verliezen (DeAngelo, 1981).
- Een tweede voorbeeld is een te 'familiaire' cliëntrelatie. Wanneer er een te lange en te nauwe relatie bestaat tussen de auditor en de cliënt, dan kan dit leiden tot een te groot vertrouwen in de cliënt. Dit zorgt op zijn beurt voor een onvoldoende objectieve toetsing van de gegevens uit de financiële rapporteren (DeAngelo, 1981).
- Een derde voorbeeld is het publieke aanzien van de cliënt. Een hoog aanzien kan de bedrijfsrevisor een hoge status opleveren als wettelijke controleur. Om de goede relatie te vrijwaren, zal hij geen onjuistheden publiceren. Anderzijds kan het rapporteren van onjuistheden in de financiële rapportering van aanzienlijke bedrijven grote maatschappelijke gevolgen hebben, wat de bedrijfsrevisor te allen tijde tracht te vermijden (DeAngelo, 1981).

Daarnaast bestaan er nog andere definities van auditkwaliteit. Men spreekt bijvoorbeeld van een kwaliteitsvolle audit wanneer deze in overeenstemming is met de GAAS (Mercken, 2011). De wettelijke audit moet de zekerheid bieden dat de financiële staten en de daarmee samenhangende verklaringen in overeenstemming zijn met de algemeen aanvaarde boekhoudprincipes.

Voor de gebruikers van de jaarrekening is het vaak moeilijk om te controleren of de bedrijfsrevisor de vereiste kennis heeft en of hij al dan niet onafhankelijk is. Daarom bestaan er een hele reeks maatstaven waarmee auditkwaliteit gemeten kan worden. Deze zullen besproken worden in de volgende sectie.

6.3 Maatstaven van auditkwaliteit

Om de auditkwaliteit te meten, worden er in de academische literatuur heel wat maatstaven gegeven. In deze sectie wordt een opsomming gegeven van de meest gebruikte maatstaven. Deze lijst is echter niet limitatief.

6.3.1 De grootte van het auditkantoor

Auditkwaliteit kan volgens DeAngelo (1981) gemeten worden door de 'grootte van het auditkantoor' maatstaf. Hierbij wordt het aantal cliënten van het kantoor als graadmeter van grootte gehanteerd. Er bestaat een positieve associatie tussen de grootte van het auditkantoor en de auditkwaliteit.

DeAngelo (1981) geeft drie belangrijke redenen waarom grotere auditkantoren een hogere auditkwaliteit afleveren. Vooreerst zullen kantoren die gemiddeld 100 klanten controleren minder afhankelijk zijn van één klant dan kantoren die gemiddeld tien klanten dienen. Auditkantoren die meer klanten controleren kunnen hun totaal honorarium immers wijder verspreiden over hun cliënteel. Daarnaast willen de grotere kantoren geen risico lopen om hun reputatie en een groot deel van hun cliënteel te verliezen indien ze negatief in de pers komen. Men loopt immers het risico negatief in de pers te komen bij het afleggen van een onjuiste verklaring voor een cliënt. De derde reden is de grote angst bij Big8 accountingkantoren om in een rechtszaak betrokken te raken en de eventuele internationale gevolgen daarvan.

Teoh, Welch en Wong (1998) tonen in hun empirische studie aan dat financiële markten meer vertrouwen hebben in ondernemingen die gecontroleerd worden door een Big6 auditkantoor. Ze vergeleken namelijk de aandelenkoers van telkens twee beursgenoteerde ondernemingen met dezelfde kenmerken, waarbij de ene werd gecontroleerd door een Big6 auditor en de andere door een niet-Big6 auditor. Uit de resultaten bleek dat een controle door een Big6 auditor een positieve impact had op de aandelenkoers. Financiële markten hebben dus meer vertrouwen in controles door de grote of Big6 auditkantoren.

De Big4 auditkantoren (Deloitte, Ernst & Young, KPMG en PwC) zouden dus een hogere auditkwaliteit leveren omwille van hun reputatie, ervaring en hun relatief conservatieve standpunten.

6.3.2 De specialisatie van de auditor in een specifieke branche of sector

Naast de grootte van het auditkantoor heeft ook het verschil in niveau van industrie-expertise van de auditor een invloed op de auditkwaliteit (Zerni, 2011). Hoe meer auditkantoren of bedrijfsrevisoren klanten dienen binnen eenzelfde sector, hoe meer mogelijkheden ze hebben om industriekennis op te bouwen die leidt tot industrie expertise. Auditors met meer industrie-specifieke ervaring hebben een accuratere kennis inzake de mogelijke verklaringen voor onverwachte financiële ratio's. De kans op het correct detecteren van boekhoudkundige fouten ligt dan hoger. Daarnaast kunnen auditors die industrie-gespecialiseerd zijn zware investeringen doen in technologieën, faciliteiten en personeel. Dit moet hen, vergeleken met niet-gespecialiseerde auditors, nog beter in staat stellen om onregelmatigheden te detecteren en te rapporteren.

Academische literatuur toont aan dat klanten van sectorgespecialiseerde auditors geassocieerd worden met een lagere kans op financiële fraude en lagere niveaus van abnormale *accruals*. Ze bereiken een hoger niveau van winstkwaliteit dan klanten zonder sectorspecifieke controle (Balsem, Krishnan & Yang, 2003). Er bestaat met andere woorden een negatief verband tussen de industriespecialisatie van de auditor en het niveau van de DA. Het verschil in gepercipieerde kwaliteit tussen industrie-gespecialiseerde en niet-industrie-gespecialiseerde auditors wordt ook erkend door de auditmarkt (Zerni, 2011).

6.3.3 De duur van de auditor-cliënt relatie

Carcello en Nagy (2004) geven aan dat er tegengestelde visies bestaan binnen de academische wereld over de relatie tussen de duur van de verbintenis en de auditkwaliteit.

Er wordt vaak verondersteld dat een te lange verbintenis tussen auditor en cliënt de onafhankelijkheid van de auditor beschadigt. Er ontstaan immers hechte relaties tussen de auditor en de managers of eigenaars waardoor de auditor niet meer objectief gaat zijn bij de beoordeling. De sceptische houding van de auditor daalt naarmate men langer verbonden is met een klant. De duur van de relatie is dus negatief geassocieerd met de onafhankelijkheid. Wanneer de onafhankelijkheid bedreigd wordt, dan daalt de auditkwaliteit.

Anderzijds wordt er in de academische literatuur gesproken over een negatief verband tussen de lengte van de relatie en het niveau van EM. Auditors zullen, naarmate ze langer bij een cliënt werkzaam zijn, meer waardevolle kennis verzamelen over deze cliënt (Johnson, Khurana en Reynolds, 2002). De auditor zal meer inzicht verkrijgen in de bedrijfsspecifieke risico's voor de cliënt in kwestie. Hoe meer klantspecifieke kennis men opbouwt, hoe hoger de geleverde auditkwaliteit.

6.3.4 De vergoeding voor de controleopdracht

Hay, Knechel en Wong (2006) hebben onderzoek gevoerd naar het verband tussen de vergoeding voor de controleopdracht en de kwaliteit van deze controle. Zij stellen vast dat Big4 kantoren een hogere vergoeding vragen dan niet-Big4 kantoren. Uit de theorie omtrent de 'grootte van het auditkantoor' maatstaf halen we dat de Big4 kantoren een hogere kwaliteit afleveren dan niet-Big4

kantoren. Hierdoor kan er een link worden gelegd tussen vergoeding en kwaliteit: er bestaat een positieve associatie tussen de vergoeding voor de controleopdracht en de auditkwaliteit.

Craswell, Francis en Taylor (1995) treden dit verband bij. Zij stelden vast dat een auditvergoeding kan opgesplitst worden in twee delen. Enerzijds betaalt de klant een soort premium voor de merknaam van het auditkantoor. Hoe hoger de reputatie van het kantoor, hoe hoger de auditvergoeding zal zijn. Uit punt 6.3.1 kan men concluderen dat een hogere reputatie leidt tot een hogere auditkwaliteit. Anderzijds wordt er een premium betaald voor de industriespecialisatie van het kantoor. Ook sectorspecialisatie leidt volgens punt 6.3.2 tot een hogere auditkwaliteit. De auteurs concluderen dat wanneer de reputatie en de sectorspecifieke kennis van een kantoor toenemen, de aangerekende kosten zullen stijgen. Een hogere auditvergoeding kan dus geassocieerd worden met een hogere auditkwaliteit.

6.4 Onderzoekshypothesen

Binnen deze masterproef zal auditkwaliteit gemeten worden door middel van de grootte van het kantoor. Vooreerst zal academische literatuur aangehaald worden waarin onderzoek is gevoerd naar de relatie tussen auditkwaliteit, gemeten door de grootte van het kantoor, en EM. Verder zal de link worden gelegd tussen auditkwaliteit, CEO dualiteit, het aantal insiders en EM.

6.4.1 Auditkwaliteit en EM

Er zijn veel auteurs die onderzoek hebben gedaan naar het effect van auditkwaliteit op EM. Becker, Defond, Jambalva en Subramanyem (1998) stellen dat bij auditors die een hogere kwaliteit bieden de kans groter is op het ontdekken van verdachte boekhoudpraktijken. Deze auditors zullen immers sneller negatieve informatie gebruiken en overgaan tot een negatief of afkeurend rapport. De auteurs gebruikten als maatstaf voor kwaliteit de grootte: Big6 of niet-Big6 kantoren. Men kwam tot de conclusie dat ondernemingen die gecontroleerd werden door niet-Big6 auditors meer discretionaire *accruals* rapporteerden dan ondernemingen gecontroleerd door Big6 auditors. Onverwachte of discretionaire *accruals* zijn verschillen tussen het gerapporteerde resultaat en de cash flows uit de bedrijfsactiviteiten die te wijten zijn aan winstmanipulatie. Big6 auditors zorgen met andere woorden voor een hogere auditkwaliteit. Ook Chung, Firth en Kim (2005) onderzochten het effect van Big6 auditors op EM in ondernemingen met een lage groei maar hoge cashflows. Managers trachten in dergelijke situaties de lage of zelfs negatieve winsten op hun investeringen te compenseren door middel van winstverhogende manipulatie. Men probeert met andere woorden het effect te camoufleren van investeringen die geen welvaart creëren door middel van opportunistisch boekhoudgedrag. Big6 auditors, in vergelijking tot niet-Big6 auditors, zijn effectiever in het beperken van opportunistische keuzes door het management. Conservatisme en het vermijden van rechtszaken zijn volgens de auteurs de belangrijkste motieven voor Big6 auditors om een hogere kwaliteit te bieden. Krishan (2003) maakte een onderscheid tussen gespecialiseerde en niet-gespecialiseerde auditors in Big6 accountancykantoren. Klanten van niet-gespecialiseerde Big6 auditors vertonen hogere niveaus van discretionaire *accruals* dan klanten van gespecialiseerde Big6 auditors. De conclusie luidde dat een auditor die zowel tot een Big6 kantoor

behoort als sectorgespecialiseerd is een positief effect kan hebben op de geloofwaardigheid van de financiële informatie.

Het effect van Big6 auditors werd door Francis, Maydem en Sparks (1999) ook op een andere manier onderzocht. Ze trachten namelijk te achterhalen of Big6 auditors een rol kunnen spelen in het geloofwaardig rapporteren van *accruals*. Ondernemingen die geneigd zijn om een hoog niveau van *accruals* te rapporteren, en dus ook iets te maken kunnen hebben met agressief of opportunistisch EM gedrag, zullen sneller overgaan tot het aanstellen van een Big6 auditor. Het objectief in zulke ondernemingen is zekerheid bieden aan de diverse stakeholders over de geloofwaardigheid van het gerapporteerde resultaat. De auteurs kwamen dan ook tot volgende vaststelling: hoewel ondernemingen gecontroleerd door Big6 auditors hogere niveaus van de totale *accruals* kunnen rapporteren zullen ze lagere niveaus van de discretionaire *accruals* rapporteren. EM kan met andere woorden beperkt worden door de aanwezigheid van een Big6 auditor. De vraag naar een Big6 auditor zal deels gebaseerd zijn op het reduceren van het potentieel tot winstmanipulatie via de *accruals*. In *high-accrual* ondernemingen kan men door middel van een Big6 auditor de onzekerheid over het gerapporteerde resultaat reduceren.

Als laatste wordt een studie naar auditkwaliteit aangehaald bij private, Europese ondernemingen. Van Tendeloo et al. (2008) steunden vooreerst op voorgaande studies (Burgstahler et al., 2006; Ball en Shivakumar, 2005) die stellen dat privaatrechtelijke bedrijven meer aan winstmanipulatie doen in vergelijking tot publieke bedrijven. Daarnaast zullen private ondernemingen ook minder snel geneigd zijn om verliezen te rapporteren dan beursgenoteerden. De auteurs onderzoeken of een hogere auditkwaliteit, geleverd door een Big4 kantoor, daadwerkelijk het niveau van EM kan beperken in private ondernemingen. Steunend op de *agency theory* is auditkwaliteit ook van belang in private ondernemingen. Een hoge auditkwaliteit kan immers de *agency* conflicten tussen managers en eigenaars verminderen, nuttig zijn bij de evaluatie van managers en om de diverse stakeholders te overtuigen van de geloofwaardigheid van de financiële staten (Van Tendeloo et al., 2008). Het is dan ook de taak van de auditor om de belangen van de diverse stakeholders te beschermen. Vooral de grotere auditkantoren hebben motieven om een zo hoog mogelijke kwaliteit aan te bieden. Rechtszaken en reputatieverlies, zowel op nationaal als internationaal vlak, kunnen volgen uit fouten in het controle-of rapporteringsproces van de auditor. Daarnaast is ook de aard van het legale systeem van een land belangrijk volgens de auteurs. Landen met belastingautoriteiten die de wetgeving zeer streng ten uitvoer brengen onderzoeken de financiële staten veel grondiger. De berekening van de belastingen is immers gebaseerd op het gerapporteerde resultaat. In zulke landen ligt de kans op het ontdekken van fouten gemaakt door de auditor veel hoger. Hoe strenger men de financiële staten onderzoekt omwille van fiscale motieven, hoe sterker de motieven van de auditor zullen zijn om een hoge auditkwaliteit te bieden. Toch geven de auteurs aan dat de financiële staten van privaatrechtelijke vennootschappen niet zo nauwgezet onderzocht worden als de staten van beursgenoteerden, ondanks een sterk legaal klimaat. De kans op het ontdekken van fouten in de externe controle en de daaruit voortvloeiende disciplinaire acties ligt dus lager in private ondernemingen. De auteurs nemen in totaal zes Europese landen op in hun studie. België, dat deel uitmaakt van deze studie, wordt aanschouwd als een van de landen met de strengste belastingautoriteiten. De conclusie van dit empirisch

onderzoek luidde dat private ondernemingen minder aan EM doen wanneer hun financiële staten gecontroleerd worden door een Big4 auditor. Deze associatie is evenwel enkel waar in landen met een sterk legale of wetgevende bekrachtiging. Daarnaast zal het indelen van de niet-Big4 kantoren in grote en kleine auditkantoren niet leiden tot een verschil in auditkwaliteit.

In België is de accountantsmarkt verdeeld over vier groepen. Vooreerst heb je de grote, internationale kantoren of de Big4: Deloitte, E&Y (Ernst & Young), KPMG en PwC (PricewaterhouseCoopers). Daarnaast zijn er de kleinere, internationale kantoren waaronder BDO. Verder heb je nog de middelgrote kantoren en de kleine kantoren, waaronder zelfstandigen. De academische literatuur toont aan dat grotere kantoren een hogere auditkwaliteit bieden. Men kan zich in de Belgische context dan ook afvragen of de keuze voor een Big4 of een niet-Big4 kantoor een impact zal hebben op EM.

Hypothese 9:

Ondernemingen die zich laten controleren door een bedrijfsrevisor van een Big4 accountancykantoor hebben een lager niveau van EM.

6.4.2 Auditkwaliteit: interactie-effecten

Uit hoofdstuk vijf konden we reeds afleiden dat CEO dualiteit geassocieerd wordt met een hoger niveau van EM. Het is echter de taak van de bedrijfsrevisor om de verslagen van de RvB na te lezen. Op deze manier krijgt hij informatie over de agendapunten en de beslissingen die genomen worden binnen de RvB. De informatie die hieruit vrijkomt kan eventueel gelinkt worden aan onregelmatigheden in de jaarrekening die door de bedrijfsrevisor zijn vastgesteld. Er zal dan ook onderzocht worden of een hogere auditkwaliteit het positieve effect van CEO dualiteit op EM kan teniet doen of verminderen. Auditkwaliteit, gemeten door de grootte van het kantoor, is de moderator.

Hypothese 10:

Het positieve effect van CEO dualiteit op EM zal afgezwakt of teniet worden gedaan indien de financiële staten gecontroleerd worden door een auditor van een Big4 accountancykantoor.

In lijn met voorgaande paragraaf zorgt een hoger percentage aan insiders binnen de RvB voor een hoger niveau van EM. Er zal dan ook onderzocht worden of een hogere auditkwaliteit het positieve effect van het aantal insiders binnen de RvB op EM kan teniet doen of verminderen. Binnen deze interactie is auditkwaliteit de moderator.

Hypothese 11:

De positieve relatie tussen het aantal insiders binnen de RvB en het niveau van EM zal afgezwakt of teniet worden gedaan indien de financiële staten gecontroleerd worden door een auditor van een Big4 accountancykantoor.

Hoofdstuk 7: Opbouw van de regressiemodellen

Binnen hoofdstuk zeven zullen de regressiemodellen opgebouwd worden die nodig zijn om de onderzoekshypothesen te testen. Winstmanipulatie wordt in de academische literatuur voornamelijk gemeten aan de hand van de onverwachte of discretionaire *accruals*. Er zijn heel wat *accrual* predictiemodellen ontworpen waaronder het DeAngelo Model uit 1986 en het Modified Jones Model uit 1995. In sectie één van dit hoofdstuk zal besproken worden hoe de afhankelijke variabele uit de regressiemodellen gedefinieerd en berekend kan worden. De tweede sectie bevat een beschrijving van de onafhankelijke- of verklarende variabelen en de interactievariabelen uit de regressiemodellen. De invloed van deze variabelen op EM zal gemeten worden in hoofdstuk acht. De resultaten zullen leiden tot een conclusie omtrent de algemene onderzoeksvraag in hoofdstuk negen. In de derde sectie van dit hoofdstuk zullen de controlevariabelen vastgelegd worden die de regressiemodellen vervolledigen. De vierde sectie geeft in de vorm van een tabel een kort overzicht van de variabelen uit de modellen. De tabel bevat ook het verwachte teken voor elke variabele. In de laatste sectie zullen alle regressiemodellen in detail besproken worden.

7.1 Afhankelijke variabele

7.1.1 Meting van winstmanipulatie

Winststuring of EM wordt gemeten aan de hand van onverwachte of discretionaire *accruals* (Vander Bauwhede, 2000b). Er bestaan twee methodes om de boekhouding te voeren, namelijk *accrual accounting* en *cash-based accounting*. *Accrual accounting* maakt een onderscheid tussen het registreren van kosten en opbrengsten en het eigenlijke betalen en ontvangen van geld (Palepu et al., 2010). Bij *accrual accounting* zullen de effecten van economische transacties gerapporteerd worden op basis van verwachte kasstromen, in vergelijking met *cash-based accounting* dat enkel rapporteert op basis van eigenlijke kasstromen. Managers moeten de juiste schattingen en assumpties kunnen maken, wat van *accrual-based accounting* een vrij subjectieve bezigheid maakt. Vander Bauwhede et al. (2000b) definiëren *accruals* als kosten- en opbrengstenelementen die de winsten van de cash flows onderscheiden, en die dus afhankelijk zijn van boekhoudkundige methodes. De twee boekhoudbenaderingen reflecteren met andere woorden een tegenstelling tussen boekhoudkundige resultaten en kasstromen (Mercken, 2011).

