

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

*Familieondernemingen en vrijwillige financiële
verslaggeving*

Promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Anke Meel

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

2011

2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

*Familieondernemingen en vrijwillige financiële
verslaggeving*

Promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Anke Meel

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

Woord Vooraf

Deze eindverhandeling vormt het sluitstuk van mijn opleiding 'Toegepaste Economische Wetenschappen: Handelsingenieur' aan de Universiteit Hasselt. Aangezien ik gekozen heb voor de major Accountancy en Financiering, sluit het onderwerp van deze masterproef hier ook bij aan. Het schrijven van een eindwerk vraagt veel inzet van zowel de student als van anderen. Daarom zou ik hier graag de opportuniteit aangrijpen om enkele personen te bedanken die mij geholpen hebben bij het uitwerken van deze masterproef.

Als eerste wil ik de belangrijkste persoon bedanken bij de totstandkoming van deze masterproef, namelijk mijn mentor Prof. Dr. R. Mercken. Graag zou ik hem bedanken voor zijn goede raad en opbouwende kritiek bij de begeleiding van dit eindwerk. Zijn tussentijdse evaluaties hebben me geholpen om te groeien doorheen dit werk. Bovendien zou ik ook graag Prof. Dr. G. Swinnen bedanken voor de nodige hulp bij de ordinale regressie. Deze regressie was compleet nieuw voor mij en dankzij zijn hulp heb ik dit toch tot een goed einde kunnen brengen.

Daarnaast heb ik ook hulp gekregen vanuit de bedrijfswereld. Hierbij zou ik graag Hugo Verbist van PwC bedanken voor de hulp en de verkregen informatie. Alsook Lieven Desmet van Trends voor het bezorgen van zijn werkbestand van familiale ondernemingen. Verder wil ik ook de bedrijven/kantoren en alle medewerkers van de diverse bedrijven/kantoren bedanken voor het invullen van de enquêtes.

Tot slot zou ik deze eindverhandeling nooit hebben kunnen schrijven zonder de hulp van mijn ouders. Zij hebben mij de kans gegeven om aan deze universiteit te studeren en hebben mij ook onvoorwaardelijk in deze keuze gesteund. Ook mijn vriend Rik Janssens zou ik graag willen bedanken voor zijn steun in de moeilijke momenten doorheen deze studentenjaren en deze masterproef.

Samenvatting

Familiebedrijven vormen een belangrijk onderdeel van de Belgische bedrijfswereld. Ongeveer 70% van alle ondernemingen in België heeft een familiaal karakter en samen zorgen ze dan ook voor 55% van het Bruto Nationaal Product. Door dit grote belang in de Belgische economie is het voor diverse partijen van belang dat ze het verschil tussen familiale en niet-familiale ondernemingen begrijpen. Zowel investeerders als financiële instellingen zijn nauw betrokken bij ondernemingen en zullen dan ook een voortdurende informatieverstrekking vereisen. Deze informatieverstrekking bevat zowel verplichte als vrijwillige componenten. Voor deze partijen is het dus interessant om te weten of familiale ondernemingen meer of minder vrijwillige verslaggeving doorvoeren ten opzichte van de niet-familiale ondernemingen. Dit kan hen helpen bij hun investeringsbeslissingen of bij het verlenen van financiële middelen. Dit idee bracht ons tot de centrale onderzoeksvraag: "Verstrekken familiale ondernemingen meer of minder vrijwillige informatie ten opzichte van hun niet-familiale tegenhangers?". Deze onderzoeksvraag en diverse deelvragen worden besproken in hoofdstuk 1 van dit werk.

Daarna gaan we dieper in op "het familiebedrijf". Een probleem dat zich onmiddellijk opwerpt, is dat er geen eenduidige definitie bestaat in de bestaande literatuur. We bespreken hier dan ook de uiteenlopende definities en de verschillende punten waarop gefocust wordt. De literatuur is het er wel over eens dat familiebedrijven van economisch belang zijn. In diverse westerse economieën is het merendeel van de ondernemingen familiaal en dragen ze allemaal aanzienlijk bij tot het Bruto Nationaal Product. Daarnaast spreken we ook over de prestaties van de familiale ondernemingen. Uiteraard zijn deze ondernemingen niet hetzelfde als een onderneming waarin familie geen rol speelt. Hierdoor gaan we in op de sterke en zwakke punten die meespelen in een familiale onderneming. Deze ondernemingen kampen vaak met andere problemen dat de niet-familiale bedrijven.

In het derde hoofdstuk bespreken we het corporate governance-kader waarbinnen ondernemingen zich bevinden. Corporate governance speelt een steeds belangrijkere rol voor ondernemingen, alsook begint de wetgeving steeds meer regels over te nemen. Hier worden verschillende theorieën besproken die de ontwikkeling van de onderneming beïnvloeden, alsook van invloed zijn op de vrijwillige verslaggeving van de ondernemingen. Eerst bespreken we de theorie van de asymmetrische informatie. Deze stelt dat insiders over meer informatie beschikken dan outsiders, waardoor er problemen ontstaan om de werkelijke waarde van een investering in te schatten. Een mogelijke oplossing voor dit probleem is (vrijwillige) verslaggeving. Daarnaast bespreken we ook de bekende agency theorie, ingedeeld in twee types. Het eerste type probleem ontstaat tussen managers en

aandeelhouders. De eigenaars spelen hier geen rol in het management, waardoor het management te veel vrijheid krijgt. Dit probleem stelt zich minder in een familiale onderneming. Het tweede type speelt echter een belangrijke rol, de spanning tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders. De meerderheidsaandeelhouder streeft hier zijn eigen doelen na en onderdrukt de minderheidsaandeelhouder. Dit gebeurt vaker in een familiale onderneming, omdat de familie de meeste macht in handen heeft. Verder wordt ook het alignment effect besproken. Dit stelt dat de belangen van managers en eigenaars in een familiale onderneming meer op één lijn liggen dan in een niet-familiale onderneming. Tot slot gaan we hier dan in op de governance in een familiebedrijf. Dit kan voorgesteld worden door het bekende drie-cirkelmodel. De onderneming wordt dan voorgesteld door drie overlappende cirkels, waarvan elke cirkel een subsysteem is van de onderneming. Deze drie systemen zijn: de familie, het bedrijf en de eigenaars.

Het vierde hoofdstuk bespreekt dan het tweede deel van het topic, namelijk de vrijwillige verslaggeving. Ook hier gaan we weer in op de definities die gehanteerd worden in de literatuur en de gekozen definitie voor dit onderzoek. Aangezien vrijwillige informatie normaal gezien de vrijgegeven informatie is die verder gaat dan wat de wetgeving aangeeft, bespreken we hier ook het wettelijk kader waarbinnen ondernemingen hun jaarverslaggeving opstellen. Hier wordt onmiddellijk aangetoond dat in de Belgische context er veel verschillende instanties meespelen bij het opstellen van het jaarrapport. Tot slot speelt ook de geloofwaardigheid een rol bij de verslaggeving van een onderneming.

Vervolgens worden in hoofdstuk 5 de motieven besproken voor vrijwillige verslaggeving. In de literatuur bestaan er een variëteit aan motieven voor vrijwillige verslaggeving. Deze zijn echter niet allemaal bruikbaar in regressies. We bespreken hier echter alle variabelen die naar voor kwamen in de literatuur die een invloed hebben op vrijwillige verslaggeving. Een belangrijk motief is het concurrentienadeel, al is dit ook een mogelijk gevolg van vrijwillige verslaggeving. Bovendien spelen ook de diverse theorieën, besproken in hoofdstuk 3, een rol bij het bepalen van de vrijwillige verslaggeving van een onderneming. Ook de belangrijkste controlevariabelen zoals grootte, winstgevendheid, schuldgraad, enz. worden hier uitvoerig besproken. Bij elke variabele wordt elke keer visueel de relatie voorgesteld met vrijwillige verslaggeving.

In hoofdstuk 6 gaan we dan over naar het begin van het empirisch onderzoek, namelijk de onderzoeksofzet. De gebruikte methode voor de dataverzameling wordt hier besproken. We werken hier met de grootste ondernemingen in België omdat deze interessanter zijn voor het onderzoek rond vrijwillige verslaggeving. Verder stellen we hier ook de hypothese op voor het verdere empirische onderzoek. Er wordt hier gesteld dat er een verschil is in vrijwillige verslaggeving tussen familiale en niet-familiale ondernemingen. De richting van de relatie

kan echter niet worden afgeleid uit de bestaande literatuur. Tot slot bespreken we hier ook de afhankelijke variabele, namelijk de vrijwillige verslaggeving. In de Belgische context is het niet eenvoudig om deze vast te leggen op één bepaalde schaal. Daarom wordt er gewerkt met drie mogelijke schalen om zoveel mogelijk informatie te kunnen verschaffen. Elke schaal geeft een verschillend beeld van de vrijwillige verslaggeving en de Belgische situatie.

Het vorige wordt dan verder uitgewerkt in hoofdstuk 7 waar we de hypothese gaan testen op basis van de drie gemaakte indelingen in vrijwillige verslaggeving. We bespreken hier echter eerst de variabelen die zullen worden opgenomen in elke regressie. Dit zijn de verschillende controlevariabelen die reeds in hoofdstuk 5 werden besproken. In tegenstelling tot hoofdstuk 5, wordt hier meer gefocust op de berekening van de variabele en de betekenis voor het onderzoek. Op basis van de drie regressiemethoden kunnen we de hypothese verwerpen. We kunnen globaal concluderen dat er geen significant verschil is tussen familiale en niet-familiale ondernemingen op basis van vrijwillige verslaggeving. Er is een indicatie dat er toch een verschil zou zijn op basis van enkele andere variabelen, maar hier kunnen we geen algemeen besluit over trekken. Al kunnen we de conclusie trekken dat de wetgeving in België al vrij uitgebreid is op basis van de opstelling van het onderzoek, zoals ondervonden werd bij de opstelling van de schalen.

In hoofdstuk 8 hebben we bedrijven en boekhoud/accountancykantoren gevraagd naar hun visie op vrijwillige verslaggeving. We stelden hier steeds vragen over zowel het jaarverslag als de vrijwillige verslaggeving. De visies van beide ondervraagden verschilden op diverse vlakken. Dit is vooral te wijten aan het feit dat boekhoud- en accountancykantoren vooral werken met kleinere bedrijven en het jaarverslag daar vaak niet wordt opgesteld. Algemeen was er verdeeldheid over het bestaan en het toepassen van vrijwillige verslaggeving.

Tot slot bevat hoofdstuk 9 nog de eindconclusies van dit onderzoek. Het onderzoek is vrij unaniem dat de nulhypothese verworpen kan worden. Familiale en niet-familiale ondernemingen zijn niet verschillend op basis van het vrijgeven van vrijwillige verslaggeving. Wanneer we kijken naar de praktijk zien we dat er geen eenduidig antwoord gevonden kan worden. De verschillende respondenten geven aan dat er zowel redenen zijn voor vrijwillige als voor geen vrijwillige verslaggeving. In België speelt vooral de uitgebreide wetgeving een rol voor de beperkte vrijwillige verslaggeving. Dit kunnen we opmerken wanneer we de resultaten vergelijken met voorgaand onderzoek van bijvoorbeeld Hong Kong, waar de wetgeving vrij beperkt is.