De meest gebruikte methode om winststuring te meten is via de *accruals*. De boekhoudkundige winst bestaat uit twee delen: de operationele kasstromen en de *totale accruals*. De TA (*totale accruals*) drukken het verschil uit tussen het gerapporteerde netto inkomen en de kasstromen van de activiteiten (Healy, 1985). De TA kunnen op hun beurt opgesplitst worden in twee componenten die niet direct observeerbaar zijn: de NDA (niet-discretionaire *accruals*) en de DA (discretionaire *accruals*).

De eerste component, de NDA, zijn boekhoudkundige aanpassingen die opgelegd worden door de accountingstandaarden en door de wet verplicht zijn. Deze component wordt verwacht omdat er altijd onverwachte waardedalingen en voorzieningen optreden door de instabiliteit van de economische omgeving. Het management heeft over deze component dus geen zeggenschap of

beslisrecht waardoor ze niet wijst op manipulatie. De waardebepaling van de inventaris, die via de laagste prijs gebeurt, is een voorbeeld. De laagste waarde is het minimum van de aanschafwaarde of de marktwaarde. Samenvattend geven de NDA het verschil weer tussen de niet-gemanipuleerde winsten en de cashflows (McCulloch, 1998). Ze zijn bij wet verplicht en hebben een voorspelbaar karakter.

De tweede component van de TA zijn de onverwachte of DA. Deze volgen niet uit de normale economische activiteit en worden dus ook niet verwacht. Ze zijn afhankelijk van de boekhoudbeslissingen van managers en wijzen op manipulatie. De DA worden gekozen uit de algemeen aanvaarde boekhoudprocedures (GAAP). Populaire elementen waarmee de winsten gestuurd worden zijn de (afzonderlijke) afschrijvingen, waardeverminderingen en voorzieningen. Een voorbeeld is het aanleggen van een te hoge voorziening waardoor de nettowinst wordt beïnvloed. Managers verschuiven de winsten via de DA tussen verschillende boekjaren. Men bekijkt het niveau van de kasstromen en de NDA op het einde van het boekjaar en in functie hiervan kiest men het niveau van de DA om zo het winstcijfer te manipuleren.

Het definiëren van de componenten van de TA leidt tot volgende formule:

$$TA_{it} = NDA_{it} + DA_{it}$$

In de realiteit kijken analisten dus vooral naar de kasstromen en alles wat daarvan afwijkt vinden zij verdacht. De waarde van de onderneming is immers de actuele waarde van de verwachte vrije kasstromen (netto kasstromen na vervangingsinvesteringen). DA of boekhoudkundige opbrengsten die niet met een inkomende kasstroom gepaard gaan, dragen daar niet toe bij en worden gezien als primair instrument voor winstmanipulatie (Mercken, 2011). Het gerapporteerde winstcijfer bereikt een hogere kwaliteit indien het voldoet aan een aantal kenmerken (Mercken, 2011). Ten eerste moeten de winsten met een inkomende kasstroom gepaard gaan. Een voorbeeld waarbij dit niet gebeurt is een stijgende verkoop zonder evenredig stijgende handelsvorderingen. Verder moeten ze reële transacties betreffen en geen boekhoudkundig artefact. Een laatste kenmerk is de oorsprong van de gerapporteerde winsten: deze moeten uit een beheerst proces komen.

Onderzoekers hebben echter een probleem: het opportunistisch winststuringsgedrag van managers kan niet op een directe manier geobserveerd worden via de jaarrekening. Men moet statistische modellen gaan gebruiken om EM te detecteren. Deze modellen zullen besproken worden binnen de volgende deelsectie.

7.1.2 Modellen voor het schatten van de discretionaire accruals

De TA kunnen berekend worden via gegevens uit de jaarrekening. Het is echter moeilijk om een onderscheid te kunnen maken tussen de NDA en de DA. De accrual predictiemodellen zijn dan ook geëvolueerd doorheen de tijd en trachten telkens rekening te houden met de tekortkomingen van de vorige modellen.

Vooreerst zullen de meest geciteerde en meest gebruikte predictiemodellen opgesomd worden. Vervolgens zal het model dat binnen deze masterproef gebruikt wordt uitvoerig besproken worden.

7.1.2.1 Overzicht van de belangrijkste modellen

Het eerste model dat winststuring meet via het verschil tussen de TA en de NDA is het Healy Model (1985). Volgens Healy kiezen managers hun beleid in functie van het maximaliseren van hun bonussen. Het rapporteren van een inkomensstijging zal zorgen voor een hogere bonus. Door middel van DA zullen managers ervoor zorgen dat een inkomensstijging daadwerkelijk gerapporteerd kan worden (Bartov, Gul en Tsui, 2000).

In 1986 werd een tweede accrual predictiemodel ontwikkeld: het DeAngelo Model. DeAngelo onderzocht EM in de context van een management *buy-out*. Voortaan werd er niet alleen meer gesproken over winstverhogend EM gedrag, maar ook over winstverlagende EM. De *accruals* van het voorgaande boekjaar worden bij DeAngelo als benchmark gebruikt voor de *accruals* van dit boekjaar (Bartov et al., 2000).

Het Jones Model (1991) was het derde model dat een onderscheid trachtte te maken tussen de NDA en de DA. Jones schat de NDA en de DA op basis van een regressie-analyse. Hij ontwikkelde een model waarbij de parameters werden geschat o.b.v. tijdreeksgegevens. Op dit model werden er heel wat varianten gemaakt. Het wordt dan ook vaak aangehaald als het 'standaard' Jones Model.

Naast het Jones Model werd er in 1991 nog een model ontwikkeld: het Industry Model. Dechow et al. (1996) maakten de assumptie dat de NDA op dezelfde manier variëren doorheen verschillende industrieën. Jones (1991) maakte echter de assumptie dat de NDA niet veranderen doorheen de tijd.

In 1994 werd een eerste variant van het oorspronkelijke Jones Model gepubliceerd. Defond et al. (1994) ontwikkelden namelijk het Cross-sectional Jones Model. Zij berekenden de coëfficiënten uit het predictiemodel op een cross-sectionele manier i.p.v. een tijdseriebenadering te gebruiken (Aljifri, 2007). Op deze manier werd het oorspronkelijke Jones Model geschat, gebruik makend van portfolio's van ondernemingen die matchen qua jaar en industrie. Deze benadering schat de regressies afzonderlijk voor elke combinatie van jaar en industrie, in plaats van de tijdseriebenadering die uitgaat van de assumptie dat de schatters van de coëfficiënten constant zijn. Ondanks het feit dat deze aanpak een accuratere schatting geeft van de DA kan het ook fouten bevatten. Indien alle bedrijven binnen een bepaalde industrie hun winsten sturen, dan bestaat de kans op een vertekende schatting.

De volgende variant van het standaard Jones Model kwam er in 1995. Dechow, Sloan en Sweeney (1995) ontwikkelden een aangepaste versie: het Modified Jones Model. Beide modellen verschillen omdat het aangepaste Jones Model rekening houdt met manipulatie via de opbrengsten (Aljifri, 2007). De wijziging in opbrengsten wordt aangepast voor de wijziging in handelsvorderingen. Men beargumenteert dit door te stellen dat het veel gemakkelijker is om de winsten te sturen via opbrengsten door kredietverkopen dan via opbrengsten door cashverkopen.

De voorgaande lijst van predictiemodellen is uiteraard niet limitatief. Zo hebben verscheidene auteurs aanpassingen gedaan aan het Modified Jones Model. Bij een eerste variant werd de 'book-

to-market' ratio (boekwaarde t.o.v. de marktwaarde) en de cashflows uit de bedrijfsactiviteiten toegevoegd. Op deze manier werd er rekening gehouden met de verwachte groei in bedrijfsactiviteiten en de huidige ondernemingsprestaties (Jones, Krishnan en Melendrez, 2006). Wanneer men deze variabelen niet toevoegt, dan zal de verwachte groei gereflecteerd worden in de DA en zullen voor ondernemingen met zeer sterke prestaties de DA vertekend zijn. Een tweede voorbeeld is het Modified Jones Model dat de variabele '*return on assets*' (ROA) toevoegt. Kothari, Leone en Wasley (2005) stellen immers dat de prestaties van een onderneming gecorreleerd zijn met de *accruals*.

Na hun publicatie van het Modified Jones model hebben Dechow et al. (1995) een vergelijkende studie gevoerd. Ze onderzochten de nauwkeurigheid van het Healy Model, het DeAngelo Model, het Jones Model, het Industry Model en het Modified Jones Model. Hun conclusie luidde dat alle modellen een redelijk goede test waren op winststuring, behalve voor ondernemingen die een extreme winst en kasstroom-performantie hadden. De meest krachtige test op winststuring werd geleverd door het Modified Jones Model. Naast Dechow et al. (1995) voerden ook Kothari et al. (2005) een vergelijkende studie onder de accrual predictiemodellen. Zij concludeerden dat het standaard Jones Model en het Modified Jones Model de beste tests waren om winststuring op te sporen.

7.1.2.2 Gehanteerde model binnen deze masterproef

Omwillen van onderzoeksbependingen zal binnen deze masterproef het DeAngelo Model (1986) gebruikt worden om de DA te berekenen. Binnen dit model wordt er vanuit gegaan dat de *accruals* mee-evolueren met de groei van het balanstotaal. Vander Bauwhede et al. (2000b) geven dan ook een voorbeeld voor deze denkwijze. Wanneer de vaste activa stijgen, dan leidt dit tot een stijging van het balanstotaal en dus ook tot een stijging van de normale *accruals*. Indien een stijging van de TA echter niet gepaard gaat met een evenredige stijging van het balanstotaal, dan beschouwt men deze onevenredige toename als EM. Het voorgaande boekjaar wordt dus als een soort benchmark gebruikt om een schatting te kunnen maken van de NDA (Aljifri, 2007). Het verschil tussen de verwachte waarde en de eigenlijke waarde wordt gezien als het onverwachte of discretionaire deel van de TA.

Binnen het DeAngelo Model worden de DA dus als volgt gedefinieerd (Aljifri, 2007):

$$DA_{it} = (TA_{it} - TA_{it-1}) / A_{it-1}$$

Waarbij:

DA_{it} = De DA voor onderneming i in de huidige periode

TA_{it} = De TA voor onderneming i in de huidige periode

TA_{it-1} = De TA voor onderneming i in het voorgaande boekjaar

A_{it-1} = Het balanstotaal voor onderneming i in het voorgaande boekjaar

De formule die onder meer in het Jones model (1991) gebruikt wordt voor de berekening van de TA luidt:

$$TA_{it} = \text{Resultaat uit de gewone bedrijfsvoering}_{it} - \text{kasstromen}_{it}$$

Jans et al. (2007) definiëren de TA echter als '*de wijzigingen in het niet-kasgedeelte van het werkkapitaal, verminderd met de afschrijvingen*'. Door de wijziging in de vlottende activa te verminderen met de wijziging in het vreemd vermogen op korte termijn bekomt men de verandering in het werkkapitaal. Wanneer men hier de verandering in liquide middelen van aftrekt, dan bekomt men de verandering in het niet-kasgedeelte van het werkkapitaal. De laatste stap is het aftrekken van de afschrijvingen en waardeverminderingen. Op deze manier worden de TA bekomen volgens de definitie van Jans et al. (2007). Bergstresser en Philippon (2006), die in hun onderzoek dezelfde formulering gebruiken voor de TA, voegen nog een extra variabele toe. De verandering in schulden op méér dan één jaar, die binnen het jaar vervallen, worden immers afgetrokken. Dit gedeelte van de schulden moet immers uit het vreemd vermogen op korte termijn verwijderd worden.

$$TA_{it} = \text{Delta } CA_{it} - \text{Delta } CL_{it} - \text{Delta } \text{Cash}_{it} + \text{Delta } \text{STD}_{it} - \text{Dep}_{it}$$

Waarbij:

Delta CA_{it} = de verandering in vlottende activa tussen jaar t en t-1 voor onderneming i

Delta CL_{it} = de verandering in vreemd vermogen op korte termijn tussen jaar t en t-1 voor onderneming i

Delta Cash_{it} = de verandering in liquide middelen tussen jaar t en t-1 voor onderneming i

Delta STD_{it} = de verandering in schulden op méér dan één jaar, die binnen het jaar vervallen tussen jaar t en t-1 voor onderneming i

Dep_{it} = de afschrijvingen en waardeverminderingen in jaar t voor bedrijf i

In deze masterproef zal ervoor gekozen worden om de TA te berekenen volgens de formulering van Bergstresser et al. (2006), omdat het nauwkeuriger is dan de oorspronkelijke benadering uit het Jones model (1991). Nadat de TA berekend zijn kan men deze waarden invullen in de formule van het DeAngelo Model.

In deze masterproef zal de absolute waarde genomen worden van de TA en de DA alvorens deze als input zullen dienen voor verdere formules of de regressiemodellen. Er wordt geen onderscheid gemaakt tussen winststuring in de positieve of negatieve zin. Binnen de meervoudige regressiemodellen zullen de DA uitgedrukt worden als percentage van het balanstotaal van het boekjaar 2009.

7.2 Verklarende- en interactievariabelen

Binnen deze sectie worden vooreerst zeven verklarende variabelen toegevoegd aan de regressiemodellen. Deze variabelen zijn gebaseerd op de onderzoekshypothesen uit de hoofdstukken vijf en zes. Er wordt verwacht dat deze variabelen een directe impact zullen hebben op het niveau van de DA. Daarnaast worden enkele interactievariabelen besproken die in afzonderlijke regressiemodellen zullen getest worden.

7.2.1 Onafhankelijke of verklarende variabelen

De eerste verklarende variabele is het aantal externe bestuurders binnen de RvB. Het verwachte teken is negatief, omdat een hoger aantal externe bestuurders zorgt voor een lager niveau van EM.

De volgende verklarende variabele is het aantal vrouwen binnen de RvB. Ook hier is het verwachte teken negatief, omdat vrouwen zorgen voor een betere monitoring van het management.

Een derde onafhankelijke variabele is de grootte van de RvB. Er wordt een omgekeerd U-vormig verband verwacht tussen het aantal bestuursleden en het niveau van EM binnen de vennootschap.

Vervolgens zal de verklarende variabele het aantal vergaderingen van de RvB toegevoegd worden. Er wordt een positief verband verwacht tussen het aantal bijeenkomsten en het niveau van winststuring.

De vijfde verklarende variabele van het regressiemodel is de dummyvariabele CEO dualiteit. Wanneer de waarde gelijk is aan 0 dan wordt er een lager niveau van EM verwacht.

Een voorlaatste onafhankelijke variabele is de dummy variabele auditcomité. Indien men een auditcomité opricht en de waarde dus gelijk is aan 1, dan is het verwachte teken negatief en wordt er dus een lager niveau van EM verwacht. Indien men geen auditcomité opricht dan zal onderzocht worden of er bestuurders zijn die financieel geschoold zijn. Indien de waarde voor deze dummy variabele gelijk is aan 1, dan wordt er eveneens een lager niveau van EM verwacht.

De laatste verklarende variabele is de dummy variabele Big4 controle. Indien de waarde gelijk is aan 1 dan wordt een negatief teken verwacht.

7.2.2 Interactievariabelen

We spreken in de statistiek van een interactie-effect wanneer een specifieke combinatie van twee of meer onafhankelijke variabelen een effect heeft op de afhankelijke variabele. Interactie treedt op wanneer het effect van een onafhankelijke variabele op de afhankelijke variabele verandert naar aanleiding van het effect van een andere onafhankelijke variabele.

De eerste interactievariabele die toegevoegd wordt, is deze tussen het aantal insiders binnen de RvB en het aantal vergaderingen van de RvB. Er wordt verwacht dat de negatieve relatie tussen het aantal bestuursvergaderingen en het niveau van EM wordt afgezwakt indien er veel insiders of uitvoerende bestuurders in de RvB zetelen.

De tweede interactievariabele die gecreëerd wordt legt de link tussen CEO dualiteit en het aantal vergaderingen. Het aantal vergaderingen zal niet of minder negatief gerelateerd zijn aan het niveau van EM wanneer er CEO dualiteit is.

Interactievariabele drie legt de link tussen CEO dualiteit en auditkwaliteit. Er wordt een hoger niveau van EM verwacht indien er CEO dualiteit is. Auditkwaliteit kan echter een moderator zijn en bij dualiteit zorgen voor een lager niveau van EM.

De laatste interactievariabele legt de link tussen het aantal insiders en auditkwaliteit. Indien er veel insiders in de RvB zetelen, dan wordt een hoger niveau van EM verwacht. Auditkwaliteit kan dan weer een moderator zijn en zorgen voor een lager niveau van EM bij een hoog aantal insiders.

7.3 Controlevariabelen

Binnen deze sectie worden er nog enkele controlevariabelen toegevoegd om het regressiemodel te vervolledigen. Deze variabelen worden geïntroduceerd om rekening te houden met het niveau van de DA dat niet te wijten is aan winstmanipulatie (Willems et al., 2007).

De eerst controlevariabele is de schuldgraad of *leverage*. Elsayed (2007) introduceerde deze controlevariabele in zijn studie naar het effect van CEO dualiteit op EM. De variabele zal berekend worden door de totale schuld te delen door de totale assets. Ook Niskanen et al. (2011) voegen de variabele schuldgraad toe aan hun regressiemodel. Zij stellen dat hoe hoger de schuldgraad, hoe hoger de geëiste auditkwaliteit door de eigenaars en schuldeisers. Zij willen immers een hogere geloofwaardigheid van de financiële informatie. Uit de literatuur konden we afleiden dat een hogere auditkwaliteit zorgt voor een lager niveau van EM. Het verband tussen de schuldgraad en EM is volgens Niskanen et al. (2011) dan ook negatief. Watts en Zimmerman (1986) stellen echter dat volgens de *debt-equity* hypothese een hogere schuldgraad juist zal zorgen voor winstverhogende manipulatie door het management. Ook Sercu et al. (2002) concluderen dat de schuldgraad en EM positief gerelateerd zijn. Ondernemingen met veel schulden, en dus ook veel schuldconvenanten, zullen hun resultaten naar boven manipuleren.

De volgende controlevariabele is de grootte van de onderneming. Diverse studies naar EM introduceerden deze variabele in het regressiemodel. Niskanen et al. (2011), die het effect onderzoeken van auditkwaliteit op EM, meten de grootte door het natuurlijke logaritme te nemen van de totale assets. Zij stellen dat grotere ondernemingen ook grotere auditkantoren aanstellen, wat leidt tot een hogere auditkwaliteit en dus een lager niveau van EM. Ook Watts et al. (1986) definiëren grootte als het natuurlijke logaritme van de totale assets. Grotere ondernemingen willen politiek minder zichtbaar zijn, waardoor ze de winsten niet naar boven toe zullen manipuleren. Vander Bauwhede et al. (2000b) verwachten net zoals de twee voorgaande studies een negatieve relatie. Grote ondernemingen leiden meer onder hoge politiek kosten, zoals belastingen, en zullen daarom hun wisten niet naar boven bijstellen maar eerder naar onder toe.

Vervolgens worden er enkele controlevariabelen aan het model toegevoegd die handelen over de financiële gezondheid van de vennootschap. De eerste variabele is de liquiditeit, gemeten door de vlottende activa te delen door het vreemd vermogen op korte termijn. Ondernemingen zijn in het

kader van schuldconvenanten gehouden om vooraf bepaalde liquiditeits- en *intrest coverage* ratio's aan te houden (Dichev en Skinner, 2002). Wanneer men deze streefcijfers niet meer dreigt te halen dan ontstaan er motieven voor het management om de winsten te manipuleren. Vennootschappen die in financiële moeilijkheden zitten zijn gemotiveerd om hun winsten materieel te overschatten (Rosner, 2003). De tweede controlevariabele die handelt over de financiële gezondheid en die wordt toegevoegd is de return on assets (ROA). Deze ratio meet de operationele winstgevendheid van de onderneming en wordt berekend door de winsten voor interesten en belastingen (EBIT) te delen door de totale assets. Hoe hoger de winstgevendheid, hoe gezonder de onderneming en hoe minder motieven er zijn om de winsten te manipuleren.

De laatste controlevariabele die toegevoegd wordt aan het model is leeftijd. De maatstaf voor leeftijd is het natuurlijke logaritme van 1 plus het aantal jaren sinds de oprichting van de onderneming (Niskanen et al., 2011). Jonge ondernemingen, die vaak sterk afhankelijk zijn van externe financiering, zullen sneller geneigd zijn om het resultaat te sturen (Desai et al., 2006).

7.4 Overzicht van de variabelen uit de regressiemodellen

In deze sectie zal met behulp van een tabel een kort overzicht gegeven worden van de variabelen.

Tabel 7.1: Overzicht van de variabelen uit de regressiemodellen

Variabele	Definitie	Verwacht teken
<i>Afhankelijke variabele</i>		
DA_i (2010)	Discretionaire <i>accruals</i> (% v/h balanstotaal van 2009)	/
<i>Onafhankelijke of verklarende variabelen</i>		
$ExternenRvB_i$	Aantal externe bestuurders in de RvB van vennootschap i	-
$VrouwenRvB_i$	Aantal vrouwelijke bestuursleden in de RvB van vennootschap i	-
$LedenRvB_i$	Aantal leden in de RvB van vennootschap i	Omgekeerd U-vormig verband
$Vergaderingen_i$	Aantal bijeenkomsten van de RvB van vennootschap i	-
$CEODualiteit_i$	Dummy variabele, de waarde is 1 indien CEO ook voorzitter is van de RvB, 0 indien er geen CEO dualiteit is	+
$Auditcomité_i$	Dummy variabele, waarde is 1 indien er een auditcomité is, 0 indien men dit niet opgericht heeft	-

FinScholing _i	Dummy variabele, waarde is 1 indien er één of meer financieel geschoolde bestuurders zijn, 0 indien zulke bestuurders er niet zijn	-
Big4Controle _i	Dummy variabele, waarde is 1 bij een Big4 controle, 0 bij een niet-big4 controle	-
<i>Interactievariabelen</i>		
Vergaderingen _i *CEO Dualiteit _i	Het product van de variabele Vergaderingen _i en de dummy variabele CEO Dualiteit _i	+
Vergaderingen _i *Insiders _i	Het product van de variabele Vergaderingen _i en de variabele Insiders _i	+
CEO Dualiteit _i *Big4Controle _i	Het product van de dummy variabelen CEO dualiteit _i en Big4Controle _i	-
Insiders _i *Big4Controle _i	Het product van de variabele Insiders _i en de dummy variabele Big4Controle _i	-
<i>Controlevariabelen</i>		
Schuldgraad _i	<i>Total liabilities/total assets</i> , voor onderneming i	+
Grootte _i	Natuurlijke logaritme van de totale <i>assets</i> , voor onderneming i	-
Liquiditeit _i	Vlottende activa/vreemd vermogen op KT, voor onderneming i	-
ROA _i	Winsten voor intresten en belastingen (EBIT)/totale <i>assets</i> , voor onderneming i	-
Leeftijd _i	Natuurlijke logaritme van 1 plus het aantal jaren dat de onderneming bestaat, voor onderneming i	-

(Bron: eigen verwerking)

7.5 Meervoudige regressiemodellen

Binnen deze laatste sectie van hoofdstuk zeven zullen enkele meervoudige regressiemodellen opgesteld worden.

7.5.1 Onafhankelijke variabelen

Er zullen vier modellen gecreëerd worden om de invloed van de onafhankelijke variabelen op het niveau van EM te detecteren.

Model 1

$$\begin{aligned} \text{a)} \quad DA_i &= a_0 + a_1 \text{ Externen}_i + a_2 \text{ Vrouwen}_i + a_3 \text{ LedenRvB}_i + a_4 \text{ Leden}^2\text{RvB}_i + a_5 \\ &\text{Vergaderingen}_i + a_6 \text{ Vergaderingen}_i\text{C} + a_7 \text{ CEODualiteit}_i + a_8 \text{ Auditcomité}_i + a_9 \text{ FinanciëleScholing}_i \\ &+ a_{10} \text{ Big4 Controle}_i + a_{11} \text{ Schuldgraad}_i + a_{12} \text{ Grootte}_i + a_{13} \text{ Liquiditeit}_i + a_{14} \text{ ROA}_i + a_{15} \text{ Leeftijd}_i + \\ &\text{Error} \end{aligned}$$

Binnen dit model worden de verklarende variabelen Externen_i en Vrouwen_i opgenomen in verhouding tot het totaal aantal bestuurders voor onderneming i . Naast de verklarende variabele Leden_i zal ook het kwadraat van het aantal bestuurders opgenomen worden om te testen op een omgekeerd U-vormig verband.

De onafhankelijke variabele Vergaderingen_i wordt opgesplitst in drie categorieën:

Categorie A: Weinig: [1]

Categorie B: Matig: [2;3]

Categorie C: Veel: [4;>4]

Deze categorieën zullen als dummy variabelen opgenomen worden in het regressiemodel. Er zal telkens één categorie buiten de regressie gelaten worden om problemen omtrent multicollineariteit te vermijden. De invloed van de categorieën die wel opgenomen worden zal getest worden tegen de categorie die buiten het model gelaten wordt.

De overige onafhankelijke variabelen CEO Dualiteit_i , Auditcomité_i , $\text{FinanciëleScholing}_i$ en Big4Controle_i zijn dummy variabelen. De controlevariabelen Schuldgraad_i , Grootte_i , Liquiditeit_i , ROA_i en Leeftijd_i vervolledigen het model.

$$\begin{aligned} \text{b)} \quad DA_i &= a_0 + a_1 \text{ Externen}_i + a_2 \text{ Vrouwen}_i + a_3 \text{ Bestuurders}_i + a_4 \text{ Bestuurders}_i^2 + a_5 \\ &\text{Vergaderingen}_i + a_6 \text{ CEODualiteit}_i + a_7 \text{ Auditcomité}_i + a_8 \text{ FinanciëleScholing}_i + a_9 \text{ Big4 Controle}_i + \\ &a_{10} \text{ Schuldgraad}_i + a_{11} \text{ Grootte}_i + a_{12} \text{ Liquiditeit}_i + a_{13} \text{ ROA}_i + a_{14} \text{ Leeftijd}_i + \text{Error} \end{aligned}$$

Binnen de tweede variant van model een is de variabele Vergaderingen_i een dummy variabele: de waarde is 1 indien het aantal vergaderingen in de categorie [2;3;4;>4] valt, de waarde is 0 indien men slechts één bestuursvergadering per boekjaar organiseert.

Model 2

$$a) \quad DA_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Externen}_i + \alpha_2 \text{Vrouwen}_iB + \alpha_3 \text{Vrouwen}_iC + \alpha_4 \text{Leden}_i + \alpha_5 \text{Leden}^2\text{RvB}_i + \alpha_6 \text{Vergaderingen}_iB + \alpha_7 \text{Vergaderingen}_iC + \alpha_8 \text{CEODualiteit}_i + \alpha_9 \text{Auditcomité}_i + \alpha_{10} \text{FinanciëleScholing}_i + \alpha_{11} \text{Big4 Controle}_i + \alpha_{12} \text{Schuldgraad}_i + \alpha_{13} \text{Grootte}_i + \alpha_{14} \text{Liquiditeit}_i + \alpha_{15} \text{ROA}_i + \alpha_{16} \text{Leeftijd}_i + \text{Error}$$

Dit model is bijna identiek aan model één. De onafhankelijke variabele Vrouwen_i zal echter niet meer in verhouding staan tot het totale aantal bestuurders maar zal ingedeeld worden in drie categorieën:

Categorie A: Geen: [0]

Categorie B: Matig: [1;2]

Categorie C: Veel: [3;4]

Net zoals bij de onafhankelijke variabele Vergaderingen_i zal bij het uitvoeren van de regressie een categorie buiten het model gelaten worden. Omdat het effect van het aantal vrouwelijke bestuursleden op EM getest wordt binnen deze masterproef, zal categorie A buiten de regressie gelaten worden.

$$b) \quad DA_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Externen}_i + \alpha_2 \text{Vrouwen}_i + \alpha_3 \text{LedenRvB}_i + \alpha_4 \text{Leden}^2\text{RvB}_i + \alpha_5 \text{Vergaderingen}_iB + \alpha_6 \text{Vergaderingen}_iC + \alpha_7 \text{CEODualiteit}_i + \alpha_8 \text{Auditcomité}_i + \alpha_9 \text{FinanciëleScholing}_i + \alpha_{10} \text{Big4 Controle}_i + \alpha_{11} \text{Schuldgraad}_i + \alpha_{12} \text{Grootte}_i + \alpha_{13} \text{Liquiditeit}_i + \alpha_{14} \text{ROA}_i + \alpha_{15} \text{Leeftijd}_i + \text{Error}$$

Binnen deze variant van model twee is de onafhankelijke variabele Vrouwen_i een dummy variabele: de waarde is 1 indien het aantal vrouwen in de categorie [2;3;4] valt; de waarde is 0 indien het aantal vrouwen in de categorie [0,1] valt.

Model 3

$$a) \quad DA_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Externen}_iB + \alpha_2 \text{Externen}_iC + \alpha_3 \text{Externen}_iD + \alpha_4 \text{Vrouwen}_i + \alpha_5 \text{LedenRvB}_i + \alpha_6 \text{Leden}^2\text{RvB}_i + \alpha_7 \text{Vergaderingen}_iA + \alpha_8 \text{Vergaderingen}_iC + \alpha_9 \text{CEODualiteit}_i + \alpha_{10} \text{Auditcomité}_i + \alpha_{11} \text{FinanciëleScholing}_i + \alpha_{12} \text{Big4 Controle}_i + \alpha_{13} \text{Schuldgraad}_i + \alpha_{14} \text{Grootte}_i + \alpha_{15} \text{Liquiditeit}_i + \alpha_{16} \text{ROA}_i + \alpha_{17} \text{Leeftijd}_i + \text{Error}$$

Binnen het derde model, dat dezelfde variabelen bevat als model één, wordt de onafhankelijke variabele Externen_i niet meer in verhouding tot het totaal aantal bestuurders opgenomen, maar net zoals de variabelen Vergaderingen_i en Vrouwen_i in categorieën ingedeeld:

Categorie A: Geen: [0]

Categorie B: Weinig: [1;2;3]

Categorie C: Matig: [4;5;6]

Categorie D: Veel: [7;8;9]

Categorie A zal buiten het model gelaten worden omdat in deze masterproef onderzocht wordt of een hoger aantal externe bestuursleden zorgt voor een lager niveau van EM. De onafhankelijke variabele Vrouwen_i wordt weer in verhouding tot het totaal aantal bestuurders opgenomen.

$$b) \quad DA_i = a_0 + a_1 \text{ Externen}_i + a_2 \text{ Vrouwen}_i + a_3 \text{ Leden}_i + a_4 \text{ Leden}^2\text{RvB}_i + a_5 \text{ Vergaderingen}_i\text{B} + a_6 \text{ Vergaderingen}_i\text{C} + a_7 \text{ CEODualiteit}_i + a_8 \text{ Auditcomité}_i + a_9 \text{ FinanciëleScholing}_i + a_{10} \text{ Big4 Controle}_i + a_{11} \text{ Schuldgraad}_i + a_{12} \text{ Grootte}_i + a_{13} \text{ Liquiditeit}_i + a_{14} \text{ ROA}_i + a_{15} \text{ Leeftijd}_i + \text{Error}$$

De variabele Externen_i is een dummy variabele die de waarde 1 krijgt indien er externe bestuursleden zijn en de waarde 0 indien er geen externen in de RvB zetelen.

$$c) \quad DA_i = a_0 + a_1 \text{ Externen}_i + a_2 \text{ Vrouwen}_i + a_3 \text{ LedenRvB}_i + a_4 \text{ Leden}^2\text{RvB}_i + a_5 \text{ Vergaderingen}_i\text{B} + a_6 \text{ Vergaderingen}_i\text{C} + a_7 \text{ CEODualiteit}_i + a_8 \text{ Auditcomité}_i + a_9 \text{ FinanciëleScholing}_i + a_{10} \text{ Big4 Controle}_i + a_{11} \text{ Schuldgraad}_i + a_{12} \text{ Grootte}_i + a_{13} \text{ Liquiditeit}_i + a_{14} \text{ ROA}_i + a_{15} \text{ Leeftijd}_i + \text{Error}$$

Binnen de derde en laatste variant van model drie is de onafhankelijke variabele Externen_i een dummy variabele. De waarde is 1 indien de verhouding externen/bestuurders groter is dan 50%; de waarde is 0 indien de verhouding kleiner dan of gelijk is aan 50%.

Model 4

$$a) \quad DA_i = a_0 + a_1 \text{ Externen}_i + a_2 \text{ Vrouwen}_i + a_3 \text{ LedenRvB}_i\text{B} + a_4 \text{ LedenRvB}_i\text{C} + a_5 \text{ LedenRvB}_i\text{D} + a_6 \text{ LedenRvB}_i\text{E} + a_7 \text{ Vergaderingen}_i\text{B} + a_8 \text{ Vergaderingen}_i\text{C} + a_8 \text{ CEODualiteit}_i + a_9 \text{ Auditcomité}_i + a_{10} \text{ FinanciëleScholing}_i + a_{11} \text{ Big4 Controle}_i + a_{12} \text{ Schuldgraad}_i + a_{13} \text{ Grootte}_i + a_{14} \text{ Liquiditeit}_i + a_{15} \text{ ROA}_i + a_{16} \text{ Leeftijd}_i + \text{Error}$$

Het vierde model, dat dezelfde variabelen bevat als model één, zal de onafhankelijke variabele Bestuurders_i indelen in categorieën. Er wordt hier rekening gehouden met de ideale grootte van de RvB die ligt tussen de zeven en de negen leden. Dit streefcijfer wordt in de academische literatuur door vele auteurs naar voren geschoven.

Categorie A: Wettelijk minimum (NV): [2,3]

Categorie B: [4;5;6]

Categorie C: [7;8;9]

Categorie D: [10;11;12]

Categorie E: [13;14]

Artikel 518 W.Venn. stelt dat er ten minste drie bestuurders moeten zijn in een NV. Wanneer de NV is opgericht door slechts twee personen of wanneer op de algemene vergadering wordt vastgesteld dat er slechts 2 aandeelhouders zijn, dan mag de RvB uit slechts twee leden bestaan. Er wordt verwacht dat een RvB die binnen categorie B of C valt het niveau van EM kan beperken, terwijl een RvB die binnen categorie D of E valt niet zorgt voor een lager niveau van EM. Te grote groepen worden immers inefficiënt, waardoor de monitoringsfunctie niet meer naar behoren wordt uitgeoefend.

De dummy variabele die categorie A voorstelt zal buiten het regressiemodel gelaten worden. Er zal getest worden of een hoger aantal bestuurders zorgt voor een lager niveau van EM in vergelijking tot categorie A of het wettelijk minimum. Daarnaast zal getest worden of het niveau van EM terug stijgt vanaf categorie D en of het streefcijfer uit de literatuur dus klopt.

7.5.2 Interactievariabelen

Binnen deze deelsectie worden er modellen opgebouwd voor het testen van interacties tussen de onafhankelijke variabelen. Aan de regressiemodellen moeten, naast de interactievariabelen, ook de afzonderlijke variabelen toegevoegd worden die de componenten zijn van deze interactievariabelen. De controlevariabelen vervolledigen de regressiemodellen.

Model 5

$$a) \quad DA_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Vergaderingen}_i * \text{CEO Dualiteit}_i + \alpha_2 \text{ Vergaderingen}_i + \alpha_3 \text{ CEO Dualiteit}_i + \alpha_4 \text{ Schuldgraad}_i + \alpha_5 \text{ Grootte}_i + \alpha_6 \text{ Liquiditeit}_i + \alpha_7 \text{ ROA}_i + \alpha_8 \text{ Leeftijd}_i + \text{Error}$$

Binnen model vijf wordt de interactie getest tussen de onafhankelijke variabelen Vergaderingen_i en CEO dualiteit_i. Beide variabelen zijn dummy variabelen. De variabele Vergaderingen_i zal de waarde 1 aannemen als het aantal vergaderingen gelijk is aan of groter dan 4, 0 indien het aantal vergaderingen binnen de categorie [1;2;3] valt.

$$b) \quad DA_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Vergaderingen}_i * \text{CEO Dualiteit}_i + \alpha_2 \text{ Vergaderingen}_i + \alpha_3 \text{ CEO Dualiteit}_i + \alpha_4 \text{ Schuldgraad}_i + \alpha_5 \text{ Grootte}_i + \alpha_6 \text{ Liquiditeit}_i + \alpha_7 \text{ ROA}_i + \alpha_8 \text{ Leeftijd}_i + \text{Error}$$

In de tweede variant van model vijf wordt de dummy variabele Vergaderingen_i op een andere manier gedefinieerd. De variabele krijgt de waarde 1 indien het aantal vergaderingen binnen de categorie [2;3;4;>4] valt, 0 indien men slechts één vergadering organiseert.

Model 6

$$a) \quad DA_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Vergaderingen}_i * \text{Insiders}_i + \alpha_2 \text{ Vergaderingen}_i + \alpha_3 \text{ Insiders}_i + \alpha_4 \text{ Schuldgraad}_i + \alpha_5 \text{ Grootte}_i + \alpha_6 \text{ QuickRatio}_i + \alpha_7 \text{ ROA}_i + \alpha_8 \text{ Leeftijd}_i + \text{Error}$$

De variabele Insiders_i wordt gedefinieerd als de verhouding tussen het aantal uitvoerende bestuurders en het totaal aantal bestuurders. De variabele Vergaderingen_i is een dummy variabele: de waarde is 1 indien het aantal vergaderingen gelijk is aan of groter dan 4, 0 indien het aantal vergaderingen lager ligt.

$$b) \quad DA_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Vergaderingen}_i * \text{Insiders}_i + \alpha_2 \text{ Vergaderingen}_i + \alpha_3 \text{ Insiders}_i + \alpha_4 \text{ Schuldgraad}_i + \alpha_5 \text{ Grootte}_i + \alpha_6 \text{ QuickRatio}_i + \alpha_7 \text{ ROA}_i + \alpha_8 \text{ Leeftijd}_i + \text{Error}$$

In de twee variant van model zes wordt de variabele insiders een dummy variabele: de waarde is 1 indien de verhouding tussen het aantal insiders en het aantal bestuurders groter is dan 50%, 0 indien de verhouding kleiner dan of gelijk is aan 50%. De variabele Vergaderingen_i wordt net hetzelfde gedefinieerd als in model 6(a).

Model 7

$$DA_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ CEO Dualiteit}_i * \text{Big4Controle}_i + \alpha_2 \text{ CEO Dualiteit}_i + \alpha_3 \text{ Big4Controle}_i + \alpha_4 \text{ Schuldgraad}_i + \alpha_5 \text{ Grootte}_i + \alpha_6 \text{ Liquiditeit}_i + \alpha_7 \text{ ROA}_i + \alpha_8 \text{ Leeftijd}_i + \text{Error}$$

De twee variabelen CEO Dualiteit_i en Big4Controle_i zijn beide dummy variabelen. Er worden bijgevolg geen categorieën gecreëerd.