Inhoudsopgave

Woord Vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1: Probleemstelling	9
1.1 Praktijkprobleem.....	9
1.2 Centrale onderzoeksvraag.....	10
1.3 Deelvragen	11
Hoofdstuk 2: Familiebedrijven	13
2.1 Definities	13
2.2 Het belang van familiebedrijven	15
2.2.1 Het economisch belang van familiebedrijven	15
2.2.2 Prestaties van familiebedrijven.....	17
2.2.2.1 Sterke punten.....	18
2.2.2.2 Zwakke punten	19
Hoofdstuk 3: Corporate Governance Kader.....	21
3.1 Theorieën	21
3.1.1 Asymmetrische informatie: het lemons probleem	21
3.1.2 Agency Theorie.....	23
3.1.2.1 Type I: Agency-probleem tussen het management en de eigenaars.....	23
3.1.2.2 Type II: Agency-probleem tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders	25
3.1.3 Alignment effect.....	26
3.2 Governance in het familiebedrijf	26
Hoofdstuk 4: Vrijwillige verslaggeving	31
4.1 Definitie	31
4.2 Wettelijk kader	32
4.3 De geloofwaardigheid van financiële rapporten.....	34
Hoofdstuk 5: Motieven van vrijwillige verslaggeving.....	37
5.1 Concurrentienadeel.....	37
5.2 Informatie-asymmetrie en de agency theorie	38
5.3 Externe financiering en investeringen	39
5.4 Sector	40
5.5 Schuldgraad (leverage).....	41
5.6 Winstgevendheid	42
5.7 Grootte	43

5.8	Samenstelling raad van bestuur.....	44
5.9	Auditcomité en keuze auditor.....	47
5.10	Onafhankelijke voorzitter.....	48
5.11	Diverse factoren	49
Hoofdstuk 6: Onderzoekopzet		53
6.1	Methode.....	53
6.2	Hypothese	56
6.3	De afhankelijke variabele: Vrijwillige verslaggeving	58
Hoofdstuk 7: Empirisch onderzoek		63
7.1	Variabelen	63
7.2	Beschrijving Dataset.....	65
7.3	Logistische Regressie: Dummy-indeling.....	69
7.3.1	Model	69
7.3.2	Resultaten	70
7.3.3	Fit van het model.....	72
7.4	Regressie Indeling 2.....	74
7.4.1	Model	74
7.4.2	Resultaten	76
7.4.3	Fit van het model.....	79
7.5	Regressie Indeling 3.....	81
7.5.1	Model	81
7.5.2	Resultaten	81
7.5.3	Fit van het model.....	84
Hoofdstuk 8: Meningen uit de praktijk		87
8.1	Boekhoud- en accountancykantoren.....	87
8.2	Bedrijven dataset	92
8.3	Waarom vrijwillige verslaggeving?.....	98
Hoofdstuk 9: Slotbespreking		101
9.1	Conclusie	101
9.2	Opmerkingen.....	103

Bibliografie

Lijst van gebruikte figuren

Lijst van gebruikte tabellen

Bijlage

Hoofdstuk 1: Probleemstelling

In dit eerste inleidende hoofdstuk situeren we eerst het onderwerp en bespreken we het praktijkprobleem. Vervolgens gaan we over tot de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen die bij deze onderzoeksvraag horen.

1.1 Praktijkprobleem

De laatste jaren wint het onderzoek naar familiale ondernemingen aan belang (Vought, Baker & Smith, 2008). Dat familiebedrijven steeds belangrijker worden voor de wetenschappelijke literatuur heeft ook te maken met hun belang voor de economie. In België spelen deze ondernemingen een heel belangrijke rol, aangezien ongeveer 70% van de ondernemingen een familiaal karakter heeft en 55% van ons Bruto Nationaal Product afkomstig is van deze familieondernemingen (IFERA, 2003). Ook wereldwijd spelen deze bedrijven een grote rol, zo is het grootste bedrijf ter wereld, Walmart, een familiebedrijf.

In België zijn alle bedrijven onderworpen aan de wetgeving in verband met de financiële verslaggeving. Dit komt omdat informatieverstrekking belangrijk is voor diverse belangenpartijen. Dit zijn niet alleen investeerders of aandeelhouders, maar ook financiële instellingen of werknemers kunnen er baat bij hebben om de situatie van een onderneming goed te kunnen inschatten. Verslaggeving zorgt er op die manier voor dat de onzekerheid bij de verschillende partijen gereduceerd wordt en kan er toe bijdragen dat de kapitaalkost van de onderneming verlaagd kan worden (FASB, 2001; Botosan, 1997).

De financiële verslaggeving is een belangrijk communicatiemiddel tussen het management en de aandeelhouders en andere stakeholders. Om een basistransparantie van het bedrijf naar de buitenwereld toe te garanderen wordt deze wetgeving dus altijd verder ontwikkeld. Deze wetten dekken natuurlijk niet alle bedrijfs- of financiële informatie, waardoor er een tweede aspect ontstaat namelijk de vrijwillige verslaggeving. Deze informatie kan/mag op vrijwillige basis aan het publiek bekend gemaakt worden. Hier bestaan dus geen wetgeving of regels voor, maar dit wordt volledig door de onderneming zelf bepaald.

Door de verwevenheid van familie en onderneming vertonen familieondernemingen andere kenmerken ten opzichte van niet-familieondernemingen. Dit kan zowel op governance vlak als op vlak van resultaten, enz. (Miller, Le Breton-Miller, Lester & Canella, 2007; Jorissen, Laveren, Martens & Reheul, 2002; Le Breton-Miller & Miller, 2009). Deze verschillen zijn dan

ook te verklaren door de wederzijdse beïnvloeding van bedrijfsbelangen en familiebelangen zoals het Witboek Familiebedrijven (Ceysens, 2008) ons vertelt. Op deze manier worden er dus sterktes en zwakten van het familiebedrijf ontwikkeld.

Omwille van deze speciale relaties die aanwezig zijn bij familiebedrijven, wordt er ook anders gekeken naar de vrijwillige verslaggeving. Volgens verschillende onderzoeken, zoals bijvoorbeeld dat van Chen, Chen en Cheng (2008), bestaat er geen eenduidigheid over het feit of familieondernemingen meer of minder vrijwillige verslaggeving verstrekken. De redenen die hiervoor vaak worden aangehaald liggen dan ook in de lijn van het voorgenoemde effect van de verwevenheid tussen familie en onderneming. Minder vrijwillige verslaggeving kan er zijn doordat de familie in vele gevallen meer betrokken is bij de onderneming en ze dus meer controle kunnen uitoefenen (Fama & Jensen, 1983). Uiteraard zijn er aan alle beslissingen zowel voordelen als nadelen en kunnen er ook verschillende nadelen optreden bij het vrijgeven van extra informatie. We denken dan eerst aan het schaden van de concurrentiepositie van de onderneming (Palepu, Healy & Peek, 2010), maar bij familiebedrijven kunnen die nadelen ook op het persoonlijke vlak liggen.

Bij de recentere wetgeving rond corporate governance wordt er aandacht besteed aan deze materie. Governance heeft namelijk twee aspecten. Het eerste daarvan heeft betrekking op de aandeelhouders. Ondernemingen krijgen het advies om de aandeelhouders meer te betrekken bij de ondernemingen. Dit vooral door hen informatie te geven en hun bijdragen bij het bedrijf te laten voelen (Cursus Corporate Governance, 2011; IFC, 2008). Deze adviezen zijn uitgeschreven in codes, niet in wetgeving. Al worden deze codes wel soms omgezet in wetgeving, bv. art 520 bis. In België hebben we zelfs twee codes. Een code voor de beursgenoteerde ondernemingen (Belgische Corporate Governance Code 2009), waaronder uiteraard ook de grote familiale spelers zoals Colruyt vallen. Verder bestaat er ook een code voor de kleinere niet-beursgenoteerde ondernemingen en de familiebedrijven (code Buysse). Dit omdat de groep familiebedrijven voor een groot stuk uit kleinere bedrijven bestaan. Zoals eerder aangehaald verschillen familiale ondernemingen van hun niet-familiale tegenhangers, ook op het vlak van corporate governance. Dit kan uiteraard samenhangen met het al dan niet verstrekken van vrijwillige informatie.

1.2 Centrale onderzoeksvraag

Door de huidige interesse in familiebedrijven en de voortdurende nood aan relevante informatie voor de verschillende stakeholders van de onderneming, kan deze masterproef bijdragen tot de huidige literatuur rond familiebedrijven. Deze combinatie werd in België nog niet onderzocht en kan dus eventueel vernieuwende resultaten meebrengen. We gaan in dit

onderzoek zowel kwantitatief als kwalitatief werken. We zullen hier op zoek gaan naar de volgende centrale onderzoeksvraag:

“Verstrekken familiale ondernemingen meer of minder vrijwillige informatie ten opzichte van hun niet-familiale tegenhangers?”

Uit de voorbereidende literatuur kwam duidelijk naar boven dat er onenigheid bestaat over het feit waarom een familiale onderneming vrijwillige verslaggeving zou verstrekken. We proberen daarom hier duidelijk uit te zoeken of een familiale onderneming dit op een verschillende wijze doet dan een niet-familiale onderneming. Voor deze mogelijke verschillen zijn dan ook diverse redenen mogelijk en elke onderneming zal dit dan ook anders ervaren. Het uiteindelijke onderzoek draait dus om het feit of er werkelijk een relatie bestaat tussen familiale ondernemingen en vrijwillige verslaggeving.

Op basis van bepaalde deelvragen kunnen we het onderzoek naar deze centrale onderzoeksvraag dan verder ondersteunen, om uiteindelijk tot een conclusie te komen. We kunnen bij deze onderzoeksvraag al bepaalde punten uit de literatuur halen die een rol kunnen spelen voor familiale ondernemingen. We mogen hier zeker nooit vergeten dat het onderzoek specifiek gericht wordt op familiale ondernemingen en we dus in hun belang moeten denken bij het bekijken van factoren. Hierdoor kan het zijn dat bepaalde factoren uitgesloten kunnen worden of andere net belangrijker ogen in relatie met de vrijwillige verslaggeving.

1.3 Deelvragen

Het is vanzelfsprekend dat we enkele deelvragen moeten formuleren om beter een antwoord te vinden op de centrale onderzoeksvraag. De volgende deelvragen kunnen bij de centrale onderzoeksvraag gesteld worden:

- Wat maakt familiebedrijven verschillend van niet-familiebedrijven?
- Zijn familiebedrijven belangrijk voor de Belgische economie?
- Wat kunnen we verstaan onder vrijwillige verslaggeving?
- Hoe kunnen we corporate governance linken aan verslaggeving?
- Welke voor- en nadelen ondervinden ondernemingen door het verstrekken van extra informatie bovenop de wettelijk verplichte?
- Welke factoren bepalen of een onderneming al dan niet vrijwillig additionele informatie zal verstrekken?
- Hoe ervaren ondernemingen de wetgeving rond (financiële) verslaggeving?
- Hoe wordt er in de praktijk gedacht over vrijwillige verslaggeving?

Hoofdstuk 2: Familiebedrijven

In dit hoofdstuk gaan we uitzoeken wat nu een familiale onderneming is en welke definities er in de praktijk gebruikt worden. Daarbij gaan we zelf ook een definitie bepalen die we in het verdere verloop van dit onderzoek gaan hanteren. Verder gaan we in sectie 2.2 in op het belang van familiebedrijven in België en in de wereld. Hierbij bespreken we specifiek het economische belang van deze ondernemingen en de prestaties. Bovendien gaan we ook de sterktes en de zwaktes van familiale ondernemingen bekijken om op die manier meer inzicht te krijgen in welke factoren er extra meespelen.

2.1 Definities

In de wetenschappelijke literatuur circuleren er verschillende definities van wat een familiebedrijf nu werkelijk is. Tot op heden ontbreekt nog steeds een eenduidig criterium waardoor we familiebedrijven van niet-familiebedrijven zouden kunnen onderscheiden. De keuze van definitie heeft natuurlijk wel gevolgen voor het bepalen van de bedrijven die we gaan onderzoeken. De meeste definities verschillen echter slechts op kleine punten. Het onderscheid kan nochtans van belang zijn, aangezien diverse onderzoeken bewezen hebben dat de verscheidenheid aan definities tot verschillende resultaten kan leiden (Miller et al., 2007). Bijgevolg zullen we hier een overzicht geven van welke definities er gebruikt worden in de literatuur en welke wij in dit onderzoek gebruiken.

In verschillende onderzoeken (Chrisman, Chua & Sharma, 2005; Miller et al., 2007; Le Breton-Miller & Miller, 2009; Chua, Chrisman & Sharma, 1999) wordt er aangehaald dat er problemen zijn rond het vinden van een universele definitie. Ze geven aan waar de tegenstrijdigheden zich bevinden. In het artikel van Miller et al. (2007) wordt er een overzicht gegeven van de verschillende definities die de onderzoekers zijn tegengekomen tijdens hun onderzoek. Hier wordt ook duidelijk bij aangeduid op welke regio/land het onderzoek betrekking had, omdat dat eventueel ook discrepanties kan verklaren. Deze opijsting gebeurt ook in het artikel van Chua et al. (1999), maar hier gaat het eerder over iets oudere literatuur. Uiteraard verschillen de definities ook naargelang de opzet van het onderzoek. Als er vergeleken wordt tussen verschillende soorten organisaties kan het van belang zijn dat er ook opdelingen worden gemaakt binnen familiale ondernemingen (Van Den Berghe & Carchon, 2002).