Model 8

$$a) \quad DA_i = a_0 + a_1 \text{ Insiders}_i * \text{Big4Controle}_i + a_2 \text{ Insiders} + a_3 \text{ Big4Controle}_i + a_4 \text{ Schuldgraad}_i + a_5 \text{ Grootte}_i + a_6 \text{ QuickRatio}_i + a_7 \text{ ROA}_i + a_8 \text{ Leeftijd}_i + \text{Error}$$

De variabele Insiders_i wordt gedefinieerd als de verhouding tussen het aantal insiders en het totaal aantal bestuurders. De dummy variabele Big4controle_i en de controlevariabelen vervolledigen het model.

$$b) \quad DA_i = a_0 + a_1 \text{ Insiders}_i B * \text{Big4Controle}_i + a_2 \text{ Insiders} B + a_3 \text{ Big4Controle}_i + a_4 \text{ Schuldgraad}_i + a_5 \text{ Grootte}_i + a_6 \text{ QuickRatio}_i + a_7 \text{ ROA}_i + a_8 \text{ Leeftijd}_i + \text{Error}$$

Binnen de tweede variant van model acht is naast de variabele Big4controle_i ook de variabele Insiders_i een dummy variabele. Deze neemt de waarde 1 aan indien de verhouding insiders/bestuurders groter is dan 50%, 0 indien de verhouding kleiner dan of gelijk is aan 50%.

Hoofdstuk 8: Het empirische onderzoek

In dit hoofdstuk zullen de resultaten gegenereerd worden van het empirisch onderzoek naar het effect van CG en auditkwaliteit op EM. In de eerste sectie zal beschreven worden hoe de steekproef werd opgebouwd en hoe de gegevens verzameld werden. De volgende sectie geeft de gemiddelden en mediaanwaarden weer van de afhankelijke en alle onafhankelijke variabelen. Binnen secties drie en vier zullen de meervoudige regressiemodellen getest worden op potentiële vertekeningen, de regressiecoëfficiënten gegenereerd worden en conclusies getrokken worden aangaande de onderzoekshypothesen.

De input voor de regressiemodellen wordt op twee manieren verzameld: door het versturen van enquêtes en door jaarrekeninginformatie uit de Belfirst databank van Bureau van Dijk. De toegang tot deze databank werd verleend door de Universiteit Hasselt. De resultaten van de regressiemodellen worden gegenereerd met behulp van het statistische programma SPSS voor Windows.

8.1 De steekproef

Om de steekproef voor dit empirisch onderzoek op te bouwen werd in de eerste plaats een beroep gedaan op de Belfirst databank van Bureau Van Dijk. Uit deze database werd een groep van ondernemingen geselecteerd op basis van enkele onderzoekscriteria.

Vooreerst werden ondernemingen geselecteerd op basis van rechtsvorm. Zo werden alle ondernemingen met de *rechtsvorm van NV binnen België* geselecteerd. Vervolgens werd gefilterd op basis van het type van schema van de jaarrekening. Hierbij werden de *niet-geconsolideerde Belgische jaarrekeningen volgens volledig schema* geselecteerd. Verder werd er gefilterd op basis van het criterium gebruikelijke combinaties, waarbij de *Belgische ondernemingen met jaarrekeningen in gewone rechtstoestand* geselecteerd werden. Hierbij werd ook de mogelijkheid 'voor alle jaren' aangevinkt omdat de parameters uit het regressiemodel geschat worden via een tijdreeks benadering. Door deze keuze worden de gegevens bekomen uit de jaarrekeningen van 2004 tot 2010. Daarnaast werden er nog enkele andere criteria geselecteerd. Er werd gefilterd op *niet-beursgenoteerd of privaatrechtelijke vennootschappen* en op *vennootschappen met een emailadres*. Dit laatste criterium werd gehanteerd omwille van onderzoeksredenen. De waarden van bepaalde onafhankelijke variabelen uit het regressiemodel kunnen niet uit de jaarrekening gehaald worden. Om de steekproef zo groot mogelijk te maken, werd er voor geopteerd om de gegevens te verzamelen via een online enquête. Vennootschappen zonder emailadres kunnen op deze manier niet bereikt worden en worden bijgevolg uit de steekproef gelaten.

Na alle voorgaande criteria te selecteren in de Belfirst database zal de laatste filtering plaatsvinden op basis van de *ondernemingsactiviteit*. In de Belfirst wordt gebruik gemaakt van de Europese activiteitennomenclatuur (NACE), dat het referentiekader vormt voor de productie en de verspreiding van statistieken met betrekking tot economische activiteiten in Europa (FOD Economie Statbel, 2012). Binnen de Belfirst bestaat nog de mogelijkheid om te selecteren op basis van de NACE-BEL 2003 of 2008. De NACE-BEL versie 2008 is de nieuwe uitgave van de NACE-BEL

nomenclatuur, opgesteld door de Werkgroep van de Hoge Raad voor de Statistiek. Er werden met name enkele toevoegingen en schrappingen gedaan ten opzichte van de versie uit 2003. Er wordt dus gekozen voor de *NACE-BEL 2008*, waarna we de *Hoofdactiviteiten* selecteren.

Op basis van de *NACE-BEL 2008* zullen vervolgens bepaalde secties van ondernemingen uit de steekproef geweerd worden omdat zij in de context van een onderzoek naar EM niet zinvol zijn om te bestuderen. Burgstahler, Hail en Leuz (2006) en Van Tendeloo et al. (2008) namen in hun empirische studie naar EM geen banken, financiële holdings, verzekeringsmaatschappijen en openbare of administratieve instellingen op. Peasnell et al. (2005) beargumenteren dit door te stellen dat financiële instellingen fundamenteel andere accrual processen hebben, die bovendien niet gevat worden door het Modified Jones Model. Verder stellen ze dat overheidsbedrijven duidelijk verschillen in hun prikkels en mogelijkheden om de winsten te sturen. Om deze reden worden ook de overheidsbedrijven gemeden. Verder nam Piot (2005) geen immobiliën of makelaarsbedrijven op in zijn studie naar de relatie tussen auditkwaliteit en EM. Naast voorgaande filters worden ook de verenigingen, de NV's met sociaal oogmerk, de sectie onderwijs en de sectie menselijke gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening uit de steekproef gelaten. Bijlage één bevat een overzicht van de secties en de uitsplitsing hiervan in afdelingen uit de *NACE-BEL 2008*, waarbij de doorhalingen wijzen op de secties en afdelingen die op basis van voorgaande argumenten uit de steekproef gelaten worden.

Er kunnen echter nog steeds publieke of overheidsbedrijven tussen de geselecteerde secties zitten. Het is immers niet opportuun om bepaalde secties volledig te de-selecteren omdat er enkele overheidsbedrijven tussen kunnen zitten. Deze worden bij een positief antwoord op de enquête gewoon uit de steekproef gefilterd.

Na voorgaande selecties werd een bestand bekomen van om en bij de 4800 grote, privaatrechtelijke NV's volgens volledig schema en met emailadres. Na alle vennootschappen tweemaal gecontacteerd te hebben via e-mail werd positief een antwoord bekomen van 305 NV's. De enquête is toegevoegd in bijlage twee en de antwoorden hierop vormen de input voor de onafhankelijke- en interactievariabelen uit de regressiemodellen. De overige informatie die nodig is om de regressiemodellen te vervolledigen zal uit de Belfirst database gehaald worden en betreft dus pure jaarrekeninginformatie. Bij 23 NV's werd de vragenlijst niet volledig ingevuld of ontbraken er enkele posten in de jaarrekening. Omdat deze NV's niet meer representatief waren werden ze uit de steekproef weggelaten. De uiteindelijke grootte bedraagt dus 282. De gegevensdatabank voor deze masterproef werd opgesteld met behulp van Microsoft Excel.

8.2 Beschrijvende statistiek

Vooreerst zullen de onderzoeksgegevens samengevat worden in karakteristieke maten. De belangrijkste karakteristieke maten in de statistiek zijn de centrummaten en de spreidingsmaten (De Vocht, 2009). De centrummaten geven het middelpunt weer, terwijl de spreidingsmaten informatie geven over de spreiding van een reeks gegevens. Er zal in SPSS een uitvoertabel gegenereerd worden die de belangrijkste statistische maten weergeeft voor de afhankelijke, onafhankelijke- en controlevariabelen.

Tabel 8.1: Beschrijvende statistiek

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Scheefheid
DA (2010)	0,0003	0,6758	0,100952 (0,1247482)	2,192 (0,145)
ExternenRvB	0	9	0,99 (1,598)	2,228 (0,145)
VrouwenRvB	0	4	0,59 (0,801)	1,451 (0,145)
LedenRvB	2	14	4,60 (2,253)	1,569 (0,145)
Vergaderingen	1	> 4	3,32 (1,602)	-0,365 (0,145)
CEO dualiteit	0	1	0,52 (0,501)	-0,064 (0,145)
Auditcomité	0	1	0,20 (0,403)	1,486 (0,145)
Fin. scholing	0	1	0,86 (0,343)	-2,145 (0,145)
Big4 controle	0	1	0,52 (0,501)	-0,064 (0,145)

(Standaardafwijkingen tussen haakjes)
(Bron: eigen verwerking)

Vooreerst zullen de gemiddelden besproken worden van de afhankelijke en onafhankelijke variabelen voor de steekproef (N=281). De DA bedragen gemiddeld 10,10% van het balanstotaal van het jaar 2009. Er zetelt gemiddeld één externe persoon binnen de RvB, terwijl het gemiddeld aantal vrouwen binnen de RvB gelijk is aan 0,60. Het totaal aantal bestuurders is gemiddeld gelijk aan 4,60. Daarnaast worden er gemiddeld 3,32 bestuursvergaderingen per jaar georganiseerd. Binnen 52% van de NV's uit de steekproef is de CEO ook voorzitter van de RvB. 20% heeft een auditcomité opgericht, terwijl 86% tenminste één financieel geschoolde bestuurder heeft. Tenslotte laat gemiddeld 52% van de NV's uit de steekproef zich controleren door een Big4 bedrijfsrevisor.

Aan de hand van de *Skewness* of scheefheid kan afgeleid worden dat de helft van de variabelen niet symmetrisch of normaal verdeeld zijn. Verdelingen die normaal verdeeld zijn hebben een $skewness \leq |1|$. Voor deze steekproef zijn de DA, het aantal externe, vrouwelijke en totale bestuurders en de dummy variabele auditcomité rechts asymmetrisch. De dummy variabele financiële scholing is links asymmetrisch.

8.3 Onafhankelijke variabelen: onderzoeksresultaten

Binnen deze sectie zal gewerkt worden met de modellen uit punt 7.5.1 uit het vorige hoofdstuk. Vooreerst zullen enkele testen gedaan worden om potentiële vertekeningen in de resultaten te vermijden. Achtereenvolgens zal getest worden op uitschieters of *outliers*, multicollineariteit en homoscedasticiteit. Vervolgens zullen de resultaten van de meervoudige regressiemodellen gegenereerd en besproken worden.

8.3.1 Outliers

De derde assumptie van de kleinste kwadraten-methode (OLS) handelt over *outliers* (Stock en Watson, 2007). Een uitschieter of *outlier* kan gedefinieerd worden als een observatie die buiten het algemene patroon van een distributie valt. Het zijn observaties met waarden die ver buiten het normale bereik van de data vallen (Stock et al., 2007). Er wordt over het algemeen gesproken over uitschieters wanneer de waarden van de observaties drie tot vier standaarddeviaties verwijderd zijn van de gemiddelde waarde van alle observaties. De OLS schatters van de coëfficiënten uit het meervoudige regressiemodel kunnen gevoelig zijn aan grote uitschieters. Omdat extreme waarden voor onjuiste of vertekende resultaten kunnen zorgen, worden ze uit de steekproef gelaten.

Voor de dataset van deze masterproef zullen uitschieters gedefinieerd worden als cases met standaardafwijking buiten het interval $-3 ; +3$ |.

Tabel 8.2: Detectie outliers (model 1-4)

Model	Case nummer	Aantal outliers
1	10 (3,812), 20 (3,099), 60 (4,131), 80 (3,071), 210 (3,172), 246 (4,086), 260 (3,553), 266 (3,723), 268 (3,537)	9
2	10 (3,874), 20 (3,102), 60 (4,137), 80 (3,060), 210 (3,094), 246 (4,157), 260 (3,562), 266 (3,742), 268 (3,536)	9
3	10 (3,834), 20 (3,071), 60 (4,103), 80 (3,068), 210 (3,231), 246 (4,152), 260 (3,525), 266 (3,721), 268 (3,538)	9
4	10 (3,772), 20 (3,207), 60 (4,084), 80 (3,229), 210 (3,065), 246 (3,945), 260 (3,422), 266 (3,653), 268 (3,465)	9

(Standaardafwijking tussen haakjes)
(Bron: eigen verwerking)

In de steekproef zitten negen cases met een gestandaardiseerd residu van meer dan 3. Omdat deze cases een grote invloed zullen uitoefenen op de berekening van de regressiecoëfficiënten zullen ze uit de databases gelaten worden (De Vocht, 2009).

8.3.2 Multicollineariteit

De vierde assumptie van de kleinste kwadraten-methode (OLS) stelt dat de regressors niet perfect multicollineair mogen zijn (Stock et al., 2007). Perfecte multicollineariteit treedt op wanneer een van de regressors een perfect lineaire functie is van de andere regressors. In deze situatie zou het onmogelijk zijn om de OLS schatters te berekenen. De mathematische verklaring stelt dat perfecte

multicollineariteit een deling door nul produceert in de OLS formules. Er wordt aan de regressie een onlogische vraag gesteld waardoor een fout geproduceerd wordt. Imperfekte multicollineariteit treedt op wanneer een van de regressors zeer sterk gecorreleerd is met andere regressors, maar niet perfect gecorreleerd (Stock et al., 2007). In deze situatie zal het schatten van de regressievergelijking niet verhinderd worden, noch zal er een logisch probleem optreden bij de keuze voor regressors. Toch zal op zijn minst één van de regressiecoëfficiënten onnauwkeurig geschat worden.

Een eerste test op multicollineariteit verloopt via de **Pearson correlatiecoëfficiënt**. Deze coëfficiënt tussen variabelen $p(X,Y)$ kan waarden aannemen gelegen tussen -1 en +1 (de grenzen meegerekend). Men spreekt over problemen door multicollineariteit wanneer de correlatiecoëfficiënt tussen twee variabelen de drempelwaarde van 0,8 overschrijdt ($|r| \geq 0,8$).

Tabel 8.3: Pearson correlatiecoëfficiënten

	DA	Externen	Vrouwen	Leden	Leden ²	Vergad	CEO dualiteit	Audit comité	Fin scholing	Audit kwaliteit	Schuld graad	Grootte	Liquiditeit	ROA	Leeftijd
DA	1	0,022	-	-0,112	-0,071	0,078	0,047	-0,063	-0,034	0,095	0,1	-0,196*	-	0,068	-0,092
Externen	0,022	1	0,057	0,393*	0,368*	-0,068	-0,163*	0,06	0,085*	-0,141**	0,117	-0,013	0,005	-	0,028
Vrouwen	-	-	1	-0,106	-0,062	0,038	0,185*	-0,003	-0,195*	-0,135**	-0,067	-0,096	0,077	0,051	0,021
Leden	0,057	0,020	-	1	0,965*	-0,102	-0,358*	0,199*	0,238*	0,029	0,074	-0,032	0,086	0,007	0,179*
Leden ²	0,112	0,393*	0,106	0,965*	1	-0,096	-0,295*	0,193*	0,191*	0,041	0,078	-0,061	0,082	0,010	0,146
Vergad	0,071	0,368*	0,062	0,062	0,038	1	0,095	-0,063	-0,021	-0,105	-0,028	-0,030	0,043	0,079	-0,073
CEO dualiteit	0,078	0,068	0,185	-0,358*	-0,292*	0,095	1	0,108	-0,055	-0,083	-0,036	0,034	0,049	0,070	-0,120**
Audit comité	0,163*	0,060	0,003	0,199*	0,193*	-0,063	-0,108	1	0,093	0,115	0,046	0,068	0,090	0,042	0,120*
Fin Scholing	0,063	0,085	0,238*	0,191*	-0,021	-0,055	0,093	1	0,050	-0,054	0,055	0,068	0,068	-	0,181*
Audit kwaliteit	0,034	0,195*	0,029	0,041	-0,105	-0,083	0,115	0,050	1	-0,052	-0,074	-	0,021	0,028	0,126*
Schuldgraad	0,095	0,141**	0,135**	0,074	0,078	-0,028	-0,036	0,046	-0,054	-0,052	1	-0,147	0,543	0,129	-0,024
Grootte	0,100	0,117	0,067	-0,032	-0,061	-0,030	0,034	0,068	0,055	-0,074	-0,147	1	0,098	0,037	0,146*
Liquiditeit	0,196*	0,013	0,096	-0,086	-0,082	0,043	0,049	-0,090	0,068	-0,021	-0,543*	0,098	1	0,145**	-0,039
ROA	0,005	0,077	0,073	-0,007	-0,010	0,079	0,070	-0,042	-0,067	-0,028	-	-0,037	0,145**	1	-0,076
Leeftijd	0,068	0,051	-	0,179*	0,146*	-0,073	-	0,120**	0,181*	0,126**	-0,024	0,146**	0,039	0,076	1

(Correlaties zijn significant op het *1% of **5% significantieniveau)
(Bron: eigen verwerking)

Na het berekenen van de correlatiecoëfficiënten kan opgemerkt worden dat er zich één probleem voordoet, namelijk bij de variabelen LedenRvB en Leden²RvB (voor de correlatietabel, zie bijlage 3). Hun correlatiecoëfficiënt bedraagt 0,961. De reden voor het opnemen van beide variabelen situeert zich in het verwachte effect. Omdat een omgekeerd U-vormig verband wordt verwacht moeten beide variabelen opgenomen worden in de modellen.

Wanneer de correlatiecoëfficiënten tussen de onafhankelijke variabelen laag zijn kan er toch een probleem van multicollineariteit zijn. Er kan nog een tweede test gedaan worden op multicollineariteit, namelijk door middel van de '**Variance Inflation Factor**' (VIF). Hoe hoger de

VIF-waarde, hoe meer gecorreleerd die variabele is met de andere onafhankelijke variabelen. Wanneer de VIF van een onafhankelijke variabele groter is dan 10, dan is er een problematische graad van multicollineariteit voor deze variabele.

Tabel 8.4: VIF-waarden regressors (model 1-4)

Model	Regressor (VIF)
1 (a)	ExternenRvB (1,244), VrouwenRvB (1,138), LedenRvB (<u>18,407</u>), Leden ² RvB (<u>16,425</u>), VergadB (1,510), VergadC (1,853), CEO dualiteit (1,272), Auditcomité (1,082), FinScholing (1,203), Big4Controle (1,120), Schuldgraad (1,472), Grootte (1,101), Liquiditeit (1,481), ROA (1,056), Leeftijd (1,125)
1 (b)	ExternenRvB (1,238), VrouwenRvB (1,138), LedenRvB (<u>18,519</u>), Leden ² RvB (<u>16,526</u>), Vergad (1,263), CEO dualiteit (1,263), Auditcomite (1,081), FinScholing(1,203), Big4controle (1,115), Schuldgraad (1,476), Grootte (1,097), Liquiditeit (1,482), ROA (1,052), Leeftijd (1,124)
2 (a)	ExternenRvB (1,243), VrouwenB (1,097), VrouwenC (1,453), LedenRvB (<u>19,046</u>), Leden ² RvB (<u>18,322</u>), VergadB (1,507), VergadC (1,847), CEO dualiteit (1,269), Auditcomité (1,080), FinScholing (1,187), Big4Controle (1,137), Schulgraad (1,432), Grootte (1,113), Liquiditeit (1,435), ROA (1,054), leeftijd (1,122)
2 (b)	ExternenRvB (1,261), Vrouwen (1,247), LedenRvB (<u>18,60</u>), Leden ² RvB (<u>16,293</u>), VergadB (1,507), VergadC (1,843), CEO dualiteit (1,284), Auditcomité (1,080), FinScholing(1,172), Big4Controle (1,097), Schuldgraad (1,432), Grootte (1,112), Liquiditeit (1,439), ROA (1,054), leeftijd (1,118)
3 (a)	ExternenB (1,394), ExternenC (1,345), ExternenD (1,883), VrouwenRvB (1,143), LedenRvB (<u>22,881</u>), Leden ² RvB (<u>22,611</u>), VergadA (1,179), VergadC (1,727), CEO dualiteit (1,287), Auditcomité (1,091), FinScholing (1,215), Big4Controle (1,153), Schuldgraad (1,503), Grootte (1,106), Liquiditeit (1,495), ROA (1,063), Leeftijd (1,131)
3 (b)	Externen (1,468), VrouwenRvB (1,138), LedenRvB (<u>19,325</u>), Leden ² RvB (<u>16,691</u>), VergadB (1,517), VergadC (1,866), CEO dualiteit (1,271), Auditcomité (1,083), FinScholing (1,209), Big4controle (1,139), Schuldgraad (1,475), Grootte (1,102), Liquiditeit (1,482), ROA (1,060), Leeftijd (1,131)
3 (c)	ExternenB (1,068), VrouwenRvB (1,143), LedenRvB (<u>18,290</u>), Leden ² RvB (<u>16,665</u>), VergadB (1,526), VergadC (1,841), CEO dualiteit (1,272), Auditcomité (1,082), FinScholing (1,205), Big4Controle (1,099), Schuldgraad (1,466), Grootte (1,101), Liquiditeit (1,483), ROA (1,054), Leeftijd (1,124)
4	ExternenRvB (1,253), VrouwenRvB (1,129), LedenB (1,576), LedenC (1,572), LedenD (1,208), LedenE (1,124), VergadB (1,527), VergadC (1,866), CEO dualiteit (1,272), Auditcomité (1,094), FinScholing (1,193), Big4Controle (1,125), Schulgraad (1,463), Grootte (1,104), Liquiditeit (1,442), ROA (1,053), Leeftijd (1,156)

(Bron: eigen verwerking)

De VIF-waarden van de onafhankelijke variabelen uit de regressiemodellen tonen aan dat er geen problemen omtrent multicollineariteit zijn, behalve voor de regressors LedenRvB en Leden²RvB. Beide variabelen zullen toch opgenomen worden, omwille van de reden aangehaald in de vorige paragraaf.

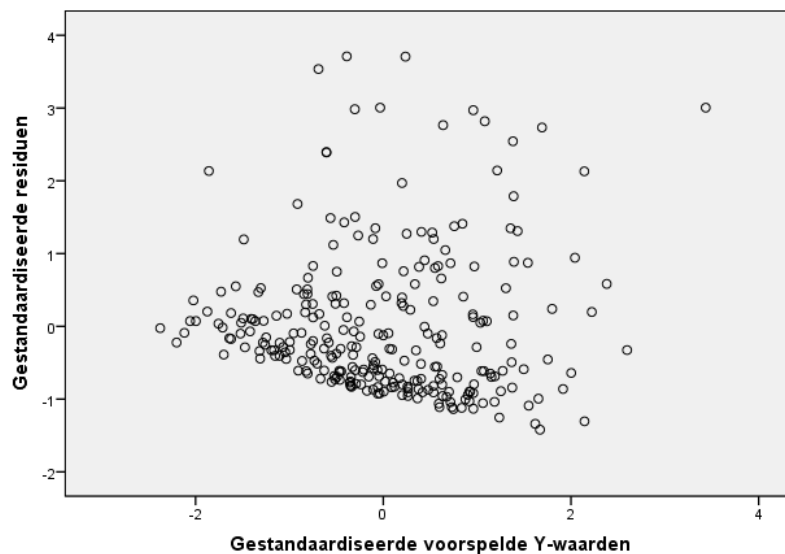
8.3.3 Homoscedasticiteit en heteroscedasticiteit

Heteroscedasticiteit betekent dat de restwaarden of *error terms* uit het meervoudige regressiemodel niet dezelfde variantie hebben. Hierdoor kunnen de regressieresultaten een verkeerd beeld geven.

Wanneer er naar de puntenwolk gekeken wordt dan kan er enige 'toetervorming' vastgesteld worden. Desondanks zijn de residuen toch voldoende random gespreid rond de horizontale nullijn

en vooronderstellen we constante variantie (De Vocht, 2009). Er wordt dan ook aangenomen dat de modellen homoscedastisch zijn.

Figuur 8.1: Puntenwolk (model 1-4)



(bron: eigen verwerking)

8.3.4 Resultaten van de regressiemodellen en bespreking

Voor het testen van de onderzoekshypothesen uit de hoofdstukken vijf en zes zal een significantieniveau van 0,10 (10%) gekozen worden. De betrouwbaarheid van de conclusie ten aanzien van de nulhypothesen bedraagt dus 90%. Om te controleren of een regressor of variabele significant is zal er gekeken worden naar de p-waarde (*probability value*).

Tabel 8.5: Samenvatting (regressiemodel 1-4)

Model	R	R ²	Aangepaste R ²	Std. Fout
1 (a)	0,372	0,139	0,088	0,0894163
1 (b)	0,379	0,143	0,097	0,0889966
2 (a)	0,385	0,148	0,095	0,0890870
2 (b)	0,365	0,134	0,083	0,0890870
3 (a)	0,392	0,153	0,097	0,0890006
3 (b)	0,365	0,133	0,082	0,0897132
3 (c)	0,404	0,163	0,114	0,0881401
4	0,370	0,137	0,079	0,0898567

(Afhankelijke variabele: DA (2010))

(Bron: eigen verwerking)

Binnen tabel 8.5 wordt er gekeken naar de determinatiecoëfficiënt R². Deze geeft aan hoeveel procent van de variantie van de DA verklaard kan worden door de onafhankelijke variabele. Voor model één t.e.m. vier, en hun varianten, ligt de R² tussen 13,4% en 16,3%.

Tabel 8.6: ANOVA-tabel (model 1-4)

Model		Kwadratensom	Vrijheidsgraden	Gemiddelde kwadratensom	F-waarde	Sig
1 (a)	Regressie	0,330	15	0,22	2,749	0,001
	Residueel	2,047	256	0,008		
	Totaal	2,376	271			
1 (b)	Regressie	0,341	14	0,024	3,074	0,000
	Residueel	2,036	257	0,008		
	Totaal	2,376	271			
2 (a)	Regressie	0,353	16	0,22	2,777	0,000
	Residueel	2,024	255	0,008		
	Totaal	2,376	271			
2 (b)	Regressie	0,317	15	0,021	2,631	0,000
	Residueel	2,059	256	0,008		
	Totaal	2,376	271			
3 (a)	Regressie	0,364	17	0,021	2,707	0,000
	Residueel	2,012	254	0,008		
	Totaal	2,376	271			
3 (b)	Regressie	0,316	15	0,021	2,618	0,001
	Residueel	2,060	256	0,008		
	Totaal	2,376	271			
3 (c)	Regressie	0,388	15	0,026	2,372	0,000
	Residueel	1,989	256	0,008		
	Totaal	2,376	271			
4	Regressie	0,326	17	0,019	2,372	0,002
	Residueel	2,051	254	0,008		
	Totaal	2,376	271			

(Afhankelijke variabele: DA (2010))

(Bron: eigen verwerking)

Tabel vijf bevat een variantie-analyse die aangeeft of het model in zijn geheel significant is. Om te controleren of een model betekenisvol is wordt er gebruikt gemaakt van de F-toets. Indien de significantie $\leq 0,10$, dan kan besloten worden dat het model in zijn geheel betekenisvol is. Omdat de waarden voor deze regressiemodellen tussen 0,000 en 0,003 liggen zijn alle modellen significant.

De volgende twee tabellen geven de coëfficiënten weer voor de regressors uit de modellen.

Tabel 8.7: Regressiecoëfficiënten (model 1-2)

Regressor	Model 1 (a)	Model 1 (b)	Model 2 (a)	Model 2 (b)
Constant	0,246***(0,085)	0,244***(0,084)	0,249***(0,084)	0,229***(0,084)
Externen	0,034 (0,025)	0,034 (0,025)	0,033 (0,025)	0,034 (0,026)
Vrouwen	-0,051 (0,032)	-0,053*(0,032)		
Vrouwen [1;2]			-0,024**(0,011)	
Vrouwen [3;4]			-0,031 (0,039)	
Vrouwen [2;3;4]				-0,002 (0,018)
LedenRvB	-0,033***(0,010)	-0,035***(0,010)	-0,033***(0,01)	-0,031***(0,01)
Leden ² RvB	0,002***(0,001)	0,002***(0,001)	0,002**(0,001)	0,002**(0,001)
Vergad [2;3]	0,042**(0,017)		0,040**(0,017)	0,041**(0,017)
Vergad [4;>4]	0,041***(0,015)		0,041***(0,015)	0,041***(0,015)

Vergad		0,047***(0,014)		
[2;3;4;>4]				
CEO dualiteit	0,002 (0,012)	0,002 (0,012)	0,003 (0,012)	0,000 (0,012)
Auditcomité	-0,008 (0,014)	-0,008 (0,014)	-0,008 (0,014)	-0,009 (0,014)
FinScholing	-0,003 (0,017)	-0,004 (0,017)	-0,003 (0,017)	0,001 (0,017)
Big4Controle	0,022*(0,011)	0,022*(0,011)	0,020 (0,012)	0,024**(0,011)
<i>Controlevariabelen</i>				
Schuldgraad	0,053*(0,030)	0,056*(0,030)	0,057*(0,029)	0,060**(0,029)
Grootte	-0,070***(0,025)	-0,067***(0,025)	-0,073***(0,02)	-0,066***(0,02)
Liquiditeit	0,005 (0,004)	0,006 (0,004)	0,006 (0,004)	0,006 (0,004)
ROA	0,082 (0,062)	0,079 (0,061)	0,079 (0,061)	0,077 (0,062)
Leeftijd	-0,004 (0,011)	-0,005 (0,010)	-0,005 (0,010)	0,006 (0,011)

(Afhankelijke variabele: DA (2010); standaardafwijking tussen haakjes)
 (* is op 10% sign niveau, ** is op 5% sign niveau en *** is op 1% sign niveau)
 (Bron: eigen verwerking)

Tabel 8.8: Regressiecoëfficiënten (model 3-4)

Regressor	Model 3 (a)	Model 3 (b)	Model 3 (c)	Model 4
Constant	0,283***(0,085)	0,248***(0,085)	0,244***(0,083)	0,166**(0,084)
Externen				0,021 (0,025)
Externen[ja]		0,005(0,013)		
Externen[1;2;3]	0,002 (0,013)			
Externen[4;5;6]	0,051*(0,030)			
Externen[7;8;9]	0,090*(0,055)			
Externen[>50%]			0,063***(0,021)	
Vrouwen	-0,056*(0,032)	-0,05(0,033)	-0,043 (0,032)	-0,042 (0,033)
LedenRvB	-0,030***(0,011)	-0,033***(0,01)	-0,029***(0,010)	
Leden ² RvB	0,001*(0,001)	0,002***(0,001)	0,002**(0,001)	
LedenRvB[4;5;6]				-0,033**(0,014)
LedenRvB[7;8;9]				-0,059***(0,02)
LedenRvB[10;11;12]				0,009 (0,035)
LedenRvB[13;14]				-0,063 (0,048)
Vergad[1]	-0,048***(0,017)			
Vergad[2;3]		0,042**(0,017)	0,048***(0,017)	0,039**(0,017)
Vergad[4;>4]	-0,001 (0,014)	0,042***(0,015)	0,042***(0,015)	0,039***(0,015)
CEO dualiteit	0,004 (0,012)	0,002 (0,012)	0,002 (0,012)	0,004 (0,012)
Auditcomité	-0,010 (0,014)	-0,008 (0,014)	-0,008 (0,014)	-0,007 (0,014)
FinScholing	-0,004 (0,017)	-0,003 (0,017)	-0,006 (0,017)	-0,008 (0,017)
Big4controle	0,018 (0,012)	0,020*(0,012)	0,021*(0,011)	0,022*(0,012)
<i>Controlevariabelen</i>				
Schuldgraad	0,052*(0,030)	0,055*(0,030)	0,053*(0,029)	0,054*(0,030)
Grootte	-0,065***(0,025)	-0,071 (0,025)	-0,070***(0,024)	-0,076***(0,02)

Liquiditeit	0,005 (0,004)	0,005 (0,005)	0,005 (0,004)	0,006 (0,004)
ROA	0,073 (0,062)	0,080 (0,062)	0,076 (0,061)	0,058 (0,062)
Leeftijd	-0,004 (0,011)	-0,005 (0,011)	-0,006 (0,010)	-0,002 (0,011)

(Afhankelijke variabele: DA (2010); standaardafwijking tussen haakjes)
 (* is op 10% sign niveau, ** is op 5% sign niveau en *** is op 1% sign niveau)
 (Bron: eigen verwerking)

Op basis van deze resultaten kunnen enkele onderzoekshypothesen aanvaard worden.

H2: De aanwezigheid van vrouwen binnen de RvB zorgt voor een lager niveau van EM.

Vrouwelijke leiders worden gekenmerkt door een participatieve managementstijl. Ze werken beter samen dan mannen en zijn sterk betrokken bij het nemen van strategische beslissingen. Daarnaast zijn ze gevoelig aan zaken die handelen over *corporate social responsibility*. Ze leveren dus een belangrijke bijdrage aan het vormen van een actieve RvB die haar monitorings-en controlerol effectief uitoefent. De resultaten van model 1, 2, 3 en 4 tonen aan dat vrouwelijke bestuurders negatief gerelateerd zijn aan EM. Er bestaat zelfs een negatief verband wanneer er slechts één vrouw zetelt in de RvB.

H3: Er bestaat een omgekeerd U-vormig verband tussen het aantal leden binnen de RvB en het niveau van EM.

De literatuur toont aan dat te kleine groepen ineffectief zijn. De groepsprocessen zijn niet waardevol omdat men onvoldoende complementaire personen kan samenbrengen. Vanaf een bepaalde grootte dalen de groepsprocessen ook in waarde. Te grote groepen worden gekenmerkt door slechte communicatie en besluitvormingsprocessen. Er kunnen ook *agency* problemen opduiken zoals het *free-rider* probleem. Zowel te kleine als te grote groepen voeren hun monitorings- en controlerol niet naar behoren uit. Het verwachte effect voor het aantal bestuurders wordt bevestigd door de vier regressiemodellen: een omgekeerd U-vormig verband. Het aantal bestuurders is negatief gerelateerd aan het niveau van EM, maar vanaf een bepaalde grootte is het aantal bestuurders positief gerelateerd aan EM. Meer specifiek werd in model vier aangetoond dat de twee categorieën [4;5;6] en [7;8;9], ten opzichte van de categorie [2;3], negatief gerelateerd zijn aan het niveau van EM. De categorie [7;8;9] heeft zelfs de grootste negatieve impact op EM. De optimale grootte die door de academische literatuur naar voren wordt geschoven wordt dus bevestigd in dit empirisch onderzoek. Toch moet dit genuanceerd worden. De grootte is immers ook afhankelijk van de grootte van de onderneming. De optimale grootte voor een minder grote NV zal niet liggen tussen de 7 en de 9.

Daarnaast zullen ook enkele onderzoekshypothesen verworpen worden.

H1: Er bestaat een negatieve relatie tussen het aantal externe bestuurders in de RvB en het niveau van EM.

Externe bestuurders zorgen er volgens de literatuur voor dat de monitoringsrol beter wordt uitgeoefend. Ze werken niet samen met het management omdat ze onafhankelijk zijn ten opzichte van de vennootschap. Daarnaast bestaat er een externe markt voor bestuurders die slecht gedrag

straf. Fraudegevallen zorgen ervoor dat men in de toekomst weinig kans maakt op een nieuwe rol als bestuurder. Er werd geen significant resultaat gevonden indien het aantal externe leden laag ligt. De uitkomsten van de modellen drie en vier tonen echter een positieve invloed aan van een groot aantal externe bestuurders op EM. Wanneer het aantal externe leden proportioneel gezien groter is dan 50% of tussen vier en negen ligt, dan zal het niveau van EM hoger zijn.

H4: Er bestaat een negatieve relatie tussen het aantal vergaderingen van de RvB en het niveau van EM.

Het aantal vergaderingen kan een maatstaf zijn voor de activiteit van de RvB. Een hogere activiteit zorgt voor een betere controle op en monitoring van het management. De modellen een, twee, drie en vier tonen echter aan dat deze relatie niet klopt in dit empirisch onderzoek. Het niveau van EM zal lager liggen wanneer men één vergadering organiseert. Dit is het wettelijk minimum. De RvB moet jaarlijks tenminste één keer samenkomen. Het niveau van EM zal echter hoger liggen naarmate men meer vergaderingen organiseert. De resultaten voor de categorieën [2;3], [4;>4] en [2;3;4;>4] zijn gelijkaardig. Ze hebben alle drie ongeveer een even hoge positieve impact op het niveau van EM.

H9: Ondernemingen die zich laten controleren door een bedrijfsrevisor van een Big4 accountancykantoor hebben een lager niveau van EM.

Bedrijfsrevisoren van Big4 kantoren bieden normaliter een hogere auditkwaliteit aan. De academische literatuur geeft twee belangrijke argumenten aan. Vooreerst wil men rechtszaken vermijden. Dit kan immers leiden tot reputatieverlies op nationaal en internationaal vlak. Daarnaast kan men het honorarium spreiden over een grote groep klanten. Er zijn dus geen onafhankelijkheidsproblemen. Het empirisch onderzoek toont echter het omgekeerde aan. Een Big4 controle zorgt voor een hoger niveau van EM.

Op basis van de onderzoeksresultaten kunnen volgende onderzoekshypothesen niet bevestigd worden:

H6: Er kan een hoger niveau van EM vastgesteld worden wanneer er CEO dualiteit is.

H8(a): Er zal een lager niveau van EM zijn indien de RvB een auditcomité opricht als adviserend comité.

H8(b): Er kan een lagere niveau van EM vastgesteld worden wanneer er personen zetelen in de RvB met deskundigheid in financiële, boekhoudkundige en auditaangelegenheden.

Naast een aantal onafhankelijke variabelen hebben ook de controlevariabelen Schuldgraad_i en Grootte_i een impact op het niveau van EM. Een hoge schuldgraad zal volgens de academische literatuur leiden tot winstverhogende winstmanipulatie. Managers trachten immers inbreuken op schuldconvenanten te vermijden of betere kredietvoorwaarden te krijgen. De coëfficiënten van de vier modellen bevestigen dit verband. Een hogere schuldgraad zorgt voor een hoger niveau van winstmanipulatie. Verder zullen grotere ondernemingen minder aan winstmanipulatie doen dan kleinere ondernemingen. De reden is hun politieke zichtbaarheid. Naarmate de onderneming groeit

zullen er meer en meer partijen geïnteresseerd zijn in de financiële staten. De kans op het ontdekken van fouten en mogelijke sancties ligt hoger. De resultaten van het empirisch onderzoek bevestigen dit verband. Hoe groter de vennootschap, op basis van het totaal der activa, hoe lager het niveau van EM.