In het artikel van Chen et al. (2008: 499) worden familiale ondernemingen als volgt omschreven: "... a firm where members of the founding family continue to hold positions in top management, are on the board, or are blockholders of the company." Daarna vermelden ze dat familiale ondernemingen dus gekenmerkt worden door het eigenaarschap van de familie en de familieleden die zich actief mengen in het management van de organisatie. Hier wordt dus niet gekeken naar het percentage aandelen dat de familie in handen heeft, maar eerder naar de betrokkenheid van de familie bij de leiding van de onderneming zelf. Dit is een eerste aspect dat in verscheidene definities aan bod komt. Ook Ali, Chen en Radhakrishnan (2007: 238) werken op dit aspect in hun gehanteerde definitie. Zij beperken zich tot volgende omschrijving: "Firms that are managed or controlled by founding families."

Een kleine aftakking van de vorige stroming wordt gebruikt door Yasser (2011). Hij spreekt niet alleen over het eigenaarschap en de controle, maar ook over de "drastische" beïnvloeding die de familie heeft. Daarnaast verwijst hij naar een significante dominante positie in het eigen vermogen van het bedrijf. Nog steeds blijft de definitie vrij vaag. We spreken niet over een bepaalde afkappingsgrens voor het aantal aandelen, maar slechts over een dominante positie. Bij de tekst van Miller en Le Breton-Miller (2006: 74) wordt er gekeken naar een percentage van de totale stemmen op de algemene vergadering. Ze spreken hier over één of meerdere familieleden die samen tenminste 20% van de totale stemmen beheren. Ook het governance handbook van het IFC (2008) kijkt naar het aantal stemmen, waarbij de meerderheid als grens gehanteerd wordt.

Voorts kijken we naar twee onderzoeken gaande over de Vlaamse familiebedrijven. Bij Jorissen et al. (2002: 1) werken ze als volgt: "... the firms that perceive themselves as family firms, and in which a family possesses the majority of the shares.". Hier krijgen we nog een extra aspect namelijk de zelfperceptie van de onderneming. Bij het onderzoek van Van Den Berghe en Carchon (2002) werken ze met drie criteria waar ten minste een van moet worden bereikt. Ze spreken hier over aandelenpercentage, beslissende invloed en/of zittende in het management. Deze laatste definitie sluit dicht aan bij deze van het Witboek Familiebedrijven (Ceysens, 2008) waar ze de variant van de Europese Unie gebruiken.

We verkiezen de definitie die op Europees niveau geldt voor de aangesloten leden van de European Group of Owner Managed Business and Family Enterprises. Deze definitie wordt ook gehanteerd door het Instituut voor het Familiebedrijf in België. De definitie (EFB, 2009) omvat de volgende elementen:

- Een onderneming wordt beschouwd als een familiebedrijf als de meerderheid van het stemrecht op de algemene vergadering in handen is van de oprichter of de eigenaar van de onderneming en diens familie. Dit hoeft geen rechtstreeks stemrecht te zijn.

De familie mag dit ook uitoefenen via stichtingen of holdings die door haar gecontroleerd worden. Bij beursgenoteerde ondernemingen gaan we er van uit dat 25% van de stemkracht voldoende is. Doordat het aandelenbezit meer verspreid is, geeft deze drempel normaal gezien een feitelijke meerderheid.

- Langs de andere kant wenst men ook minstens één vertegenwoordiger van de familie die actief is in het management of het bestuur van de onderneming.

2.2 Het belang van familiebedrijven

2.2.1 Het economisch belang van familiebedrijven

Omdat er in de wetenschappelijke literatuur, zoals vermeld in sectie 2.1, geen consensus over de exacte definitie van familiale ondernemingen bestaat is het natuurlijk ook moeilijk te bepalen welke bedrijven er nu juist tot deze categorie behoren, en wat het economisch belang is. Deze problemen werden ook aangehaald in het artikel van Shanker en Astrachan (1996). Zij verklaren dat de meeste cijfers schattingen zijn die meestal niet door onderzoek worden bevestigd.

Dit werd ook beaamd door de onderzoekorganisatie International Family Enterprise Research Academy (IFERA, 2003). Zij bevestigen dat er geen statistieken volledig genoeg zijn om de aanwezigheid van familiebedrijven over de hele wereld in kaart te brengen. Zij deden een onderzoek in 45 landen naar het belang van familieondernemingen in 2003. Volgens deze studie zijn in België 70% van de ondernemingen in familiale handen. Er wordt hier echter niet vermeld welke definitie er juist gekozen is. Daarnaast hebben we de tekst van Van Den Berghe en Carchon (2002) waar ze spreken over 79%, maar dit zijn wel cijfers van 1997. Hier werd er wel een duidelijke definitie vermeld, zoals eerder aangehaald.

Tot slot verwijzen we nog naar een studie van Deloitte (2011), namelijk het KMO-kompas. Zij hanteren een waarde van 84% als familiebedrijf. Ook hier wordt er weer een definitie aangegeven: meer dan de helft van de aandelen is in het bezit van de familie en meer dan de helft van de bestuurders maakt deel uit van diezelfde familie. We zien hier weer duidelijk de aspecten van inspraak in het management en het aandelenbezit.

Tabel 1: Percentage familiebedrijven ten opzichte van het totaal aantal ondernemingen in een land/werelddeel

<u>Land of Werelddeel</u>	<u>% van totaal ondernemingen</u>
Duitsland	60%
Frankrijk	60%
België	70%
Groot-Brittannië	70%
Portugal	70%
Nederland	74%
Spanje	75%
Zweden	79%
Cyprus	80%
Finland	80%
Griekenland	80%
Italië	93%
VSA	95%

Bron: IFERA (2003), Witboek Familiebedrijven (Ceysens, 2008)

In hetzelfde artikel van IFERA (2003) wordt er ook gesproken over hoeveel deze bedrijven bijdragen aan het Bruto Nationaal Product (BNP). Zij stellen dat de bijdrage ongeveer 10-30% lager is dan het procentueel aantal familiebedrijven. Natuurlijk is er in sommige landen een groter verschil zoals bijvoorbeeld de Verenigde Staten waar er zelfs een verschil van 50% wordt gemeten. In België zitten we met een kleiner verschil, slechts 15%. Dit betekent dat onze familiale ondernemingen 55% van het BNP verwezenlijken.

Tabel 2: Bijdrage van de familiebedrijven tot het BNP

<u>Land</u>	<u>Bijdrage tot BNP</u>
Finland	40-45%
Nederland	54%
België	55%
Duitsland	55%
Frankrijk	60%
Portugal	60%
Spanje	65%
VSA	40%

Bron: IFERA(2003), Witboek Familiebedrijven (Ceysens, 2008)

Aangezien een groot deel van de ondernemingen een familiale achtergrond heeft is er ook een aanzienlijk aandeel in de creatie van werkgelegenheid. In België zijn meer mensen tewerkgesteld in een familiebedrijf dan in een niet-familiebedrijf (Ceysens, 2008). Deze situatie is vergelijkbaar met deze in andere Europese landen.

Tabel 3:Percentage tewerkstelling in familiebedrijven van de totale tewerkstelling

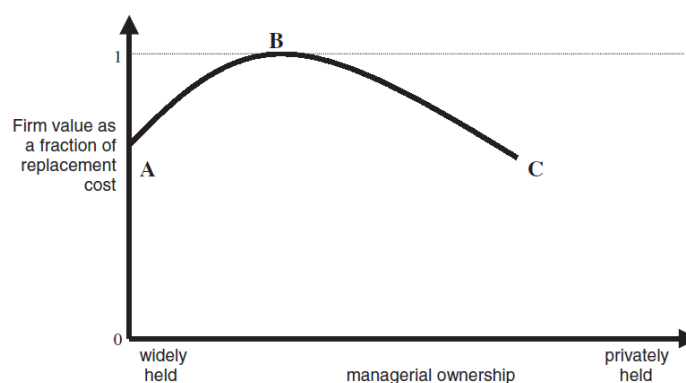
Aantal werknemers	Percentage van de totale tewerkstelling
1-100	70%
100-500	45%
>500	35%

Bron: *Witboek Familiebedrijven (Ceysens, 2008)*

In België hebben we natuurlijk ook enkele grote spelers. Dit stemt overeen met de situatie op wereldvlak, aangezien sommige van de grootste bedrijven ter wereld ook familiebedrijven zijn. We denken hier aan WalMart, Toyota, Ford, L'Oréal. Als we dan eerder kijken naar de Belgische bedrijven denken we aan Colruyt, InBev, Vandemoortele, AvH, Mestdagh, etc..

2.2.2 Prestaties van familiebedrijven

Anderson, Mansi en Reeb (2003) stellen dat de wensen van het management en de aandeelhouders meer bij elkaar aansluiten als het managerial/family ownership (management eigendom) stijgt, waardoor de prestaties van het bedrijf zullen verbeteren. Morck en Yeung (2003) merken wel op dat als de eigenaarschapsconcentratie blijft stijgen, hun belangen steeds meer zullen afwijken van deze van de andere aandeelhouders. Dit leidt dan tot andere agency problemen, waardoor de performantie van de organisatie kan dalen (fig. 1).



Figuur 1: Waarde van een bedrijf bij stijgend managerial/family ownership

Bron: *Morck & Yeung (2003)*

Anderson en Reeb (2003) hebben net als Miller et al. (2007) onderzocht of familiebedrijven beter presteren. Miller et al. (2007) kwamen tot de bevinding dat de conclusie afhangt van de gekozen definitie van een familiebedrijf. Vooral bij bedrijven met grote persoonlijke eigenaars, waarvan er geen andere familieleden geassocieerd worden met het bedrijf, kan er geconcludeerd worden dat deze beter presteren. Anderson en Reeb (2003) stellen dat familiebedrijven op zijn minst even goed presteren als niet-familiebedrijven en op het vlak van bepaalde maatstaven (bv. ROA) beter scoren. In Vlaanderen hebben Jorissen et al. (2002) op basis van een gelijke steekproef (familie- en niet-familiebedrijven) vastgesteld dat op basis van de ROA en de ROS, familiebedrijven beter presteren. Ook Lievens (2002) bevestigt deze resultaten.

Deze verschillende prestaties kunnen samenhangen met typische sterke en zwakke punten van familiebedrijven. In het Witboek Familiebedrijven (Ceysens, 2008) werd een SWOT-analyse van het familiebedrijf uitgevoerd. Hieronder worden de belangrijkste punten, die in meerdere artikels voorkomen, kort aangehaald.

2.2.2.1 Sterke punten

Anderson et al. (2003) en Anderson en Reeb (2003) geven aan dat de familie wenst om de onderneming door te geven naar volgende generaties toe, waardoor ze extra geïnteresseerd is in de reputatie van de onderneming. Ze hechten meer belang aan de waarde van de onderneming en daarbij de voortzetting van het bedrijf. Hierdoor zullen ze zich minder richten op het op korte termijn maximaliseren van hun rijkdom. Deze gerichtheid op de overdracht van de organisatie brengt nog andere voordelen mee. Familiebedrijven zijn lerende ondernemingen, waarin vaak van jongs af aan de opvolgers mee in de onderneming worden gebracht, betrokken bij het reilen en zeilen van de organisatie. Dit zorgt er voor dat er een goede kennis ontstaat over zowel het bedrijf als de producten en de klanten (Lievens, 2010; IFC, 2008). Er wordt ook gedacht aan het welzijn van de volgende generaties. Volgens Anderson en Reeb (2003) zijn deze bedrijven bereid om te investeren in projecten van langere duur ten opzichte van de korte termijninvesteringen van onafhankelijke managers. Dit zorgt er voor dat er minder kortzichtigheid is van het management waardoor de kans kleiner is dat er goede investeringen aan de kant worden geschoven om zo de huidige winsten te verhogen. Dit wordt ook bevestigd in het artikel van Kwak (2003) dat wijst op slimme investeringsbeslissingen. Zij wijst ook op het feit dat ze meer op kwaliteit focussen omdat de familie zich sterk associeert met de onderneming. Dit alles heeft dus versterkende effecten op de prestaties van de onderneming.