8.4 Interactievariabelen: onderzoeksresultaten

Binnen deze sectie zal er getest worden op mogelijke interactie-effecten. Vooreerst wordt een korte toelichting gegeven bij de begrippen *outliers*, multicollineariteit en homoscedasticiteit. Vervolgens zullen de regressiecoëfficiënten geschat en besproken worden.

8.4.1 Outliers, multicollineariteit en homoscedasticiteit

Binnen deze sectie wordt er verder gebouwd op de dataset uit het vorige deel. Vermits er reeds getest werd op outliers zullen er niet opnieuw testen uitgevoerd worden. Negen cases (10, 20, 60, 80, 210, 246, 260, 266 en 268) werden verwijderd. Dit volstaat om mogelijke vertekeningen te vermijden.

Verder zal er niet specifiek getest worden op multicollineariteit. Modellen met interactievariabelen hebben de neiging om VIF-waarden op te blazen. De twee variabelen die samen de interactievariabele vormen komen immers nog eens afzonderlijk terug in het model waardoor er een hoge mate van correlatie ontstaat. Interactiemodellen zullen dus volgens de theorie vertekende resultaten genereren. In dit deel zal echter geen rekening worden gehouden met te hoge VIF-waarden en zullen alle modellen als geldig beschouwd worden.

Net zoals bij de regressiemodellen uit de vorige sectie zal uitgegaan worden van homoscedasticiteit.

8.4.2 Resultaten van de regressiemodellen en bespreking

Tabel 8.9: Samenvatting (regressiemodel 5-8)

Model	R	R ²	Aangepaste R ²	Std. fout
5 (a)	0,289	0,083	0,055	0,0948511
5 (b)	0,262	0,069	0,040	0,956728
6 (a)	0,283	0,080	0,052	0,0911683
6 (b)	0,264	0,070	0,041	0,0966823
7	0,262	0,069	0,040	0,0917352
8 (a)	0,258	0,066	0,038	0,0918447
8 (b)	0,248	0,061	0,33	0,0971116

(Afhankelijke variabele: DA (2010))
(Bron: eigen verwerking)

Vooreerst wordt er naar de determinatiecoëfficiënt R² gekeken die aangeeft hoeveel procent van de variantie van de DA verklaard wordt door de onafhankelijke of interactievariabelen. Voor de modellen met de interactievariabelen bevindt R² zicht tussen 6,1% en 8,4%.

Tabel 8.10: ANOVA-tabel (model 5-8)

Model		Kwadratensom	Vrijheidsgraden	Gemiddelde Kwadratensom	F-waarde	Sig.
5 (a)	Regressie	0,209	8	0,026	2,899	0,004
	Residueel	2,294	255	0,009		
	Totaal	2,503	263			
5 (b)	Regressie	0,177	8	0,022	2,423	0,015
	Residueel	2,407	263	0,009		
	Totaal	2,585	271			
6 (a)	Regressie	0,190	8	0,024	2,865	0,005
	Residueel	2,186	263	0,008		
	Totaal	2,376	271			
6 (b)	Regressie	0,184	8	0,023	2,460	0,014
	Residueel	2,458	263	0,009		
	Totaal	2,642	271			
7	Regressie	0,163	8	0,020	2,424	0,015
	Residueel	2,213	263	0,008		
	Totaal	2,376	271			
8 (a)	Regressie	0,158	8	0,020	2,340	0,019
	Residueel	2,219	263	0,008		
	Totaal	2,376	271			
8 (b)	Regressie	0,162	8	0,020	2,149	0,032
	Residueel	2,480	263	0,009		
	Totaal	2,642	271			

(Afhankelijke variabele: DA (2010))

(Bron: eigen verwerking)

Binnen de ANOVA-tabel is de F-toets van belang. Deze geeft aan of het model in zijn geheel significant is. Vermits de significantie voor alle modellen kleiner is dan 0,10 zijn alle modellen betekenisvol.

Voor elk interactie-effect zal er een tabel gecreëerd worden. Binnen deze tabel zullen de regressiemodellen opgenomen worden die het effect trachten te meten en zullen alle regressiecoëfficiënten weergegeven worden. Nadien worden de resultaten besproken.

8.4.2.1 Vergaderingen, insiders en EM

Tabel 8.11: Hypothese 5: regressiecoëfficiënten

Regressor	Model 6 (a)	Model 6 (b)
Constant	0,157*(0,090)	0,214**(0,091)
Vergad[4;>4]*Insiders	-0,123**(0,051)	
Vergad[4;>4]	0,113**(0,046)	0,070**(0,035)
Insiders	0,079*(0,042)	
Vergad[4;>4]*Insiders[>50%]		-0,068*(0,038)
Insiders [>50%]		0,040 (0,032)
<i>Controlevariabelen</i>		
Schuldgraad	0,051*(0,030)	0,039 (0,032)
Grootte	-0,069*** (0,025)	-0,081*** (0,026)
Liquiditeit	0,005 (0,004)	0,006 (0,004)

ROA	0,080 (0,063)	0,039 (0,066)
Leeftijd	-0,012 (0,010)	-0,011 (0,011)

(Afhankelijke variabele: DA (2010); standaardafwijking tussen haakjes)
 (* is op 10% sign niveau, ** is op 5% sign niveau en *** is op 1% sign niveau)
 (Bron: eigen verwerking)

H5: Het negatieve effect van het aantal vergaderingen van de RvB op het niveau van EM zal afgezwakt worden indien de RvB gedomineerd wordt door insiders.

Om te testen op een dergelijk verband werden er twee modellen gecreëerd. De resultaten tonen aan dat deze onderzoekshypothese verworpen moet worden.

Vooreerst kan vastgesteld worden dat het aantal vergaderingen geen maatstaf is voor de monitoringseffectiviteit van de RvB. Een groter aantal vergaderingen zorgt zelfs voor meer winstmanipulatie. Deze vaststelling ligt in lijn met de resultaten uit het voorgaande deel. Het eerste deel van de onderzoekshypothese klopt dus niet.

Verder zorgt een groter aantal *insiders*, gemeten door de verhouding tussen het aantal insiders en het totaal aantal bestuurders, voor een hoger niveau van EM. Insiders zullen de RvB dus naar hun hand zetten naarmate ze met een groter aantal zijn. Dit zal leiden tot meer winstmanipulatie.

Er kan echter een negatieve relatie vastgesteld worden met het niveau van EM wanneer beide condities, een groot aantal vergaderingen en een groot aantal insiders, samen optreden. Een groter aantal vergaderingen en een groter aantal insiders zullen afzonderlijk zorgen voor een hoger niveau van EM. Wanneer een *insider dominated* RvB een groot aantal vergaderingen organiseert, dan daalt het niveau van EM echter. Net zoals in het voorgaande deel is de schuldgraad positief gerelateerd met EM en de grootte negatief gerelateerd met EM.

8.4.2.2 Vergaderingen, CEO dualiteit en EM

Tabel 8.12: Hypothese 7: regressiecoëfficiënten

Regressor	Model 5 (a)	Model 5 (b)
Constant	0,190**(0,090)	0,221**(0,088)
Vergad[4;>4]*CEO dualiteit	0,065***(0,025)	
Vergad[4;>4]	-0,031*(0,019)	
CEO dualiteit	-0,030 (0,019)	-0,002 (0,027)
Vergad[2;3;4;>4]*CEO dualiteit		0,015 (0,030)
Vergad[2;3;4;>4]		0,018 (0,025)
<i>Controlevariabelen</i>		
Schuldgraad	0,083**(0,035)	0,058*(0,032)
Grootte	-0,072***(0,026)	-0,072***(0,026)
Liquiditeit	0,011*(0,006)	0,005 (0,005)
ROA	0,066 (0,065)	0,037 (0,066)
Leeftijd	-0,006 (0,011)	-0,012 (0,011)

(Afhankelijke variabele: DA (2010) ; standaardafwijking tussen haakjes)
 (* is op 10% sign niveau, ** is op 5% sign niveau en *** is op 1% sign niveau)
 (Bron: eigen verwerking)

H7: De relatie tussen het aantal vergaderingen van de RvB en EM zal minder negatief zijn indien er CEO dualiteit is.

In model 5(a) wordt een negatief verband aangetoond tussen een groter aantal bestuursvergaderingen en EM. Dit spreekt echter de resultaten uit de voorgaande secties tegen. Omdat deze variabele slechts significant is op een 10% betrouwbaarheidsniveau zal er weinig waarde worden gehecht aan dit resultaat. De interactie tussen een groot aantal vergaderingen (4,>4) en CEO dualiteit zorgt voor een hoger niveau van EM. Dit kan erop wijzen dat CEO dualiteit zorgt voor een positieve impact op winstmanipulatie. Uit model 5(b) kan niets afgeleid worden.

De onderzoekshypothese moet dus verworpen worden. Verder tonen de resultaten aan dat de schuldgraad en grootte respectievelijk positief en negatief gerelateerd aan EM.

8.4.2.3 *CEO dualiteit, insiders, auditkwaliteit en EM*

Tabel 8.13: hypothese 10 en 11: regressiecoëfficiënten

Regressor	Model 7	Model 8 (a)	Model 8 (b)
Constant	0,220***(0,085)	0,230***(0,087)	0,247***(0,090)
CEO dualiteit*Big4controle	0,014 (0,022)		
CEO dualiteit	0,002 (0,016)		
Big4controle	0,013 (0,016)	0,036 (0,041)	0,017 (0,031)
Insiders*Big4controle		-0,020 (0,048)	
Insiders		0,003*(0,033)	
Insiders[>50%]*Big4controle			-0,002 (0,033)
Insiders[>50%]			-0,013 (0,023)
<i>Controlevariabelen</i>			
Schuldgraad	0,053*(0,030)	0,052 (0,031)	0,043 (0,032)
Grootte	-0,067*** (0,02)	-0,067 (0,025)	-0,076*** (0,026)
Liquiditeit	0,004 (0,005)	0,004 (0,005)	0,007 (0,004)
ROA	0,065 (0,063)	0,068 (0,063)	0,040 (0,067)
Leeftijd	-0,012 (0,011)	-0,012 (0,010)	-0,011 (0,011)

(Onafhankelijke variabele: DA (2010), standaardafwijking tussen haakjes)
 (* is op 10% sign niveau, ** is op 5% sign niveau en *** is op 1% sign niveau)
 (Bron: eigen verwerking)

H10: Het positieve effect van CEO dualiteit op EM zal afgezwakt of teniet worden gedaan indien de financiële staten gecontroleerd worden door een auditor van een Big4 accountancykantoor.

Er kan zowel in deze sectie als in voorgaande sectie geen eenduidig verband worden aangetoond tussen CEO dualiteit en EM. Daarnaast werd in voorgaande sectie aangetoond dat een Big4 bedrijfsrevisor geen hogere auditkwaliteit biedt. Er werd zelfs een positief verband aangetoond tussen een Big4 controle en EM. De onderzoekshypothese moet dus verworpen worden.

H11: De positieve relatie tussen het aantal insiders binnen de RvB en het niveau van EM zal afgezwakt of teniet worden indien de financiële staten gecontroleerd worden door een auditor van een Big4 accountancykantoor.

Net zoals in model 6(a) toont model 8(a) dat de variabele $Insiders_i$ positief gerelateerd is aan EM. Toch moet met enige voorzichtigheid omgesprongen worden met deze resultaten. Beide variabelen zijn slecht op een 10% betrouwbaarheidsniveau significant. Daarnaast zorgt een Big4 controle zoals eerder aangetoond niet voor een lager niveau van EM, maar juist voor een hoger niveau. Ook deze onderzoekshypothese moet dus verworpen worden.

Hoofdstuk 9: Conclusies

Het doel van deze masterproef is een antwoord te formuleren op de centrale onderzoeksvraag uit het eerste hoofdstuk: ***"Zal een goed CG-beleid, meer bepaald het naleven van de aanbevelingen uit de Code Buysse II omtrent de samenstelling en de werking van de RvB, en een kwalitatieve audit zorgen voor een lager niveau van EM en een hogere kwaliteit van de financiële verslaggeving bij grote, niet-beursgenoteerde ondernemingen?"***. In hoofdstuk één werden er een aantal deelvragen geformuleerd die moeten leiden tot het antwoord op de centrale onderzoeksvraag.

Deze masterproef bestond uit twee grote delen. Het eerste deel was een uitgebreide literatuurstudie. Het doel hierbij was het uitdiepen van enkele topics, zoals EM, CG en auditkwaliteit, en het formuleren van theoretisch onderbouwde verwachtingen of onderzoekshypothesen. Het tweede deel bestond uit een empirisch onderzoek, dat tot doel had de onderzoekshypothesen die voortvloeiden uit de literatuurstudie te testen op een database van 282 grote, privaatrechtelijke NV's.

De conclusies voor deze masterproef worden in dit hoofdstuk op een overzichtelijke manier weergegeven. De deelvragen en de centrale onderzoeksvraag uit het onderzoeksplan zullen kort en bondig beantwoord worden. Er wordt hierbij gesteund op de literatuurstudie en de resultaten uit het empirisch onderzoek. Verder zal kort en bondig de bijdrage aan de bestaande literatuur toegelicht worden, evenals de beperkingen en suggesties voor verder onderzoek.

9.1 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

9.1.1 Verkennende literatuurstudie

Aan de hand van de literatuurstudie kan EM over het algemeen omschreven worden als het aanpassen van de financiële rapporteren om stakeholders te misleiden over de onderliggende economische prestaties van de onderneming. Managers plannen en controleren het boekhoud- en rapporteringssysteem om bepaalde doelstellingen te halen. De motieven om tot EM over te gaan zijn uiteenlopend (Aljifri, 2007). De belangrijkste motieven in België zijn *income smoothing*, het vermijden van winstdalingen of verliezen, het beïnvloeden van relaties met stakeholders zoals kredietinstellingen en leveranciers, het verkrijgen van additionele externe financiering en het reduceren van de inkomensbelastingen (Vander Bauwhede et al., 2000a). Er bestaan uiteenlopende technieken om de winsten te sturen (Amat et al., 1999). Bewijsmateriaal heeft aangetoond dat Belgische ondernemingen hun winsten hoofdzakelijk sturen via de voorraadwaardering en door buitengewone items (Vander Bauwhede et al., 2003a). Voorbeelden van deze laatste groep zijn buitengewone waardeverminderingen en afschrijvingen van immateriële en materiële vaste activa en voorzieningen voor exceptionele risico's en kosten.

Naast EM stond ook het begrip CG centraal in deze masterproef. CG kan algemeen omschreven worden als een systeem van structuren en processen dat ertoe strekt de onderneming te besturen en te controleren. Er moet verantwoording afgelegd worden over het gevoerde beleid aan de

kapitaalverschaffers en de diverse stakeholders (Moerland, 1997). Er mag niet enkel gehandeld worden in het belang van de aandeelhouders maar de welvaart van andere groepen van stakeholders moet ook geïnternaliseerd worden (Tirole, 2001). Ondernemingen moeten met andere woorden ook rekening houden met de werknemers, kredietverstrekkers, overheid, milieugroeperingen, enz. In het verleden hebben bepaalde fraudezaken een negatieve impact gehad op gebruikers van de jaarrekening. CG moet er dus voor zorgen dat de financiële staten niet actief gemanipuleerd worden en dat de stakeholders niet benadeeld worden door fouten in de financiële verslaggeving. CG tracht door bepalingen in de wetgeving en aan de hand van codes het probleem van winstmanipulatie aan te pakken en goed ondernemingsbestuur te garanderen.

Ten slotte werd er in de academische literatuur gezocht naar een definiëring voor auditkwaliteit. Een definitie van DeAngelo (1981) stelt dat auditkwaliteit afhankelijk is van de vakbekwaamheid of expertise van de auditor en van zijn of haar bereidheid om effectief te rapporteren over onregelmatigheden in de jaarrekening. Onafhankelijkheidsproblemen kunnen dit laatste aspect in de weg staan. Een meer recente definiëring stelt dat auditkwaliteit afhankelijk is van de conformiteit van de controle aan de algemeen geldende auditnormen. Daarnaast bestaan er verschillende maatstaven voor auditkwaliteit, zoals industrie-expertise en de verloning van de auditor.

9.1.2 Empirisch onderzoek

In het empirische onderzoek werd getracht een antwoord te vinden op een aantal vragen die handelen over de opvolging van en het effect van CG-aanbevelingen op EM en het effect van auditkwaliteit op EM. De steekproef bestond hierbij uit grote, privaatrechtelijke NV's die rapporteren volgens volledig schema. Aan de hand van de resultaten kunnen we een aantal conclusies trekken.

Vooreerst zal de opvolging van de Code Buysse II geanalyseerd worden. Aan de hand van de gemiddelde waarden kan afgeleid worden dat slechts 22% van de leden van de RvB externe personen zijn. Daarnaast is gemiddeld slechts 13% van de bestuursleden van het vrouwelijke geslacht. De aanbevelingen omtrent onafhankelijkheid en diversiteit worden vooralsnog niet goed opgevolgd. Het gemiddeld aantal bestuursleden bedraagt 4,6. Dit cijfer ligt duidelijk boven het wettelijk minimum, dat op 2 of 3 ligt. Bepaalde vennootschappen trachten hun RvB dus duidelijk uit te breiden. Anderzijds moet er wel gezegd worden dat dit cijfer sterk beïnvloed wordt door uitschieters. Het merendeel van de vennootschappen houdt de grootte van haar RvB dus toch nog rond het wettelijk minimum. Verder bereikt het gemiddeld aantal vergaderingen nog niet het cijfer dat vooruitgeschoven wordt in de code. Het gemiddelde ligt op 3,32, terwijl de Code Buysse II tenminste 4 vergaderingen aanbeveelt. Daarnaast bevat de Code nog aanbevelingen omtrent CEO dualiteit en het instellen van adviserende comités. In gemiddeld 52% van de vennootschappen is de CEO ook voorzitter van de RvB. De Code Buysse II wil echter beide rollen gescheiden houden. Slechts 20% heeft effectief een auditcomité opgericht, terwijl de Code Buysse II dit wel aanbeveelt. Dit wordt echter wel gerelativeerd door de code zelf omdat men er zich van bewust is dat dit afhankelijk is van de groeifase waarbinnen men zich bevindt. Enkel bij ondernemingen die zich in een latere fase bevinden wordt zulk een orgaan sterk aangeraden. Daarbij werd onderzocht of er

bestuurders zijn met financiële achtergronden binnen de RvB. Dit kan ook als een soort van diversiteit binnen de RvB gezien worden, aanbevolen door de code. Hierbij kan geconcludeerd worden dat 86% van de vennootschappen tenminste een financieel geschoolde bestuurder heeft.

Naast de resultaten aangaande de opvolging van de Code Buysse II werd ook het effect gemeten van enkele karakteristieken van de RvB op EM. Hieromtrent kunnen dan ook een aantal conclusies geformuleerd worden.

Vrouwelijke bestuursleden binnen de RvB zorgen voor een lager niveau van EM. De monitoringseffectiviteit neemt dus toe naarmate er meer vrouwen zetelen in de RvB. Er bestaat zelfs een negatieve relatie tussen beide variabelen wanneer er slechts één of twee vrouwelijke bestuursleden zetelen in de RvB. Het empirische onderzoek bevestigt ook het verwachte, omgekeerd U-vormig verband tussen het aantal bestuurders en EM. Hoe meer bestuurders, hoe lager het niveau van EM. Vanaf een bepaalde grootte, in dit geval 10 bestuursleden, stijgt het niveau van EM. Daarnaast werd er specifiek onderzoek gedaan naar de meest optimale grootte. Hierbij werd vastgesteld dat een RvB bestaande uit 7, 8 of 9 bestuursleden de grootste negatieve impact heeft op EM. Sercu et al. (2002) kwamen tot dezelfde conclusie. Grotere Raden van Bestuur in niet-beursgenoteerde Belgische ondernemingen kunnen EM, en meer bepaald inkomensverlagende winstmanipulatie, inperken. De gemiddelde grootte van de RvB binnen hun steekproef bedroeg 3,89 terwijl het gemiddeld aantal bestuurders in deze steekproef 4,60 bedraagt. De resultaten van dit empirisch onderzoek zijn om deze reden misschien iets sterker.