De langere tijdshorizon heeft ook een ander gevolg. Familiebedrijven kunnen eenvoudiger netwerken uitbouwen met zowel klanten, leveranciers als distributeurs. In andere bedrijven

wisselen managers vaker op een vrij continue basis waardoor het opbouwen van relaties moeilijker verloopt omdat er steeds een andere contactpersoon is met andere plannen. Deze netwerken worden ook ondersteund door de reputatie die de familie en de onderneming opbouwen door de jaren heen (Anderson & Reeb, 2003). Lievens (2010) wijst erop dat deze relaties vaak doorgegeven worden van vader op zoon. De familienaam kan dan ook vele deuren openen door de reputatie die er aan gekoppeld wordt via de onderneming. Deze twee zaken worden ook nog eens bevestigd door het onderzoek van de IFC (2008). Carney (2005) verwijst indirect naar deze punten. Hij spreekt over spaarzaamheid en personaliteit. Hij doelt er mee op het feit dat ze beslissingen beter overwegen omdat het over hun persoonlijk vermogen gaat. Daarnaast wijst hij met de personaliteit op de structuur die veel opener is in deze ondernemingen en ook op de reputatie die samenhangt met de familienaam.

Een bijkomend voordeel van het lange termijnidee is de lagere kost van schuldfinanciering die de onderneming kan bekomen. Kapitaalverschaffers zijn bereid om een lagere vergoeding te vragen bij de financiering van hun schulden door de lange termijnvisie en de continuïteit van familiebedrijven, waarbij de welvaart van de familie nauw verbonden is met deze van de onderneming (Anderson en Reeb, 2003).

2.2.2.2 Zwakke punten

Uiteraard zijn er ook nadelen verbonden aan de verwevenheid van familie en onderneming, die de performantie van de onderneming kunnen verminderen. Volgens IFC (2008) alsook Shleifer en Vishy (1997) zorgt de verhoogde complexiteit in de familiale ondernemingen voor extra problemen doordat familieleden verschillende rollen spelen in hun organisatie. Dit kan er toe leiden dat de voorkeuren van de familieleden niet op elkaar aansluiten, wat wel eens aanzet kan geven tot interne discussies.

Daarnaast kiezen familiale ondernemingen vaak een familielid als CEO of plaatsen zij deze familieleden in andere leidinggevende functies. Soms zijn deze mensen niet bekwaam of ondergekwalficeerd (Shleifer & Vishy, 1997; Lee, 2004; Anderson et al., 2003). Carney (2005) bespreekt dit punt in de zin van 'particularism'. Hij geeft aan dat dit tot verschillende problemen kan leiden, maar eventueel ook kan zorgen voor extra controle op het management. Vaak kiezen ze ook iemand net omdat ze expertise hebben en ze toch nog steeds kunnen ingrijpen. Ali et al. (2007) wijzen er dan weer op dat ze familieleden verkiezen omdat ze proactiever zijn en meer de collectieve wens hebben om een eenheid te blijven vormen en om hun vermogen vrij te stellen.

Tot slot hebben familiebedrijven vaak problemen met opvolging. Uit onderzoek van Miller en Le Breton-Miller (2006) blijkt dat er minder dan twee derde van de familiebedrijven na de tweede generatie nog in handen is van deze familie. Er is wel de wens om de onderneming door te geven naar de volgende generaties en om de waarde van de onderneming te behouden, maar in realiteit wordt dit doel vaak niet bereikt. Ook het Witboek Familiebedrijven (Ceysens, 2008) behandelt de problematiek van de continuïteit in deze familiale ondernemingen. Yasser (2011) vermeldt dan weer dat zo'n 95% niet overleeft tot de derde generatie.

Hoofdstuk 3: Corporate Governance Kader

Corporate governance is niet alleen belangrijk voor ondernemingen in het algemeen, maar zeker ook voor familiale ondernemingen. Alsook geeft het aanzet tot betere communicatie met aandeelhouders en andere belangenpartijen. In enkele onderzoeken werd aangeduid dat corporate governance goed kan zijn voor de prestaties. Er bestaat nog wel enige twijfel over, maar bepaalde onderzoeken zijn toch tot deze conclusie gekomen. Yasser (2011) beschrijft dat als er slechts een kleine stijging is in de toepassing van governance dat dit direct tot een hogere marktwaarde kan leiden voor de onderneming. Klein, Shapiro en Young (2005) vinden dat de impact van corporate governance op de performantie van een onderneming varieert naargelang de categorie van eigendom en daarbij ook welke governancepraktijk er wordt gemeten.

In dit hoofdstuk leggen we eerst enkele theorieën uit die van belang zijn om bepaalde factoren of gevolgen van de verslaggeving te duiden, namelijk de asymmetrische informatie en de agency theorie. Daarna lichten we in sectie 3.2 de governancepraktijken in een familiebedrijf nog verder toe.

3.1 Theorieën

3.1.1 Asymmetrische informatie: het lemons probleem

'Asymmetrische informatie' wordt in de literatuur uitgelegd door het 'lemons' probleem. De problematiek van informatiesignalering kunnen we kaderen in de ruimere context van de asymmetrische informatie. Anders gezegd een situatie waarbij de insiders van een onderneming over meer informatie beschikken dan de outsiders (Laveren, Engelen, Limère & Vandemaele, 2004). Dit probleem werd voor het eerst uitgewerkt in een theorie voor de markt van tweedehandswagens door Akerlof (1970). Potentiële kopers zijn niet in staat om een onderscheid te kunnen maken tussen de goede, kwaliteitsvolle wagens en de slechtere wagens (de lemons) waardoor er een mogelijke 'market breakdown' kan ontstaan in de kapitaalmarkt (Healy & Palepu, 2001).

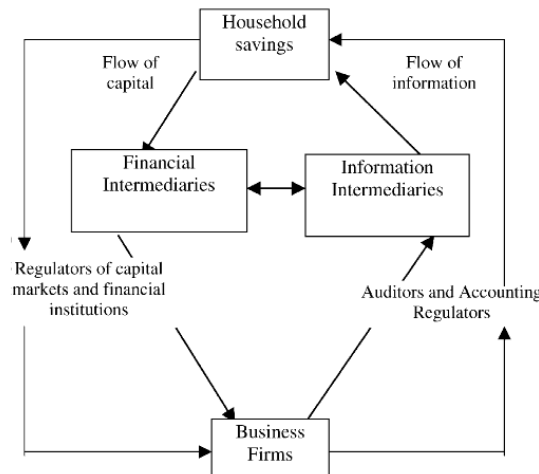
De theorie gaat als volgt. We werken de theorie hier reeds uit in termen van investeringen om de link zo eenvoudiger te kunnen maken. We veronderstellen een situatie waarbij de helft van de investeringen 'goed' zijn en de andere helft 'slecht'. Zowel investeerders als managers zijn rationeel en waarderen investeringen hoofdzakelijk op basis van hun eigen

informatie. Als deze investeerders geen onderscheid kunnen maken tussen de twee types van investeringen, dan zullen de managers met de 'slechtere' ideeën proberen te beweren dat hun ideeën net zo goed zijn als de 'goede' investeringen. De investeerders realiseren zich dan deze mogelijkheid, waardoor ze zowel de goede als de slechte investeringen op een gemiddeld niveau gaan waarderen. Hierdoor worden de investeringen van een in principe betere kwaliteit benadeeld omdat de investeerders slechts bereid zijn om een gemiddelde prijs te geven aan die investeringen. Uiteindelijk kan dit zelfs zo ver gaan dat goede investeringen van de markt verdwijnen en er steeds meer slechtere komen omdat deze een hogere prijs krijgen dan hun echte waarde. Om deze problematiek op te lossen, zouden de verkopers een signaal moeten kunnen geven waaruit de kwaliteit van de investeringen tot uiting kan komen. Dit moet echter een signaal zijn dat de managers van de slechtere investeringen niet kunnen kopiëren (Akerlof, 1970; Healy & Palepu, 2001; Laveren et al., 2004).

Managers hebben dus een informatievoordeel ten opzichte van de investeerders. Dit komt omdat ze ook aangenomen worden door hun expertise in het managen van investeringen en van de strategieën van de organisatie. Ze verkrijgen deze kennis door opleidingen, werkervaring, maar ook omdat ze dichter bij de informatie staan. Het is daarom vanzelfsprekend dat ze ook beter de huidige positie van de onderneming kunnen inschatten en daarbij ook betere toekomstvoorspellingen kunnen maken (Healy & Palepu, 1993).

Er zijn uiteraard verschillende oplossingen voor het probleem. Dit zijn bijvoorbeeld optimale contacten tussen managers en investeerders waardoor er voldoende informatie moet worden vrijgegeven. Een andere oplossing kan gegeven worden door de wetgeving die vereist dat managers bepaalde informatie vrijgeven. En tot slot worden er ook externe partijen aangeduid voor het verwerven van extra informatie voor de investeerders, zoals financiële analisten en rating agencies (Healy & Palepu, 2001). De gevolgen van dit probleem voor vrijwillige verslaggeving komen later aan bod.

Informatie kan dus op verschillende manieren naar investeerders lopen, zoals aangegeven in figuur 3. Langs de linkerkant van de figuur is er de kapitaalstroom. Deze kan direct van investeerders naar de onderneming lopen of via financiële intermediairs zoals banken, kapitaalfondsen en verzekeringsbedrijven. Aan de rechterkant van de figuur zit de informatiestroom. Ook deze kan weer direct verlopen en dat is dan via financiële rapporten of persberichten. Uiteraard kan deze ook weer indirect via intermediairs zoals financiële analisten (Healy & Palepu, 2001; Palepu, Healy, & Peek, 2010).



Figuur 2: Kapitaal- en informatiestromen

Bron: Healy en Palepu (2001)

3.1.2 Agency Theorie

Een tweede theorie is de agency theorie. Er zijn twee types van agency problemen. Deze kunnen eigenlijk ingedeeld worden naar gelang eigendomsstructuur, namelijk verspreid en geconcentreerd (controleerende aandeelhouder) eigenaarschap. Het eerste type is bij de scheiding van eigendom en management. We spreken dan ook van managementopportunisme of het 'misalignment' effect. Daartegenover staat het tweede type dat aanwezig is tussen controleerende en niet-controleerende aandeelhouders. Hier spreken we dan weer van eigenaarsopportunisme of het entrenchment effect (Wan-Hussin, 2009; Ali et al., 2007). Agency problemen ontstaan omdat spaarders die investeren in een onderneming normaal niet van plan zijn om een actieve rol te spelen in het management. Daarom wordt de verantwoordelijkheid overgedragen aan de ondernemer (Healy & Palepu, 2001). Deze agency relatie wordt beschreven door Jensen & Meckling (1976) als volgt: "De principaal (aandeelhouders) sluit een overeenkomst met een agent (manager) om een dienst uit te voeren in hun voordeel. Om deze functie goed te kunnen uitvoeren, geven de aandeelhouders een recht op besluitvorming aan hen."

3.1.2.1 Type I: Agency probleem tussen het management en de eigenaars

Dit agency probleem ontstaat, zoals eerder gezegd, wanneer er een scheiding is van eigendom en management, waar de aandeelhouders die investeren geen actieve rol willen spelen in het management (Healy & Palepu, 2001). Het probleem ontwikkelt zich dan wanneer de belangen van beide partijen niet overeenstemmen en wanneer er asymmetrische

informatie is (Jensen & Meckling, 1976). De managers hebben dan de neiging om af te wijken van de belangen van de aandeelhouders waardoor ze beslissingen nemen die hun eigen vermogen maximaliseren en niet dat van de aandeelhouders (Lim, Matolcsy & Chow, 2007; Miller & Le Breton-Miller, 2006).

We spreken hier ook van managementopportunisme omdat ze de neiging hebben om investerings- en financieringsbeslissingen te nemen die veel voordeliger zijn voor zichzelf, of zelfs spijbelen, etc. (Wan-Hussin, 2009). Ook de term misalignment kan gebruikt worden, omdat de verschillende belangen niet gebundeld worden. Er is namelijk geen rechte lijn of geen verbond waarin managers en aandeelhouders samen dezelfde doelen nastreven.

Dit eerste type komt veel minder voor bij familiale ondernemingen. Er zijn dan ook verschillende karakteristieken van deze bedrijven die de waarschijnlijkheid dat de managers niet in het belang van de aandeelhouders handelen, verminderen. Ten eerste omdat families meestal een geconcentreerde positie in het vermogen van de onderneming aanhouden. Ze hebben dus een sterke neiging en positie om het management te controleren. Ten tweede hebben ze een goede kennis over de onderneming, waardoor ze ook gemakkelijker toezicht kunnen houden op het management (Anderson & Reeb, 2003). Tot slot hebben ze een langere investeringshorizon ten opzichte van andere aandeelhouders. Hierdoor kunnen ze kortzichtige beslissingen van de managers beperken (Kwak, 2003). Samengevat kunnen we stellen dat familiale ondernemingen minder problemen hebben met verborgen acties of verborgen informatie omwille van de scheiding van eigendom en management (Ali et al., 2007).

Om deze problemen op te lossen zullen er agency kosten worden aangegaan om het verschil in belang tussen managers en aandeelhouders te verkleinen (Jensen & Meckling, 1976). Deze kosten ontstaan omdat er extra controle op het management moet worden uitgevoerd, maar ook de verliezen ten gevolge van het 'foutief' handelen van het management worden hier onder gerekend. Deze kosten kunnen worden verlaagd door verschillende initiatieven. Fama en Jensen (1983) beweren zelfs dat deze kosten tot een minimum kunnen worden herleid. Dit kan enkel als de belangen en doelen van de eigenaars zo dicht mogelijk bij elkaar worden gebracht en er dus een alignment ontstaat. Dit is ook weer een reden waarom de kosten vanuit type I gezien lager zullen zijn voor familiebedrijven. Het is immers zo dat in deze ondernemingen de eigenaars vaak dezelfde doelen voor ogen houden als de managers (Miller & Le Breton-Miller, 2006; Ali et al., 2007). Depoers (2000) en Ang, Cole en Lin (2000) vullen deze redenering aan door te stellen dat hoe groter de spreiding van aandelen is, hoe groter de scheiding tussen eigendom en bestuur zal zijn en hoe hoger de daaruit resulterende kosten zullen zijn.

Schulze, Lubatkin, Dino en Buchholtz (2001) wijzen er op dat de agency kosten lager zullen zijn, maar dat familiebedrijven nooit de volledige agency kosten van eigenaarschap kunnen elimineren. Er kunnen uiteraard andere redenen zijn waarom er agency kosten worden opgelopen bij familiaal eigendom van een onderneming. Dit kan bijvoorbeeld zijn door altruïsme in het bedrijf dat er voor zorgt dat familieleden elkaar gaan controleren.

3.1.2.2 Type II: Agency probleem tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders

Type II is een meer voorkomende vorm in familiale ondernemingen. Deze vorm ontstaat wanneer eigenaar-managers zo dominant en bestendig worden in de onderneming dat ze de minderheidsaandeelhouders onderdrukken (Morck & Yeung, 2003; Shleifer & Vishny, 1997). De familiale macht gaat dan op zoek naar persoonlijke voordelen. Dit kunnen ze doen door met verbonden partijen transactie te voeren, door minderheidsaandeelhouders te beperken of door management entrenchment (Anderson & Reeb, 2003; Shleifer & Vishny, 1997; Ali et al., 2007).

Hier spreken we ook van eigenaarsopportunisten wanneer de eigenaar-managers zich inlaten met transacties die zichzelf bevoordelen ten koste van de minderheidsaandeelhouders. Ook kan hier het probleem van nepotisme optreden, door familieleden aan te werven die niet de juiste competenties hebben (Schulze et al., 2001). Een andere term is ook nog het entrenchmenteffect. Dit wordt onderzocht door Wang (2006). Hij stelt ook dat het een mogelijk gevolg is dat er meer informatieasymmetrie zal zijn tussen de familie en de andere aandeelhouders.

In België geldt er wel een bescherming van de minderheidsaandeelhouders, zoals aangegeven in het Wetboek van Vennootschappen. Door deze extra bescherming op wettelijke basis zal dit agency probleem al deels worden opgelost en zullen de agency kosten hiervan ook dalen.

Het verschil in agency kosten tussen familiale en niet-familiale ondernemingen verschilt naargelang het type probleem dat er bestaat. De verschillen zijn veel groter wanneer het gaat over het type I-probleem dan over type II. Algemeen kan er gesteld worden dat ze minder agency problemen ervaren dan de niet-familiebedrijven (Ali et al., 2007). Dit wijst er ook weer op dat familiebedrijven een specifieke structuur hebben met hun eigen sterktes en zwaktes, waardoor zij situaties heel anders kunnen ervaren dan niet-familiebedrijven zoals al eerder aangehaald.

3.1.3 Alignment effect

Tot slot bespreken we nog kort het alignment effect. Dit effect staat tegenover de andere twee theorieën, aangezien deze theorie spreekt over minder problemen en betere aansluiting van belangen. Het alignment effect impliceert dat geconcentreerd eigenaarschap een grotere controle creëert door de controlerende eigenaars, wat suggereert dat controlerende families bedrijven effectiever controleren (Shleifer & Vishny, 1997). Deze theorie stelt dat familiebedrijven zich minder snel zullen inlaten met opportunistisch gedrag omdat het de reputatie van de onderneming zou kunnen schaden, alsook het vermogen van de familie en de lange termijnperformantie (Wang, 2006). Deze punten werden ook al aangehaald bij de sterke punten van een familiebedrijf (sectie 2.2.2.1). We stellen hier dat de belangen van zowel de familie als de andere aandeelhouders meer op één lijn zijn gebracht en dat ze dus meer een verbond vormen. Dit omwille van de grote hoeveelheid aandelen die de familie in handen heeft. Verder speelt hun langere aanwezigheid in de onderneming ook een rol. Daarom stelt het alignment effect dat families minder geneigd zijn om het vermogen van de minderheidsaandeelhouder te benadelen. Doordat het vermogen van de familie zo sterk verbonden is met het vermogen van de onderneming, zullen ze meer controle uitvoeren op werknemers. Ze zullen echter ook proberen om een sterke loyaliteit te bekomen van deze werknemers (Wang, 2006; Anderson & Reeb, 2003).

Miller en le Breton-Miller (2006) en le Breton-Miller en Miller (2009) spreken dan weer over stewardship. Dit kan ook ondergebracht worden bij het alignment effect. De stewardship theorie stelt namelijk dat veel managers of leiders streven naar hogere doelen in hun job en dat ze niet enkel uit eigen belang handelen, maar dat ze vaak met altruïsme reageren in het belang van de organisatie en zijn stakeholders. Ze willen hier meewerken aan het collectieve welzijn van de organisatie. Ze stellen dan ook dat deze zaken zeker naar voor zullen komen bij familiale ondernemingen. De reden hiervoor ligt in de emotionele band die de familieleden hebben met de onderneming.

3.2 Governance in het familiebedrijf

Volgens het family business governance handbook van de IFC (2008) is corporate governance: "... refers to the structures and processes for the direction and control of companies. Corporate Governance concerns the relationships among the management, board of directors, controlling shareholders, minority shareholders, and other stakeholders...". Deze definitie focust dus op drie elementen. Namelijk de leiding verwijst naar alle beslissingen die genomen moeten worden voor de algemene strategische richting van de onderneming.

Daarnaast wijst de controle op alle acties die nodig zijn om het management te controleren en de implementatie van de strategische beslissingen op te volgen. Tot slot duiden de relaties op de interacties met aandeelhouders, de raad van bestuur en de verschillende managers.

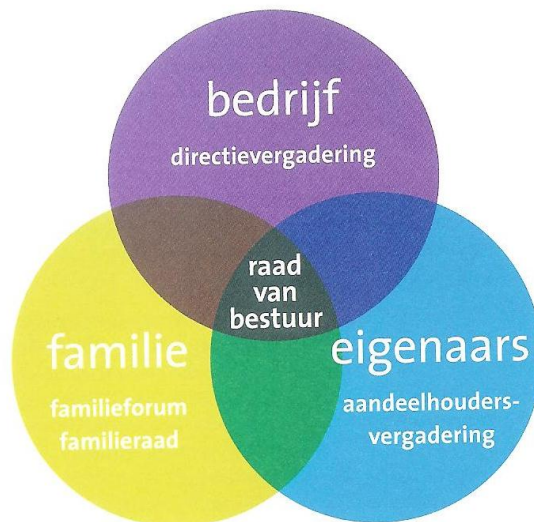
In België werken we met twee corporate governance codes, zoals eerder vermeld in het praktijkprobleem. Enerzijds hebben we hier de Belgische Corporate Governance Code 2009. Deze code is ontwikkeld voor de Belgische beursgenoteerde vennootschappen, maar ook de grotere KMO's of de familiebedrijven kunnen hier nuttige informatie uit putten (www.corporategovernancecommittee.be). Anderzijds bestaat er ook de code Buysse die gebruikt wordt voor de niet-beursgenoteerde ondernemingen. Dit omvat alle ondernemingen die niet vallen onder de definitie van een 'genoteerde vennootschap' zoals aangegeven in artikel 4 van het Wetboek van Vennootschappen. Deze code wordt dus gehanteerd voor de kleine ondernemingen en de familiebedrijven. Er wordt dus in het bijzonder aandacht besteed aan de familiale ondernemingen omwille van hun specifieke aandeelhouderssituatie en hun typische problemen (www.codebuysse.be).

Bij corporate governance wordt er voortdurend gestreefd naar een optimaal evenwicht tussen de diverse belangengroepen van de onderneming. Dit houdt in dat er een balans moet worden gevonden tussen de aandeelhouders, het bestuur en het management. Via diverse technieken van behoorlijk bestuur proberen ze via verschillende adviezen er voor te zorgen dat er bestuurd wordt in het belang van alle aandeelhouders en niet in dat van een beperkte groep (Lievens, 2001). Uiteraard gelden deze principes ook voor familiebedrijven. Dit wijst meer op externe corporate governance (Yasser, 2011), terwijl het interne aspect meer bepaald wordt door de problemen die ontstaan bij het verkrijgen van een goed evenwicht tussen deze structuren.

De governance structuur is complexer bij familiebedrijven door de overlap die er bestaat tussen familie en bedrijf. Bij de niet-familiebedrijven is er de relatie tussen aandeelhouders en het management die centraal staat. In familiebedrijven spelen er verschillende relaties. Naast de relatie van aandeelhouders-management, speelt ook de relatie tussen familie-aandeelhouders en familie-management een belangrijke rol. Doordat deze extra dimensie van familie wordt toegevoegd, wordt het bestuur van de onderneming er uiteraard niet eenvoudiger op (Hendriks, Voordeckers, Lambrechts & Vandewaerde, 2011). We hebben dus drie verbonden subsystemen, namelijk de familie, het bedrijf of het management en de eigenaars van het familiebedrijf. Elk van deze subsystemen hebben dan nog eens hun eigen waarden en doelstellingen, wat de complexiteit voor het vinden van een balans vergroot (Lievens, 2004).

Binnen de familie staat de emotionele band tussen de familieleden centraal. Ze hechten veel belang aan de harmonie die er heerst tussen de familieleden en de –waarden. Verder gelden er in het bedrijf andere regels. Daar worden de medewerkers gewaardeerd op basis van de bijdrage die ze leveren aan de doelen van de onderneming, zoals groei, winst, concurrentiepositie, enz. Tot slot streven de eigenaars dan weer financiële doelstellingen na. Zij willen de waarde van hun aandelen vermeerderen of willen dat hun inbreng een hoge return oplevert. Deze drie zijn altijd aanwezig, maar door hun vaak afwijkende doelstellingen, leveren ze vaak conflicten op binnen de organisatie. Er moet zo veel mogelijk vermeden worden dat er een te groot onevenwicht is van de ene groep ten opzichte van een andere. Dit zal dan leiden tot onvermijdelijke wantoestanden, zoals verkeerde beslissingen nemen, mindere prestaties, loyaliteitsproblemen, te weinig investeringen, etc. Het bestaan van spanningen in het ene subsysteem kan een weerslag hebben op het andere (Lievens, 2004; Hendriks et al., 2011)

Doordat de familie bij in de onderneming komt, stijgt de complexiteit enorm. Van Den Berghe en Carchon (2002) geven aan dat zonder familie er zeven rollen zouden zijn in de onderneming. Als de familie aan het systeem wordt toegevoegd worden dat vijftien verschillende rollen. Dit leidt tot veel complexere uitdagingen dan deze die gewone volledig open, beursgenoteerde bedrijven hebben. Hierdoor stijgt ook de vraag naar uitgewerkte governance structuren in familieondernemingen.