Een hoger aantal externe bestuurders zorgt niet voor een lager niveau van EM. Er bestaat met andere woorden geen negatief verband tussen beide variabelen. Er werd wel een positieve invloed op EM vastgesteld wanneer meer dan 50% van het totaal aantal bestuurders extern is of wanneer het aantal externe bestuurders tussen vier en negen ligt. Een te hoog aantal externen kan dus een negatieve impact hebben op het groepsproces waardoor de monitoringsrol niet langer naar behoren wordt uitgeoefend. Het is volgens de CG codes verstandig om externe bestuurders op te nemen maar een te hoog aantal kan dan weer negatief werken op het vermogen van de RvB om EM tegen te gaan. Verder zorgt een hoger aantal bestuursvergaderingen niet voor een lager niveau van EM. Het niveau van EM is lager wanneer men één vergadering organiseert. Het niveau van EM neemt echter toe wanneer men meer dan één vergadering organiseert. Er werd een gelijkaardige, positieve impact vastgesteld voor twee, drie, vier of meer dan vier bestuursvergaderingen. Het aantal vergaderingen is dus geen maatstaf voor de monitoringseffectiviteit van de RvB in dit empirisch onderzoek. Enige kritiek ligt in de meting van de variabele. In plaats van te polsen naar het totaal aantal bestuursvergaderingen had gepolst kunnen worden naar het aantal vergaderingen die effectief georganiseerd worden om het beleid en de keuzes en acties van het management te evalueren en te controleren.

Auditkwaliteit, gemeten door de grootte van het kantoor, is positief gerelateerd aan het niveau van winstmanipulatie. Het niveau van EM zal hoger liggen wanneer de financiële staten gecontroleerd worden door een bedrijfsrevisor van een Big4 kantoor. De kritiek op dit resultaat kan liggen in de keuze voor de maatstaf van auditkwaliteit. De sectorspecialisatie van de revisor was achteraf

gezien misschien een betere maatstaf geweest. Omdat een dergelijke vraag vaak moeilijk te beantwoorden is in een enquête werd dan ook gekozen voor de maatstaf 'grootte van het accountancykantoor'. Sercu et al. (2002) vonden in hun empirisch onderzoek bij privaatrechtelijke Belgische vennootschappen ook geen relatie tussen auditkwaliteit, gemeten door de grootte van het kantoor, en het niveau van EM. Ondanks het ontbreken van een verband bij enkelvoudige jaarrekeningen kwamen Vander Bauwhede, Willekens en Gaeremynck (2003b) tot de conclusie dat grotere auditkantoren inkomensverlagende EM wel kunnen beperken in geconsolideerde jaarrekeningen bij grote, niet-beursgenoteerde ondernemingen. De auteurs geven mee dat Big 4 auditors een minder hoge auditkwaliteit aanbieden in Europa dan in de VS omdat de kans op juridische processen lager ligt in Europa.

Voor een aantal deelvragen kan geen eenduidig antwoord gegeven worden. Er werd immers geen significant resultaat gevonden voor de relatie tussen CEO dualiteit, een auditcomité of financieel geschoolde bestuurders en winstmanipulatie.

Naast de deelvragen die het effect van een aantal onafhankelijke variabelen op EM trachten te detecteren werd er in een aantal deelvragen gepolst naar het effect op EM van een aantal variabelen wanneer ze gecombineerd worden. Vooreerst werd er onderzoek gedaan naar het effect van de variabelen insiders en CEO dualiteit op de relatie tussen het aantal vergaderingen en EM. Er werd uitgegaan van het feit dat het aantal vergaderingen negatief gerelateerd is aan EM. Dit verband blijkt evenwel niet te kloppen. Een groter aantal vergaderingen zorgt juist voor meer EM. Uit de resultaten kan dan ook afgeleid worden dat de variabele vergaderingen, in combinatie met een van de twee moderators, een groter aantal insiders of CEO dualiteit, een positieve impact heeft op het niveau van EM. Insiders en dualiteit zorgen dus mee voor een hoger niveau van EM. Daarnaast werd er onderzoek gevoerd naar het effect van een hogere auditkwaliteit op de relatie tussen CEO dualiteit of de variabele insiders en EM. Ook hier werd uit gegaan van een foute veronderstelling. Auditkwaliteit, gemeten door de grootte van het auditkantoor, zorgt immers niet voor een lager maar juist voor een hoger niveau van EM. Tussen de variabelen CEO dualiteit en EM kan geen verband afgeleid worden. Ook voor het interactie-effect tussen CEO dualiteit en auditkwaliteit kan geen significant resultaat gevonden worden. Tussen de variabele insiders en EM bestaat er wel een positief verband. Een groter aantal insiders zorgt voor een hoger niveau van EM. Auditkwaliteit is evenwel geen moderator voor de positieve relatie tussen het aantal insiders en EM. Er kan geconcludeerd worden dat alle vooropgestelde interactie-effecten niet juist zijn.

Verder konden er nog een aantal verbanden blootgelegd worden bij variabelen waar geen expliciet onderzoek naar werd gevoerd en dus ook geen deelvragen over gesteld werden. Er werd meer bepaald een verband gevonden tussen een aantal controlevariabelen uit het onderzoek en het niveau van winststuring. Zo zorgt een hogere schuldgraad voor een hoger niveau van winstmanipulatie. Hoe groter de vennootschap, op basis van het totaal der activa, hoe lager het niveau van winstmanipulatie.

Er kan besloten worden dat de aanbevelingen uit de Code Buysse II weinig impact hebben op het niveau van winstmanipulatie. Bepaalde aanbevelingen, zoals het opnemen van een groot aantal

externe bestuurders of het organiseren van meer dan vier bestuursvergaderingen, zorgen zelfs voor een hoger niveau van EM. Een hogere auditkwaliteit, gemeten door de grootte van het accountancykantoor, zorgt ook niet voor een lager niveau van EM. De Code Buysse II en auditkwaliteit zijn geen goede monitoringsmechanismen en verhogen dus niet de kwaliteit van de financiële verslaggeving.

9.2 Bijdrage aan de bestaande academische literatuur

Belgisch onderzoek naar EM heeft zich gefocust op steekproeven bestaande uit zowel publiek als privaatrechtelijke vennootschappen. De belangrijkste manier waarop deze masterproef een bijdrage kan leveren aan de bestaande literatuur situeert zich in de focus. Er wordt onderzocht of CG-aanbevelingen uit de Code Buysse II, en meer bepaald aanbevelingen omtrent een actieve RvB, een positief effect hebben op de kwaliteit van de financiële verslaggeving. De resultaten, die in lijn liggen met voorgaande Belgische studies, tonen aan dat het merendeel van de aanbevelingen winstmanipulatie niet kan inperken. Daarnaast kan deze masterproef een bijdrage leveren omdat het via een enquête nagaat of de grote, privaatrechtelijke NV's de aanbevelingen uit de Code Buysse II daadwerkelijk hebben doorgevoerd in hun *governance* beleid.

9.3 Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek

Een eerste beperking ligt in de grootte en samenstelling van de steekproef. Ondanks het versturen van twee e-mails naar alle ondernemingen die voldeden aan de onderzoekscriteria, hebben slechts 305 van de 4800 NV's positief geantwoord op de enquête. Daarnaast ontbraken er voor een aantal ondernemingen gegevens in de Belfirst database of werd de enquête niet volledig ingevuld. De uiteindelijke steekproef, na het verwijderen van *outliers*, bestond daarom uit 282 NV's. Naast de grootte kon er ook geen controle worden uitgeoefend over de samenstelling van de steekproef. Ondernemingen die veel aan winststuring doen kunnen bewust niet antwoorden op de enquête, waardoor ze niet in de steekproef opgenomen worden. Deze perceptie wordt versterkt door het feit dat het meestal de CFO was die de enquête beantwoordt en dus geen persoon die niets met de financiële kant van de onderneming te maken heeft.

De tweede beperking ligt in de keuze en nauwkeurigheid van het *accrual* predictiemodel. Bepaalde statistische modellen konden niet gebruikt worden. Modellen die bijvoorbeeld gebruik maken van een tijdreeksenbenadering werden uitgesloten omdat de Belfirst databank slechts een aantal boekjaren ter beschikking stelt. Het schatten van parameters o.b.v. gegevens van vijf boekjaren is immers een te korte tijdspanne om de juistheid te garanderen. Verder kan geen enkel *accrual* predictiemodel 100% zekerheid geven over de resultaten. Hierdoor kunnen de resultaten van deze masterproef vertekend zijn.

Een derde en laatste beperking ligt in het opstellen van verwachtingen. Het merendeel van de EM literatuur en studies is afkomstig uit de Angelsaksische wereld, en in het bijzonder uit Amerika. Deze studies zijn dan ook sterk gericht op beursgenoteerde ondernemingen. Studies over EM in Continentale landen zijn eerder schaars. Het is dan ook moeilijk om theorieën en bewijsmateriaal uit de Angelsaksische wereld te veralgemenen naar de context van privaatrechtelijke vennootschappen in een Continentaal land en passende onderzoeksverwachtingen of hypothesen

op te stellen. De belangrijkste studie die in ons land tot dusver werd gevoerd is deze van Vander Bauwhede, Willekens en Gaeremynck in 2003. Er werd getest of Belgische ondernemingen aan winstafvlakking doen en of zij hun winsten sturen om aan de verwachtingen, gecreëerd door het resultaat uit het voorgaande boekjaar, te voldoen. Er werd bewijs gevonden dat ondernemingen hun resultaten opkrikken in slechte jaren en laten afnemen in goede jaren (Lybaert et al., 2006).

Suggesties voor verder onderzoek kunnen liggen in andere delen van de Code Buysse II en het onderzoeksgebied. Zo kan de opvolging van andere aanbevelingen of delen uit de code onderzocht worden, evenals het verband met topics zoals winststuring of het ondernemingsresultaat. Verder kan het onderzoeksgebied verlegd worden naar de middelgrote en kleine vennootschappen, die de jaarrekening volgens verkort schema opstellen.

Lijst van de geraadpleegde werken

Lijst van geraadpleegde wetenschappelijke artikels

- Adams, R.B., Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291-309.
- Aguilera, R.V., Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?. *Organization Studies*, 25, 415-443.
- Aljifri, K. (2007). Measurement and Motivations of Earnings Management: A critical Perspective. *Journal of Accounting, Business and Management*, 14, 75-95.
- Allen, W. T. & Berkley, W. R. (2003). In defense of the CEO chair. *Harvard Business Review*, 81, 24-25.
- Amat, O., Blake, J. and Dowds, J. (1999). The ethics of creative accounting. *Working paper*.
- Anderson, R.C., Mansi, S.A., Reeb, D.M. (2004). Board Characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 315-342.
- Ball, R., Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 83-128.
- Balsam, S., Krishnan, J. en Yang, J.S. (2003). Auditor Industry Specialization and Earnings Quality. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22, 71-97.
- Bartov, E., Gul, F.A., Tsui, Judy, S.L. (2000). Discretionary-accruals models and audit qualification. *Journal of Accounting and Economics*, 30, 421-452.
- Beasley, M.S. (1996). An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71, 443-465.
- Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J., Subramanyam, K. R. (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, 15, 1-24.
- Beekes, W., Pope, P.F., Young, S. (2004). The link between Earnings Timeliness, Earnings Conservatism and Board Composition: Evidence from the UK. *Corporate Governance: an international Review*, 12, 47-59.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., Zimmerman, H. (2004). Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism? *Kyklos*, 57, 327-356.
- Bergstresser, D., Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80, 511-529.
- Bowen, R.M., DuCharme, L., Shores, D. (1995). Stakeholders' implicit claims and accounting method choice. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 255-295.

- Brickley, J.A., Cole, J.L., Jarrel, G. (1997). Leadership structure : Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220.
- Burgstahler, D., Eames, M.J. (2003). Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decrease: Are Analysts Fooled? *Contemporary Accounting Research*, 20, 253-294.
- Burgstahler, D., Eames, M.J. (2006). Management of Earnings and Analysts' Forecasts to Achieve Zero and Small Positive Earnings Surprises. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, 633-652.
- Burgstahler, D., Hail, L., Leuz, C. (2006). The importance of Reporting Incentives, Earnings Management in European Private and Public Firms. *Working paper*.
- Carcello, J.V, Nagy, A.N. (2004). Audit firm tenure and fraudulent Financial reporting. *Auditing: a journal of practice & theory*, 23, 55 – 69.
- Carter, D.A., Simkins, B.J., Simpson, W.G. (2003). Corporate Governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38, 33-53.
- Chtourou, S.M., Bédard, J., Courteau, L. (2001). Corporate Governance and Earnings Management. *Working paper*.
- Chung, R., Firth, M., Kim, J.B. (2005). Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of Business Research*, 58, 766-776.
- Coffee, J.R (2005). A theory of corporate scandals: why the USA and Europe differ. *Oxford Review of Economic Policy*, 21, 198-211.
- Cohen, J., Hanno, D. (2000). Auditors' consideration of corporate governance and management control philosophy in preplanning and planning judgments. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 19, 133-146.
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G., Wright, A. (2010). Corporate Governance in the Post-Sarbanes-Oxley Era: Auditors' Experiences. *Contemporary Accounting Research*, 27, 751-786.
- Coles, J.W., Hesterly, W.S. (2000). Independence of the chairman and board composition: Firm choices and shareholder value. *Journal of Management*, 26, 195-214.
- Coppens, L., Peek, E. (2005). An analysis of earnings management by European private firms. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 14, 1-17.
- Craswell, A.T., Francis, J.R., Taylor, S.L. (1995). Auditor brand name reputations and industry specialisations. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 297-322.
- Daily, C.M., Dalton D.R., Cannella, A. (2003). Corporate governance: decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28, 371-382.
- Das, S., Shroff, P.K., Zhang, H. (2010). Detection of Channel Stuffing. *Working paper*.

Davidson, W.N., Pilger, T., Szakmary, A. (1998). Golden parachutes, board and committee composition, and shareholder wealth. *Financial Review*, 33, 17-32.

Davis, G. F., Thompson, T.A. (1994). A social movement perspective on corporate control. *Administrative Science Quarterly*, 39, 141-173.

DeAngelo, L.E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting & Economics*, 3, 183-199.

DeAngelo, L.E (1988). Managerial competition, information cost, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contents. *Journal of Accounting & Economics*, 10, 3-36.

De Andres, P., Azofra, V., Lopez, F. (2005). Corporate Boards in OECD Countries: size, composition, functioning and effectiveness. *Corporate Governance: an International Review*, 13, 197-210.

Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70, 193-225.

Dechow, P.M., Sloan, R.G., Sweeney, A.P. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulations: An analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13, 1-36.

Dechow, P.M., Richardson, P.A., Tuna, A.I (2000). Are benchmark beaters doing anything wrong. *Working paper, University of Michigan*.

Dechow, P.M., Skinner, D.J. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting horizons*, 14, 235-250.

DeFond, M.L., Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant effects and the manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145-176.

DeFond, M.L., Park, C.W. (1997). Smoothing income in anticipation of future Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 23, 115-139.

DeGeorge, F., Patel, J., Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business*, 72, 1-33.

Denis, D.K., McConnell, J.J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1-36.

Desai, H., Hogan, C.E., Wilkins, M.S. (2006). The Reputational Penalty for Aggressive Accounting: Earnings Restatement and Management Turnover. *The Accounting Review*, 81, 83-112.

Dhaliwal, D.S., Salamon, G.L., Smith, D.E. (1982). The effect of owner versus management control on the choice of accounting methods. *Journal of Accounting and Economics*, 4, 41-53.

Dichev, I.D., Skinner, D.J. (2002). Large-Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40, 1091-1123.

Dopuch, N., Pincus, M. (1988). Evidence on the choice of inventory accounting methods: LIFO vs FIFO. *Journal of Accounting Research*, 26, 28-59.

Dumortier, J. (2005). Over instant messaging en SOX. *Trends Business ICT*, februari 2005, 26.

Elsayed, K. (2007). Does CEO duality really affect corporate performance?. *Journal Compilation*, 15, 1203-1214.

Enriques, L. (2003). Bad Apples, Bad Oranges: A Comment from Old Europe on Post-Enron Corporate Governance Reforms. *Wake Forest Law Review*, 38, 1-24.

Enriques, L., Volpin, P. (2007). Corporate Governance reforms in Continental Europe. *Journal of Economic Perspectives*, 21, 117-140.

Erhardt, N.L., Werbel, J.D., Shrader, C.B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Corporate Governance: an International Review*, 11, 102-111.

Fama, E.F., Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, 26, 301-326.

Fields, M.A., Keys, P.Y. (2003). The Emergence of Corporate Governance from Wall St. to Main St.: Outside Directors, Board Diversity, Earnings Management, and Managerial Incentives to Bear Risk. *The financial review*, 38, 1-24.

Francis, J.R., Maydew, E.L., Sparks, H. (1999). The Role of Big 6 Auditors in the Credible Reporting of Accruals. *Auditing*, 18, 1-18.

Francis, J.R., Yu, M.D. (2009). Big 4 Office Size and Audit Quality. *The Accounting Review* 84, 1521-1552.

Gaver, J.J., Gaver, K.M., Austin, J.R. (1995). Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 3-28.

Haynes, K.T., Hillman, A. (2010). The effect of Board Capital and CEO power on strategic change. *Strategic Management Journal*, 31, 1145-1163.

Hay, D., Knechel, W.R., Wong, N. (2006). Audit Fees: A meta-analysis of the effect of supply and demand attributes. *Contemporary Accounting Research*, 23, 141-91.

Healy, P.M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting & Economics*, 7, 85-107.

Healy, P.M., Wahlen, J.M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard settings. *Accounting Horizons*, 13, 365-383.

- Holthausen, R.W., Larcker, D., Sloan, R. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 29-74.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Scholarly Research and Theory Papers*, 6, 101-111.
- Jans, M., Lybaert, N. (2007) 'De "award for the best financial information": is deze maatstaf van informatiekwaliteit te beïnvloeden door winststuring? *Accountancy & Bedrijfskunde*, 27, 13-23.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M.C., Smith, C.W. (1984). Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory. *Working paper*.
- Jensen, M.C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- John, K., Senbet, L.W. (1998). Theory of the Firm, Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-350.
- Johnson, V.E., Khurana, I.K., Reynolds, J. (2002). Audit-Firm Tenure and the Quality of Financial Reports. *Contemporary Accounting Research*, 19, 637-660.
- Jones, K., Krishnan, G.V., Melendrez, K. (2006). Do models of discretionary accruals detect actual cases of fraudulent and restated earnings? An empirical evaluation. *Working paper*.
- Keegan, M., Degeorge, F. (1998). Corporate Governance Reports. *Corporate Governance*, 6, 116-118.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting & Economics*, 33, 375-400.
- Kose, J., Senbet L.W. (1998). Corporate Governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, 22, 371-403.
- Kosnik, R.D (1987). Greenmail: A Study of Board Performance in Corporate Governance. *Administrative Science Quarterly*, 32, 1-24.
- Kothari, S.P., Leone, A.J., Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197.
- Krishnan, G.V. (2003). Does Big 6 Auditor Industry Expertise Constrain Earnings Management? *Accounting Horizons*, 17, 1-16.
- Lybaert, N., Jans, M. (2006). Winststuring door Belgische ondernemingen via het voorzieningenbeleid. *Accountancy & bedrijfskunde: maandschrift*, 26, 3-18.