Figuur 3: Componenten van een governancestructuur in een familiale onderneming

Bron: Hendriks et al. (2011)

Elke partij in het familiebedrijf wordt vertegenwoordigd door een groep of forum die haar belangen behartigt (figuur 3). Het doel is hierbij om de corporate governance zo eenvoudig mogelijk te houden, zonder dat dit ten koste gaat van de doelstellingen van één van de betrokken partijen (Hendriks et al., 2011). Er zijn dus binnen de familie verschillende governance mechanismen aanwezig die de belangen van de familie gemakkelijker kunnen vertegenwoordigen. De raad van bestuur is hier een cruciale speler, hij stuurt zowel de familie als het management aan, met daarbij controle van de eigenaars (Lievens, 2004).

De aangepaste structuren die bij het systeem familie horen worden opgesteld om een orgaan te maken waar de noden en wensen van de familie kunnen worden behandeld. Hier kunnen zij discussiëren over waar de familie met de onderneming heen wilt, zonder dat ze dit onmiddellijk in het bestuur van het bedrijf zelf moeten gaan uitvechten. Bij de algemene vergadering kunnen dan alle kwesties worden besproken die werkelijk de eigendom van de aandelen raken. Er is immers de mogelijkheid dat er ook andere aandeelhouders zijn dan enkel de familie, waardoor zij hier hun stem kunnen uiten.

In een recent onderzoek van PwC (2010) werd aandacht besteed aan de familiale spanningen en het maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO), waarbij ze tot de conclusie kwamen dat er eigenlijk te weinig familiale ondernemingen zijn die op dit moment aan MVO doen.

Hoofdstuk 4: Vrijwillige verslaggeving

In dit onderzoek spreken we voortdurend over vrijwillige verslaggeving, maar wat houdt dit nu eigenlijk in. Deze vraag gaan we in dit hoofdstuk proberen te beantwoorden. We gaan daarom in sectie 4.1 eerst in op wat de definitie is en hoe het omschreven wordt in de bestaande literatuur. Hierbij bespreken we ook welke omschrijving wij hier gaan gebruiken. Bovendien proberen we de relatie met corporate governance te duiden. In het volgende deel gaan we dan over tot het wettelijk kader dat de financiële verslaggeving ondersteunt en de controles die uitgevoerd worden om tot een betrouwbare jaarrekening te komen. Uiteraard is informatie enkel nuttig als deze ook geloofwaardig wordt weergegeven, met gevolg dat we ook de geloofwaardigheid van financiële rapporten hier kort aanhalen.

4.1 Definitie

Financiële verslaggeving is noodzakelijk voor het functioneren van een efficiënte kapitaalmarkt. Bedrijven zullen informatie vrijgeven door gereguleerde financiële rapporten, waaronder de financiële staten, voetnoten, management discussies en analyse, en andere gereguleerde aanvullingen (Healy & Palepu, 2001). Vennootschappen moeten in België de volgende bedrijfsinformatie bekend maken: (a) de jaarrekening, het jaar- en het controleverslag, (b) de periodieke informatie, en (c) de occasionele informatie. Deze informatie moet aan kwalitatieve vereisten voldoen: "de informatie moet correct en te goeder trouw zijn, ze moet zo volledig mogelijk zijn en ze moet terzelfder tijd voor iedereen beschikbaar zijn". De periodieke verplichtingen zijn enkel voor die bedrijven van wie de aandelen op de Euronext genoteerd staan (Laveren et al., 2004).

De verplichte verslaggeving garandeert gelijke toegang tot basisinformatie, maar deze informatie kan uitgebreid worden met vrijwillige informatie en informatieproductie door intermediairs (Ho & Wong, 2001). Deze vrijwillige verslaggeving wordt gerealiseerd door bijkomende vermeldingen in het jaarverslag, door management prognoses, presentaties voor analisten en conference calls, persberichten, persconferenties, internetsites, en andere bedrijfsrapporten (Healy & Palepu, 2001; Einhorn, 2005). Palepu et al. (2010) geven nog andere manieren aan zoals brochures die gecreëerd zijn voor investeerders, management meetings met analisten, of in antwoorden op vragen van de investeerders. Bedrijven kiezen er dan voor om aanvullende, niet-verplichte informatie vrij te geven om zo aan de vraag van de kapitaalmarkt te kunnen voldoen. Dit komt omdat de internationale markten steeds meer druk uitoefenen op de ondernemingen om meer informatie (vrijwillig) vrij te geven.

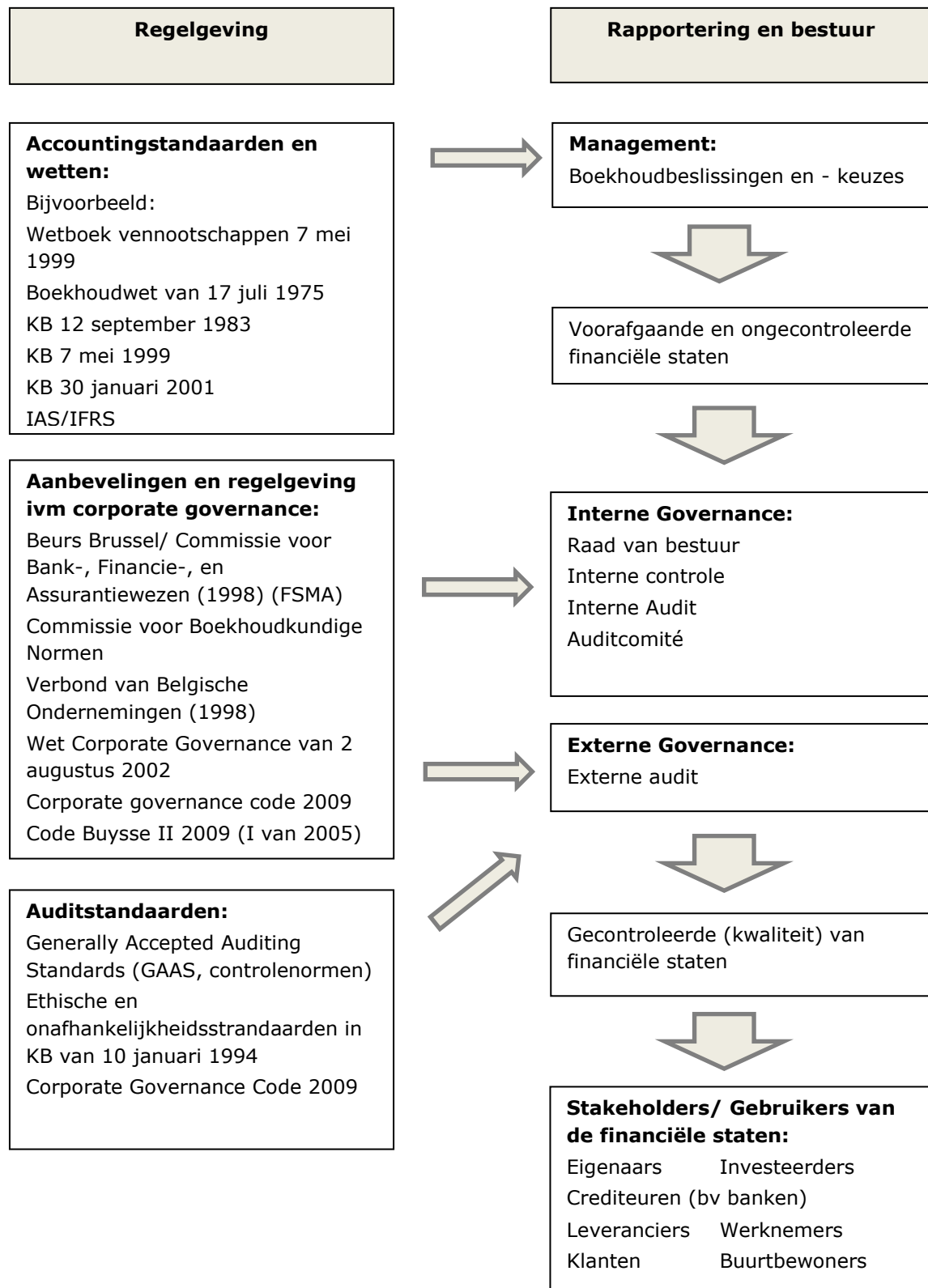
Transparantie en verminderde informatieasymmetrie zijn dan ook vaste begrippen geworden in de voortdurende discussies rond financiële verslaggeving (Broberg, Tagesson & Collin, 2010).

Depoers (2000) beschrijft vrijwillige verslaggeving als volgt: "... whenever it goes beyond the compulsory information for shareholders. Compulsory information has to be understood as all the items whose publication is duly required. Voluntary disclosure covers all data which concern both the subsidiaries and the group itself. ". Een andere definitie die gevonden werd in de literatuur is afkomstig van de Financial Accounting Standards Board (FASB). Zij beschrijven vrijwillige informatieverstrekking als de verslaggeving, voornamelijk buiten de financiële staten, die niet expliciet vereist zijn door de algemeen aanvaarde accountingprincipes (GAAP) of door de specifieke regels van het eigen land (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2010). Heitzman, Wasley en Zimmerman (2010) gebruiken een meer beperkende definitie: zij stellen dat informatie die wordt vrijgegeven omdat ze materieel is geen vrijwillige informatie is. Alleen wanneer managers bepalen dat een stuk informatie immaterieel is, of wanneer het bedrijf geen verplichting heeft om de informatie vrij te geven, is de informatie volledig vrijwillig.

We kunnen besluiten dat in elke definitie er naar voren komt dat het informatie is buiten de wettelijke verplichtingen om. De informatie wordt dus zelf gekozen door de onderneming, alsook de manier waarop de informatie aan de investeerders wordt overgebracht. Dit hangt ook samen met de corporate governance codes. Bij corporate governance proberen ze immers ondernemingen aan te zetten tot betere communicatie met de aandeelhouders (De Muynck, 2010). Door vrijwillig additionele informatie aan de aandeelhouders of andere mogelijke investeerders te verschaffen, wordt dit advies uiteraard gevolgd. Op deze manier krijgen deze partijen meer informatie, waardoor de transparantie van de onderneming verhoogt en ze de marktwaarde van de organisatie beter kunnen inschatten. Omwille van deze redenen wordt er dan ook onderzoek uitgevoerd naar de relatie tussen corporate governance en de vrijwillige verslaggeving van ondernemingen (bv. Eng & Mak, 2003; Ho & Wong, 2001).

4.2 Wettelijk kader

In België zijn er verschillende elementen die de financiële rapportering beïnvloeden. We hebben daarbij zowel interne mechanismen als het management, raad van bestuur, interne audit, enz., maar ook het wettelijk kader dat er een invloed op uitoefent. Dit volledig systeem is uitgewerkt in figuur 4 die gebaseerd is op die van Vander Bauwhede en Willekens (2003).



Figuur 4: Wettelijk kader rond de financiële verslaggeving

Bron: Vander Bauwhede en Willekens, 2003; Coppens, Kimpe en Leysen, 2008; De Muynck, 2010

Om te beginnen gaat het management een voorlopige (nog niet geauditeerde) reeks van financiële overzichten voorbereiden en accountingbeslissingen en –keuzes maken. Deze keuzes worden beïnvloed door de Belgische accountingstandaarden en het vennootschapsrecht. Het vennootschapsrecht schrijft voor dat de financiële overzichten moeten worden opgesteld in overeenstemming met de Belgische GAAP. Deze kunnen worden teruggevonden in de Belgische boekhoudwetgeving (Vander Bauwhede & Willekens, 2003). De accountingstandaarden regelen de rapporteringskeuzes die beschikbaar zijn voor managers in de voorstelling van het bedrijf in de financiële staten. Ze zorgen er voor dat er een algemeen aanvaarde taal is die managers kunnen gebruiken om met hun investeerders te communiceren (Healy & Palepu, 2001).

Deze financiële overzichten worden dan gecontroleerd door interne governance mechanismen. Ze worden nagekeken door de raad van bestuur en door de interne audit. Na deze stappen worden ze dan nog eens een laatste keer gecontroleerd door een externe auditor. Deze audit voorziet investeerders van een onafhankelijke zekerheid dat het bedrijf haar financiële overzichten conform zijn met de accountingwetgeving, zoals GAAP. Deze twee mechanismen worden gezien als een extra beperking op opportunistische accountingbeslissingen omdat het management correcties zal voorzien wanneer bepaalde accountingkeuzes onaanvaardbaar zijn of in strijd zijn met de GAAP (Vander Bauwhede & Willekes, 2003; Healy & Palepu, 2001). Het interne governance mechanisme wordt gestuurd door verschillende aanbevelingen en regelgevingen vooral in verband met corporate governance.

Uiteindelijk worden deze gecontroleerde financiële overzichten en het auditrapport vrijgegeven aan het algemene publiek die deze informatie zal gebruiken om beslissingen te kunnen nemen. De aanwezigheid en/of de belangrijkheid van verschillende stakeholders kan ook de accountingbeslissingen van het management beïnvloeden.

4.3 De geloofwaardigheid van financiële rapporten

Bedrijven kunnen niet gewoon aankondigen dat ze geweldig zijn, maar ze moeten geloofwaardige informatie voorzien om deze stelling te ondersteunen (Lundholm & Van Winkle, 2006). Vaak kan de geloofwaardigheid van de voorziene informatie in twijfel getrokken worden en dan vooral bij vrijwillige informatie. Dit komt omdat managers de neiging hebben om informatie vrij te geven uit eigenbelang.

Er zijn twee mogelijke mechanismen voor het verhogen van de geloofwaardigheid van de verslaggeving. Ten eerste kunnen onafhankelijke intermediairs garantie geven over de

kwaliteit van de vrijgegeven informatie. Ten tweede kan er bevestiging zijn van vroeger vrijgegeven informatie door de vereiste financiële rapportering zelf. Bijvoorbeeld management voorspellingen van opbrengsten kunnen onderzocht worden door werkelijke realisaties (Healy & Palepu, 2001; Healy et al., 2008).

In de literatuur wordt er regelmatig aangehaald dat vrijwillige verslaggeving de geloofwaardigheid van de financiële rapporten kan versterken (bv. Healy & Palepu, 2001; Broberg et al., 2010). Dit aspect wordt aangehaald bij het zoeken naar redenen voor het vrijgeven van vrijwillige informatie (hoofdstuk 5). We kunnen dus stellen dat geloofwaardigheid van de financiële rapporten maakt of de informatie die bij de stakeholders komt een goed beeld zal schetsen van de onderneming. Deze informatie wordt dan gebruikt om de waarde van de onderneming in te schatten. Aangezien de meeste ondernemingen niet willen dat hun aandelen over- of ondergewaardeerd zijn, speelt de geloofwaardigheid dus een belangrijke rol. Ondernemingen willen niet dat hun aandelen sterk ondergewaardeerd zijn. Dit maakt het namelijk duurder om nieuwe financiering te verkrijgen. Ook kan dit er voor zorgen dat de onderneming gemakkelijker kan worden overgenomen. Overwaardering is dan ook weer niet gewenst omdat ze bezorgd zijn om de marktwaardering. Ze zijn namelijk wettelijk verantwoordelijk voor het tekortschieten in de verslaggeving van relevante informatie aan de investeerders (Healy et al., 2003).

Hoofdstuk 5: Motieven van vrijwillige verslaggeving

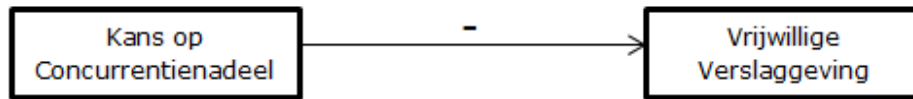
Er zijn verschillende motieven voor het al dan niet verstrekken van additionele informatie. Deze factoren kunnen niet allemaal gebruikt worden om een regressie op te stellen. Er zijn er namelijk enkele die niet kwantitatief kunnen worden uitgedrukt of het zijn gevolgen die niet op voorhand (cijfermatig) bepaald kunnen worden. Daarnaast zijn er ook factoren die we enkel kunnen benaderen met een proxy of die we kunnen uitdrukken in een ratio, een getal of zelfs gebruiken als dummy-variabele. Deze laatste groep kan wel worden opgenomen in mogelijke regressies. Hieronder gaan we verschillende motieven van vrijwillige verslaggeving bespreken. We proberen hier al zo goed mogelijk de richting van de relatie aan te geven op basis van de literatuur. Hierbij geven we ook een kort schema weer om dit extra te verduidelijken.

5.1 Concurrentienadeel

Het management moet overwegen of de verslaggeving het bedrijf ongunstig beïnvloedt door het helpen van de concurrentie of door het creëren van een onderhandelingsnadeel met leveranciers, klanten of werknemers (FASB, 2001). De andere marktdeelnemers kunnen deze informatie dan gebruiken voor strategische beslissingen in hun voordeel en in het nadeel van de onderneming (Depoers, 2000). Anders gezegd worden de beslissingen van de onderneming om extra informatie vrij te geven aan de investeerders dus beïnvloed door de bezorgdheid dat zulke onthullingen hun concurrentiepositie kunnen aantasten in de markten. De bedrijven hebben dus de neiging om geen additionele informatie vrij te geven die hun concurrentiepositie kan schaden, zelfs als dit het kostelijker maakt om extra kapitaal te verkrijgen. Dit hangt natuurlijk af van de aard van de concurrentie. Dat betekent bijvoorbeeld: hebben ze concurrentie van bestaande bedrijven of is er de dreiging van nieuwe intredende ondernemingen in de markt. Daarnaast speelt er ook mee of er geconcurrereerd wordt op basis van prijs of op lange termijn capaciteitsbeslissingen (Healy & Palepu, 2001).

De kosten die hiermee samenhangen worden 'proprietary costs' genoemd. Doordat toekomstige nieuwe bedrijven in de industrie de toekomstige kasstromen van de onderneming kunnen beïnvloeden worden toegangsbarrières soms gebruikt als proxy voor deze kosten (Depoers, 2000). Aangezien hier amper informatie over beschikbaar is, zullen wij deze factor niet kunnen gebruiken in onze regressie. Er kan wel aangehaald worden dat door dit mogelijk nadeel ondernemingen minder informatie vrijwillig zullen vrijgeven (FASB,

2001). Dit element speelt dus wel een rol bij het bepalen van de vrijwillige verslaggeving, maar kan slechts moeilijk gekwantificeerd worden en is dus moeilijk bruikbaar in een regressie.

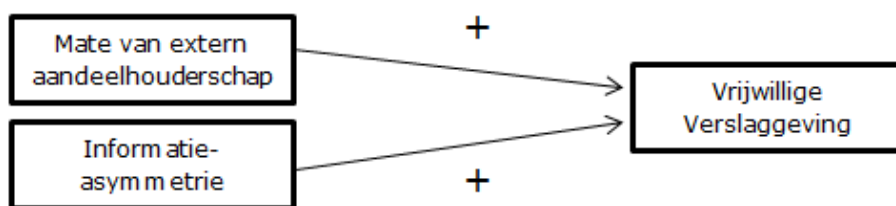


Figuur 5: Relatie concurrentienadeel en vrijwillige verslaggeving

5.2 Informatie-asymmetrie en de agency theorie

Zoals vermeld in sectie 3.1.1, zorgt de wetgeving er al voor dat een deel van de informatieasymmetrie opgelost wordt. Uiteraard kunnen bedrijven buiten deze wetgeving om nog diverse gegevens rapporteren. Broberg et al. (2010) geven aan waarom de agency theorie kan verklaren dat managers vrijwillig informatie gaan vrijgeven. Het motief hiervan kan gevonden worden bij Jensen en Meckling (1976). Zij hebben bij het uitwerken van hun theorie aangegeven dat het voorzien van informatie een manier kan zijn om de verschillende agency kosten te reduceren. Zij stellen ook dat als het aandelenpercentage van het management daalt, externe aandeelhouders meer controle moeten uitvoeren. De manager zal dan vrijwillig informatie verstrekken opdat deze controlekosten verminderen. Dit hangt ook samen met de eigendomsstructuur van de onderneming. We kunnen bijgevolg stellen dat als het aandeel van extern eigenaarschap toeneemt, er meer vrijwillige verslaggeving kan worden verwacht.

Het is vanzelfsprekend dat managers betere informatie hebben dan de buitenstaanders over de huidige en toekomstige prestaties van de organisatie. Investeerders proberen zo goed mogelijk hun risico in te schatten gebaseerd op alle (voor hen) beschikbare informatie wanneer ze geld ter beschikking stellen van deze ondernemingen. Een factor die dan kan optreden bij de berekening van hun risico is de kans dat het bedrijf waarderelevante of ongunstige informatie achterhoudt. Hoe groter deze kans, hoe groter de risicopremie zal zijn die de investeerders eisen (Sengupta, 1998). Doordat bedrijven extra informatie geven, zullen de investeerders hun berekeningen aanpassen en zal de risicopremie dalen. Dit hangt samen met de kapitaalkost die ook in andere artikels wordt bekeken ten opzichte van vrijwillige verslaggeving. Daarnaast komt dit ook voor bij de volgende oorzaak.



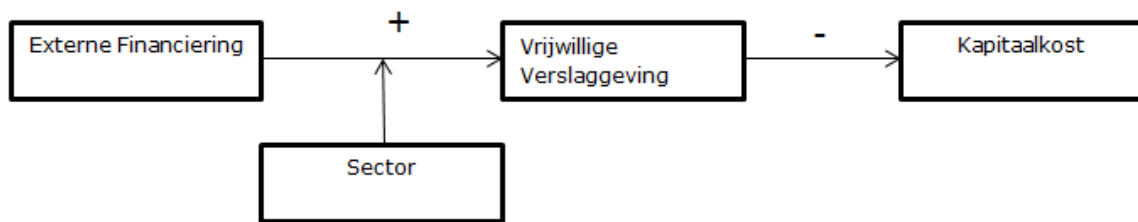
Figuur 6: Relatie informatie-asymmetrie en vrijwillige verslaggeving

5.3 Externe financiering en investeringen

De vorige factor wordt doorgetrokken naar de externe financiering en investeringen. Hier is een bepaalde band tussen die wordt besproken in Healy en Palepu (2001). Zij bespreken ook de situatie van Sengupta (1998) maar breiden dit uit naar de externe financiering. Omwille van deze reden verschuiven we deze verduidelijking onder deze titel.

Healy en Palepu (2001) spreken van de kapitaalmarkttransacties-hypothese. Hierbij wordt er gezegd dat managers die kapitaalmarkttransacties anticiperen de neiging hebben om vrijwillig informatie vrij te geven om de informatieasymmetrie op te lossen, waardoor de kosten dalen om extern te financieren. Dit hangt uiteraard ook weer samen met de literatuur aangaande kapitaalkost. Lang en Lundholm (2000) tonen zelfs aan dat er een significante stijging is in verslaggeving 6 maanden voorafgaand aan de openbare aanbieder (van bv. aandelen), vooral in de categorieën van verslaggeving waarin de bedrijven de meeste vrijheid hebben.

Francis, Khurana en Pereira (2005) voegen hier aan toe dat bedrijven over alle landen hogere niveaus hebben van vrijwillige verslaggeving als ze zich in een sector bevinden waar er een grotere nood is aan externe financiering. Ze profiteren van deze additionele informatieverstrekking door een lagere schuld kost alsook een lagere kost voor vermogenskapitaal. Ze stellen ook dat bedrijven die een moeilijkere toegang hebben tot externe financiering met lagere kosten, gedwongen kunnen worden om afstand te nemen van potentieel winstgevende projecten.



Figuur 7: Relatie externe financiering en vrijwillige verslaggeving

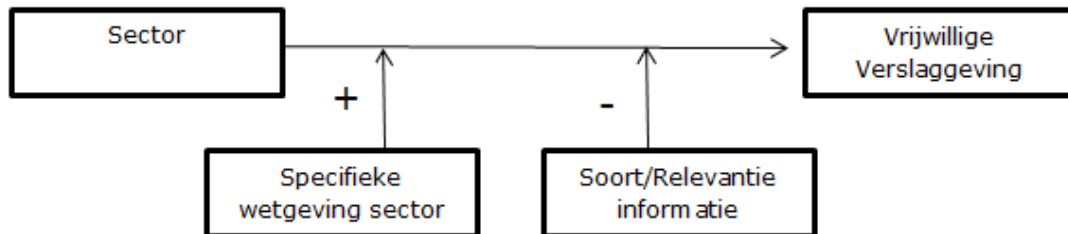
5.4 Sector

Zoals eerder vermeld (sectie 5.1) zijn er kosten verbonden aan de nadelen voor de concurrentiepositie van de onderneming. Deze kosten zullen normaal gezien ook verschillen over de verschillende sectoren heen. Meek, Robert en Gray (1995) geven als voorbeeld de chemische sector. Zij zeggen dat omwille van de aard van hun producten en hun R&D, ondernemingen in deze sector gevoeliger zijn voor verslaggeving aan concurrenten en het grote publiek dan in andere sectoren. Daarnaast kan ook de gekozen informatie een rol spelen, bijvoorbeeld informatie over R&D. Deze informatie is enorm relevant voor de hightech sector omwille van de voortdurende veranderingen in hun producten. Omwille van zulke redenen kunnen sectorale verschillen een invloed hebben op de vrijwillige verslaggeving van de onderneming. Een onderneming moet dus steeds kennis hebben over de sector waarin ze aanwezig is en welke informatie sectorrelevant is. Op basis hiervan kunnen ze dan bepalen welke informatie hun concurrentiepositie in de sector kan beïnvloeden.