- McMullen, D.A. (1996). Audit Committee Performance: An Investigation of the Consequences Associated with Audit Committees. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 15, 87-103.
- McCulloch, B.W. (1998). Relations among components of accruals under earnings management. *Working paper*.
- Moerland, P.W. (1995). Alternative disciplinary mechanisms in different corporate systems. *Journal of Economic Behaviour and Organization*, 26, 17-34.
- Mulford, C., Comisky, E. (2002). The financial Numbers Game: detecting Creative Accounting Practices. *Harvard Business Review*, 80, 26.
- Nelson, M.W., Elliott, J.A., Tarpley, R.L. (2002). How earnings are managed? Examples from Auditors. *Working paper*.
- Nielsen, S., Huse, M. (2010). The contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18, 136-148.
- Niskanen, M., Karjalainen, J., Niskanen, J. (2011). Demand for Audit Quality in Private Firms: Evidence on Ownership Effects. *International Journal of Auditing*, 15, 43-65.
- Patelli, L., Prencipe, A. (2007). The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder. *European Accounting Review*, 16, 5-33.
- Peasnell, K.V., Pope, P.F., Young, S. (2005). Board monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals? *Journal of Business Finance & Accounting*, 32, 1311-1346.
- Perry, S., Williams, T. (1994). Earnings management preceding management buyout offers. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 157-179.
- Piot, C. (2005). Auditor Reputation and Model of Governance: A comparison of France, Germany and Canada. *International Journal of Auditing*, 9, 21-44.
- Rath, S., Sun, L. (2008). The development of Earnings Management Research. *International Review of Business Research Papers*, 4, 265-277.
- Reitenga, A., Buchheit, S., Yin, Q.Y., Baker, T.A. (2002). CEO Bonus Pay, Tax Policy, and Earnings Management. *Journal of the American Taxation Association*, 24, 1-23.
- Rosner, R.L. (2003). Earnings Manipulation in Failing Firms. *Contemporary Accounting Research*, 20, 361-408.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Sercu, P., Vander Bauwhede, H., Willekens, M. (2002). Earnings quality in privately held firms: the roles of external audits, stakeholders, and governance mechanisms. *Research report*.

- Shleifer, A., Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Spira, L.F. (1998). An Evolutionary Perspective on Audit Committee Effectiveness. *Corporate Governance*, 6, 29-38
- Sweeney, A.P. (1994). Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 281-308.
- Teoh, S.H., Welch, I., Wong, T.J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, 53, 1935-1974.
- Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, 69, 1-35.
- Trubek, D.M., Cottrell, M.P., Nance, M. (2005). "Soft Law", "Hard Law", and European Integration: Toward a Theory of Hybridity. *Legal Studies Research Paper No. 1002, University of Wisconsin*.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53, 113-142.
- Van Cayseele, P., De Vil, G. (1999). Ondernemingsgroei, interne financiering en innovatieve creativiteit: een empirische toets. *Tijdschrift voor Economie en Management*, 45, 1-15.
- Vander Bauwhede, H., Gaeremynck, A., Willekens, M. (2000a). Drijfveren voor winstmanagement voor Belgische beurs en niet-beursgenoteerde bedrijven. *Tijdschrift voor Economie en Management*, 3, 1-20.
- Vander Bauwhede, H., Willekens, M. (2000b). Earnings management and institutional differences: Literature Review and Discussion. *Tijdschrift voor Economie en Management*, 45, 189-212.
- Vander Bauwhede, H., Willekens, M. (2003a). Earnings Management in Belgium: a Review of the Empirical Evidence. *Tijdschrift voor Economie en Management*, 48, 199-217.
- Vander Bauwhede, H., Willekens, M. and Gaeremynck, A. (2003b). Audit firm size, public ownership, and firms' discretionary accruals management. *The International Journal of Accounting*, 38, 1-22.
- Van Hulle, C. (1998). Bedrijfsfinanciering in België: waar naartoe? *Tijdschrift voor Economie en Management*, 43, 1-33.
- Van Tendeloo, B., Vanstraelen, A. (2008). Earnings management and Audit Quality in Europe: Evidence from the Private Client Segment Market. *European Accounting Review*, 17, 447-469.
- Warner, J., Watts, R.L., Wruck, K.H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*, 20, 461-492.
- Watts, R.L., Zimmerman, J.L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53, 112-134.

Weil, Gotshal & Manges LLP (2002). International Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice: Developing and Emerging markets. *Working paper*.

Weimer, J., Pape, J. (1999). A taxonomy of systems of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 7, 152-166.

Xie, B., Davidson, W.N., DaDalt, P.J. (2003). Earnings management and corporate governance, the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9, 295-316.

Zerni, M. (2011). Audit Partner Specialization and Audit Fees: Some evidence from Sweden. *Contemporary Accounting Research*, online version of record.

Zmijewski, M., Hagerman, R. (1981). An income strategy approach to the positive theory of accounting standard setting/choice. *Journal of Accounting and Economics*, 3, 129-149.

Lijst van geraadpleegde boeken

De Vocht (2009). *Basishandboek SPSS 17: statistiek met SPSS statistics 17*. Utrecht: Bijleveld Press.

Dombrecht, M., Heremans, D., Plasschaert, S., & Vanneste, J. (2005). *Geld en financiewezen: België in het Eurogebied*. Antwerpen: Uitgeverij de Boeck nv.

Giroux, G. (2004). *Detecting earnings management*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc.

Jorissen, A., Lybaert, N., Reyns, C., & Vanneste, J. (2007). *Financial accounting*. Antwerpen: Uitgeverij de Boeck nv.

Moerland, P.W. (1997). *Corporate governance: theorie en praktijk in internationaal perspectief*. Groningen: Wolters-Noordhoff.

Palepu, K.G., Healy, B.P., & Peek, E. (2010). *Business Analysis and Valuation (IFRS Edition): Text and Cases*. Cengage Learning.

Solomon, J., & Solomon, A. (2004). *Corporate Governance and Accountability*. Chichester: John Wiley & Sons, Ltd.

Stock, J.H., & Watson, M.W. (2007). *Introduction to Econometrics*. Boston: Pearson Education, Inc.

Van Hulle, K., Lybaert, N., & Maes, J.P. (2010). *Handboek boekhoud- en jaarrekeningrecht*. Brugge: die Keure.

Watts, R.L., & Zimmerman, J.L. (1986). *Positive accounting theory*. NJ: Prentice-Hall

Lijst van geraadpleegde codes en wetteksten

Belgische Corporate Governance Code 2009 (12 maart 2009). Opgevraagd op 9 december, 2011, via <http://www.corporategovernancecommittee.be>.

Code Buysse (september, 2005). Opgevraagd op 26 december, 2011, via <http://www.codebuysse.be>.

Code Buysse II (juni, 2009). Opgevraagd op 9 december, 2011, via <http://www.codebuysse.be>.

Wetboek van Vennootschappen. In Ballon, L. et al. (2009), *Codex economie, verzameling van wetteksten voor economen* (pp. 581-836). Brugge: Die Keure.

Lijst van geraadpleegde cursussen

Mercken, R. (2011-2012). *Internationale controlestandaarden*. Master Toegepaste Economische Wetenschappen, Accountancy en Financiering, Universiteit Hasselt.

Torfs, N. (2011-2012). *Corporate Governance (inclusief ethische aspecten)*. Master Toegepaste Economische Wetenschappen, Accountancy en Financiering, Universiteit Hasselt.

Voordeckers, W. (2011-2012). *Corporate Governance (inclusief ethische aspecten)*. Master Toegepaste Economische Wetenschappen, Accountancy en Financiering, Universiteit Hasselt.

Lijst van geraadpleegde internetteksten

Bestuurszaken van de Vlaamse Overheid (2011), *Code Buysse*. Opgevraagd op 27, december 2011, via <http://www.bestuurszaken.be/code-buysse>.

Code Buysse II (23 juni 2009), *Code Buysse II: Antwoord op actuele uitdagingen van niet-beursgenoteerde ondernemingen*. Opgevraagd op 26 december, 2011, via http://www.codebuysse.be/nl/news.aspx?cnt_id=5.

Corporate Governance Committee (2011), *Wetgeving*. Opgevraagd op 11 december, 2011, via http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/belgische_initiatieven/wetgeving/default.aspx.

Deloitte (25 maart 2011), *KMO – Code Lippens en Buysse regelen behoorlijk bestuur*. Opgevraagd op 27 december, 2011, via http://www.deloitte.com/view/nl_BE/be/diensten/6cf530d76720e110VgnVCM100000ba42f00aRCRD.htm.

Europese Commissie (5 april 2011), Groenboek: Het EU-kader inzake Corporate Governance. Opgevraagd op 28 december, 2011, via http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_nl.pdf.

FOD Economie Statbel (2012), *NACE-BEL*. Opgevraagd op 3 maart, 2012, via <http://statbel.fgov.be/nl/statistieken/gegevensinzameling/nomenclaturen/nacebel/>.

IBR (2002), *Jaarverslag*, Brussel. Opgevraagd op 6 december, 2011, via http://www.ibr-ire.be/ned/jaarverslag2002/jaarverslag_2002_1_iv_3.aspx.

IBR (12 mei 2010), *Nieuwe Corporate Governance wet*. Opgevraagd op 11 december, 2011, via http://www.ibr-ire.be/ned/nieuws_nationaal_archief.aspx?id=4438.

IBR (2011), *De bedrijfsrevisor, een onpartijdige deskundige*. Opgevraagd op 2 januari, 2011, via http://www.ibr-ire.be/ned/revisor_onpartijdig.aspx

IFC (februari 2008), *The EU approach to corporate governance: essentials en recent development*. Opgevraagd op 27 december, 2011, via [http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/EU+Approach+to+CG/\\$FILE/IFC_EUApproach_Final.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/EU+Approach+to+CG/$FILE/IFC_EUApproach_Final.pdf).

Lievens Jozef (z.d.), *Governance: anders in het familiebedrijf*. Opgevraagd op 28 december 2011, via http://www.jozeflievens.be/files/Governance_hoofdstuk1.pdf.

NBB (2012), *Wie moet neerleggen?* Opgevraagd op 1 januari, 2012, via http://www.nbb.be/pub/03_00_00_00_00/03_05_00_00_00/03_05_01_00_00/03_05_01_02_00.htm?l=nl.

PwC (2009), *Leningconvenanten*. Opgevraagd op 28 december, 2011, via <http://www.pwc.nl/nl/spotlight/assets/documents/leningconvenanten.pdf>.

UNIZO (30 april 2007), *de Code Buysse*. Opgevraagd op 26 december, 2011, via <http://www.unizo.be/behoorlijkbestuur/viewobj.jsp?id=251972>.

UNIZO-studiedienst (30 augustus 2006), *Corporate Governance: de Code Buysse 1 jaar later*. Opgevraagd op 27 december, 2011, via www.unizo.be/behoorlijkbestuur/images/res251976_1.doc.

Lijst van geraadpleegde eindverhandelingen

Beerens, F. (2004). De "Sarbanes-Oxley" wet en haar impact in Europa. *Universiteit Gent, Faculteit Economie en Bedrijfskunde*.

Trumpener, J. (2007). Code Lippens: Toetsing aan de praktijk. *Universiteit Hasselt, Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen*.

Willems, E., Schepers, A. (2007). De kwaliteit van financiële verslaggeving gemeten door winstmanipulatie. *Universiteit Hasselt, Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen*.

Lijst van de bijlagen

Bijlage 1: NACE-BEL 2008

1) NACE-BEL 2008: Lijst van de secties

Sectie	Omschrijving
A	Landbouw, bosbouw en visserij
B	Winning van delfstoffen
C	Industrie
D	Productie en distributie van gas, stoom en gekoelde lucht
E	Distributie van water, afval- en afvalwaterbeheer en sanering
F	Bouwnijverheid
G	Groot- en detailhandel, reparatie van auto's en motorfietsen
H	Vervoer en opslag
I	Verschaffen van accommodatie en maaltijden
J	Informatie en communicatie
K	Financiële activiteiten en verzekeringen
L	Exploitatie van en handel in onroerend goed
M	Vrije beroepen en wetenschappelijke en technische activiteiten
N	Administratieve en ondersteunende diensten
Ø	Openbaar bestuur en defensie, verplichte sociale verzekeringen
P	Onderwijs
Q	Menselijke gezondheidszorg en maatschappelijke dienstverlening
R	Kunst, amusement en recreatie
S	Overige diensten
T	Huishoudens als werkgever, niet-gedifferentieerde productie van goederen en diensten door huishoudens voor eigen gebruik
U	Extraterritoriale organisaties en lichamen

(Bron: Eigen verwerking)

2) NACE-BEL 2008: Lijst van de afdelingen

Afdeling	Omschrijving	Sectie
01	Teelt van gewassen, veeteelt, jacht en diensten in verband met deze activiteiten	A
02	Bosbouw en de exploitatie van bossen	A
03	Visserij en aquacultuur	A
05	Winning van steenkool en bruinkool	B
06	Winning van aardolie en aardgas	B
07	Winning van metaalertsen	B
08	Overige winning van delfstoffen	B
09	Ondersteunende activiteiten in verband met de mijnbouw	B
10	Vervaardiging van voedingsmiddelen	C
11	Vervaardiging van dranken	C
12	Vervaardiging van tabaksproducten	C
13	Vervaardiging van textiel	C
14	Vervaardiging van kleding	C
15	Vervaardiging van leer en van producten van leer	C
16	Houtindustrie en vervaardiging van artikelen van hout en van kurk, exclusief meubelen; vervaardiging van artikelen van riet en van vlechtwerk	C
17	Vervaardiging van papier en papierwaren	C
18	Drukkerijen, reproductie van opgenomen media	C
19	Vervaardiging van cokes en van geraffineerde aardolieproducten	C
20	Vervaardiging van chemische producten	C
21	Vervaardiging van farmaceutische grondstoffen en producten	C
22	Vervaardiging van producten van rubber of kunststof	C
23	Vervaardiging van andere niet-metaalhoudende minerale producten	C
24	Vervaardiging van metalen in primaire vorm	C

25	Vervaardiging van producten van metaal, exclusief machines en apparaten	C
26	Vervaardiging van informaticaproducten en van elektronische en optische producten	C
27	Vervaardiging van elektrische apparatuur	C
28	Vervaardiging van machines, apparaten en werktuigen, n.e.g.	C
29	Vervaardiging en assemblage van motorvoertuigen, aanhangwagens en opleggers	C
30	Vervaardiging van andere transportmiddelen	C
31	Vervaardiging van meubelen	C
32	Overige industrie	C
33	Reparatie en installatie van machines en apparaten	C
35	Productie en distributie van elektriciteit, gas, stoom en gekoelde lucht	D
36	Winning, behandeling en distributie van water	E
37	Afvalwaterafvoer	E
38	Inzameling, verwerking en verwijdering van afval; terugwinning	E
39	Sanering en ander afvalbeheer	E
41	Bouw van gebouwen; ontwikkeling van bouwprojecten	F
42	Weg- en waterbouw	F
43	Gespecialiseerde bouwwerkzaamheden	F
45	Groot-en detailhandel in en onderhoud en reparatie van motorvoertuigen en motorfietsen	G
46	Groothandel en handelsbemiddeling, met uitzondering van de handel in motorvoertuigen en motorfietsen	G
47	Detailhandel, met uitzondering van de handel in auto's en motorfietsen	G
49	Vervoer te land en vervoer via pijpleidingen	H
50	Vervoer over water	H
51	Luchtvaart	H
52	Opslag en vervoerondersteunende activiteiten	H
53	Posterijen en koeriers	H
55	Verschaffen van accommodatie	I
56	Eet- en drinkgelegenheden	I
58	Uitgeverijen	J
59	Productie van films en video- en televisieprogramma's, maken van geluidsopnamen en uitgeverijen van muziekopnamen	J
60	Programmeren en uitzenden van radio- en televisieprogramma's	J
61	Telecommunicatie	J
62	Ontwerpen en programmeren van computerprogramma's, computerconsultancyactiviteiten en aanverwante activiteiten	J
63	Dienstverlenende activiteiten op het gebied van informatie	J
64	Financiële dienstverlening, exclusief verzekeringen en pensioenfondsen	K
65	Verzekeringen, herverzekeringen en pensioenfondsen, exclusief verplichte sociale verzekeringen	K
66	Ondersteunende activiteiten voor verzekeringen en pensioenfondsen	K
68	Exploitatie van en handel in onroerend goed	L
69	Rechtskundige en boekhoudkundige dienstverlening	M
70	Activiteiten van hoofdkantoren; adviesbureaus op het gebied van bedrijfsbeheer	M
71	Architecten en ingenieurs; technische testen en toetsen	M
72	Speur- en ontwikkelingswerk op wetenschappelijk gebied	M
73	Reclamewezen en marktonderzoek	M
74	Overige gespecialiseerde wetenschappelijke en technische activiteiten	M
75	Veterinaire diensten	M
77	Verhuur en lease	N
78	Terbeschikkingstelling van personeel	N
79	Reisbureaus, reisorganisatoren, reserveringsbureaus en aanverwante activiteiten	N
80	Beveiligings- en opsporingsdiensten	N
81	Diensten in verband met gebouwen; landschapsverzorging	N
82	Administratieve en ondersteunende activiteiten ten behoeve van kantoren en overige zakelijke activiteiten	N
84	Openbaar bestuur en defensie; verplichte sociale verzekeringen	Ø

85	Onderwijs	P
86	Menselijke gezondheidszorg	Q
87	Maatschappelijke dienstverlening met huisvesting	Q
88	Maatschappelijke dienstverlening zonder huisvesting	Q
90	Creatieve activiteiten, kunst en amusement	R
91	Bibliotheken, archieven, musea en overige culturele activiteiten	R
92	Loterijen en kansspelen	R
93	Sport, ontspanning en recreatie	R
94	Verenigingen	S
95	Reparatie van computers en consumentenartikelen	S
96	Overige persoonlijke diensten	S
97	Huishoudens als werkgever van huishoudelijk personeel	T
98	Niet-gedifferentieerde productie van goederen en diensten door particuliere huishoudens voor eigen gebruik	T
99	Extraterritoriale organisaties en lichamen	U

(Bron: eigen verwerking)

Bijlage 2: Enquête governance karakteristieken privaatrechtelijke NV's

- 1) Hoeveel leden telt de Raad van Bestuur?
- 2) Hoeveel *externe* leden telt de Raad van Bestuur? Externe bestuurders worden hier gedefinieerd als bestuurders die niet tot het management of de aandeelhouders behoren.
- 3) Hoeveel vrouwen zetelen er in de Raad van Bestuur?
- 4) Is de CEO van uw onderneming ook voorzitter van de Raad van Bestuur?
A: Ja
B: Nee
- 5) Hoeveel maal per jaar komt de Raad van Bestuur samen?
A: 1 D: 4
B: 2 E: > 4
C: 3
- 6) Heeft de Raad van Bestuur een auditcomité ingericht?
A: Ja
B: Nee
- 7) Indien er geen auditcomité is, zijn er bestuurders met deskundigheid in financiële-, boekhoudkundige- en auditaangelegenheden?
A: Ja
B: Nee
- 8) Worden de financiële staten van uw onderneming gecontroleerd door een bedrijfsrevisor van een Big4 kantoor?
A: Ja
B: Nee

(Bron: eigen verwerking)

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Het effect van diverse monitoringmechanismen op earnings management

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

Jaar: **2012**

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,

Cortvriendt, Joris

Datum: **28/05/2012**