Eng en Mak (2003) splitsen de sectoren op en gebruiken de term 'gereguleerde sector'. Zij houden rekening met de wetgeving die strenger is in specifieke sectoren. Hierdoor werken ze specifiek met de financiële sector als dummy variabele. Ho en Wong (2001) splitsen op naar de sectoren die voornamelijk voorkomen in hun dataset en delen de andere op in een algemene sector. Dit komt omdat bepaalde sectoren slechts beperkt voorkomen in hun dataset en ze dus de drie grootsten nemen en al de anderen groeperen in een aparte groep.

Broberg et al. (2010) wijzen ook op de relevantie van de sector. Zij zeggen dat ondernemingen in zwaar gereguleerde sectoren gemotiveerd zullen zijn om informatie vrij te geven om hun agency kosten te verminderen waaronder vooral de kosten van mogelijke rechtszaken. Zij vinden uiteindelijk ook dat sector een belangrijke factor is voor de beslissing

van vrijwillige verslaggeving. Sector is een variabele die aan de hand van dummy-variabelen kan opgenomen worden in de regressies.



Figuur 8: Relatie sector en vrijwillige verslaggeving

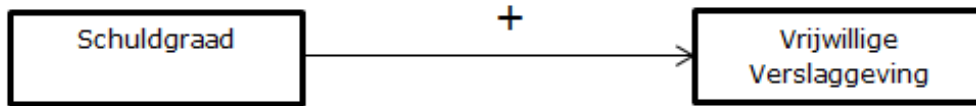
5.5 Schuldgraad (leverage)

Jensen en Meckling (1976) hebben aangetoond dat de agency kosten hoger zijn voor bedrijven met proportioneel meer schulden in hun kapitaalstructuur. Dit komt omdat de verschillende schuldlieferanciers de mogelijkheid hebben om hun belangen te verdedigen aan de hand van contracten en overeenkomsten. Hierdoor zullen de kosten voor het controleren van het management dus ook stijgen. Als de onderneming dan meer informatie gaat voorzien, dan kunnen de agency kosten dalen. We kunnen dus stellen dat bij een hogere schuldgraad er meer vrijwillige verslaggeving zal zijn (Meek et al., 1995; Broberg et al., 2010).

Broberg et al. (2010) tonen in hun onderzoek ook dat er een positieve relatie bestaat tussen de schuldgraad en de mate van vrijwillige verslaggeving. Depoers (2000) vult daar bij aan dat door deze vrijwillige informatie de conflicten tussen aandeelhouders en schuldhouders gereduceerd worden, waardoor dus ook de agency kosten zullen dalen. Evenwel moeten we hier vermelden dat ze in haar onderzoek geen significante resultaten vond betreffende de factor schuldgraad.

Intuïtief kunnen we ook aannemen dat als er meer schulden zijn in de onderneming een financiële instelling ook minder snel geneigd zal zijn om nog een lening te verschaffen. Dit omdat de kans op terugbetaling bij problemen uiteraard kleiner wordt als de schuldgraad stijgt. De onderneming moet dan de kapitaalverstrekker kunnen overtuigen van een laag risico of kunnen aantonen dat het toch een goede belegging is. Dit kunnen ze dan proberen te verkrijgen door meer informatie te verstrekken aan deze twijfelende partijen. Anders

gezegd zou een hogere schuldgraad moeten leiden tot meer vrijwillige verslaggeving. Dit zullen we dan ook verder bekijken als een controlevariabele in de regressies.



Figuur 9: Relatie schuldgraad en vrijwillige verslaggeving

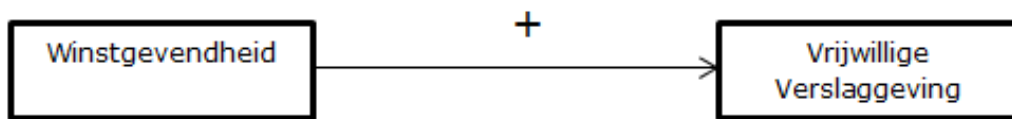
5.6 Winstgevendheid

Winstgevendheid van een onderneming kan een invloed hebben op de keuze die gemaakt wordt over de verslaggevingspolitiek en kan eenvoudig bekeken worden in een regressie. Een eerste uitleg hiervoor vinden we in het 'lemons' probleem. Er is namelijk een kost verbonden als je beschouwd wordt als een 'lemon'. Bijgevolg hebben winstgevende, goed geleide bedrijven de motivatie om zichzelf te onderscheiden van minder winstgevende ondernemingen om zo eenvoudiger kapitaal bijeen te brengen tegen de beste voorwaarden. Een manier om dit te doen is door het vrijgeven van additionele informatie (Meek et al., 1995).

Ook de agency theorie veronderstelt een relatie tussen de verslaggevingspolitiek en winstgevendheid. Het management in zeer winstgevende organisaties voorziet meer gedetailleerde informatie om zo hun eigen positie en vergoeding te ondersteunen. Daarnaast is het ook zo dat deze ondernemingen meer onder politieke druk staan. Daar komt nog bij dat ook het publiek de onderneming veel kritischer zal bekijken. Hierdoor gaan ze meer zelfregulerende mechanismen gebruiken. Een van deze methodes is bijvoorbeeld vrijwillige verslaggeving (Broberg et al., 2010). Dit onderzoek bevestigde eveneens de reeds gevonden positieve relatie.

Tot slot bevestigt het reeds oudere onderzoek van Lang en Lundholm (1993) nogmaals de positieve relatie. De positieve richting die er wordt verwacht tussen de winstgevendheid van de onderneming en de mate van vrijwillige verslaggeving die ze toepassen wordt in de meeste literatuur onderzocht. Deze variabele wordt dan ook vaak als controlevariabele toegevoegd aan de regressies. Enkele voorbeelden van recenter onderzoek waarbij deze variabele werd gebruikt zijn: Wan-Hussin (2009) en Chen et al. (2008).

We willen hier echter wel een kanttekening maken. De literatuur stelt wel dat als een onderneming veel winst maakt, ze ook meer informatie zullen vrijgeven, maar wat met de fiscale omgeving. Als een onderneming net meer informatie gaat vrijgeven wanneer ze veel winst maken, trekken ze ook extra de aandacht van de fiscus. Dit is echter een punt dat ondernemingen vaak willen vermijden. Hierdoor kan het in twijfel worden getrokken dat winstgevendheid echt wel een positieve invloed heeft op de vrijwillige verslaggeving, net omwille van het fiscaal regime in België. Bovendien kan het ook zijn dat ondernemingen die het slechter doen, zich willen verantwoorden naar de buitenwereld toe. Dit hangt meer samen met bijvoorbeeld de dreiging tot ontslag die in sectie 5.11 wordt besproken.



Figuur 10: Relatie winstgevendheid en vrijwillige verslaggeving

5.7 Grootte

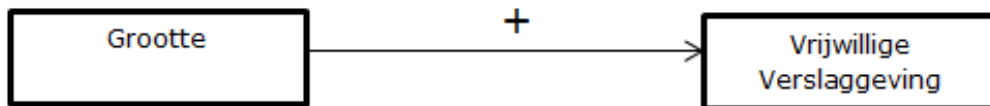
Grotere ondernemingen hebben vaak meer middelen en kunnen de kosten ook beter dragen die samenhangen met additionele informatieverstrekking. Daarnaast hebben ze meestal ook hoogopgeleiden in dienst en meer verfijnde managementrapporteringssystemen in gebruik, die kunnen zorgen voor een breder pakket van informatie. Doordat er meer informatie beschikbaar is in de onderneming, is er dus ook een grotere kans dat deze informatie zal vrijgegeven worden aan het grote publiek (Depoers, 2000).

Meek et al. (1995) geven ook aan dat grotere ondernemingen door het vrijgeven van vrijwillige informatie minder problemen ondervinden voor hun concurrentiepositie. Door hun grootte staan ze vaak sterker op de markt en dit is iets dat moeilijker gekopieerd kan worden door de concurrentie. Daarnaast geven Jensen en Meckling (1976) eveneens aan dat grotere ondernemingen vaak grotere agency kosten ondervinden. Dit omdat er vaak een groter verspreid aandeelhouderschap is. Door onze definitie van familiale ondernemingen kan er dus ook een mogelijkheid zijn waarbij de andere aandelen wijd verspreid zitten over de kapitaalmarkt. Om deze agency kosten te kunnen drukken, kunnen deze organisaties dan meer informatie vrijgeven.

Broberg et al. (2010) bevestigen deze positieve relatie, maar geven wel aan dat grootte een proxy kan zijn voor verschillende andere verklarende variabelen en dat de interpretatie dus

niet altijd even eenvoudig is. We kunnen dus stellen dat er de volgende richting van de relatie is: hoe groter de onderneming, hoe meer vrijwillige verslaggeving.

Grootte wordt meestal benaderd door middel van verschillende proxies in bestaand onderzoek. Bepaalde onderzoeken kijken naar omzet, anderen dan weer eerder naar bepaalde ratio's of activa. Deze factor wordt dus ook meestal opgenomen in regressies om het effect er van te bestuderen.



Figuur 11: Relatie Grootte en vrijwillige verslaggeving

5.8 Samenstelling raad van bestuur

De volgende factor is er een die te maken heeft met de corporate governance systemen die de onderneming al dan niet toepast. Er wordt hier dan ook op ingespeeld in de Corporate Governance Code 2009 (www.corporategovernancecommittee.be), meer specifiek in principe 2.2.

De raad van bestuur is een belangrijk orgaan voor de onderneming omdat het instaat voor de controle op het management en hun beslissingen (Eng & Mak, 2003). Het is een van de meest belangrijke interne controlemechanismen, aangezien de taak gedelegeerd is door de aandeelhouders, om beslissingen te nemen. Hierbij veronderstellen ze dus dat het een opzichter is van het gedrag van het management.

In de literatuur wordt er vaak een opdeling gemaakt tussen afhankelijke en onafhankelijke bestuurders, alsook tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Voor beide opdelingen zijn er relaties gevonden met de vrijwillige verslaggeving van de onderneming. De grenzen die gebruikt worden in de literatuur zijn vaak vaag en de indelingen worden dan ook regelmatig door elkaar gebruikt. Het probleem hierbij is ook dat vaak onderzoeken gebruikt worden als basis voor de opdeling afhankelijk - onafhankelijk, maar eigenlijk betrekking hebben op uitvoerend - niet-uitvoerend. Hierdoor gaan we proberen een algemeen beeld te schetsen van de situatie in de literatuur, waarbij we trachten vooral in te gaan op de tweede indeling. De reden hiervoor vinden we in het feit dat in een familiale onderneming bijna nooit onafhankelijke bestuurders aanwezig zijn, maar wel niet-uitvoerende. Dit is logischerwijze te verwachten, aangezien er een deel van de familie is dat

zich niet moeit met de bedrijfsvoering van de onderneming, maar hier wel belangen in heeft. Zij zorgen dan voor extra controle via bijvoorbeeld de raad van bestuur om op die manier hun vermogen te beschermen. Onafhankelijke bestuurders zijn ook moeilijker te verwezenlijken in kleinere, niet-beursgenoteerde ondernemingen. Dit is dan ook een kritiek die vaak gegeven wordt door de kleinere ondernemingen op de Code Buysse (www.codebuysse.be, cursus Corporate Governance).

De verplichting volgt vanuit de Corporate Governance Code 2009, waarbij er op zijn minst drie onafhankelijk bestuurders vereist worden in de raad van bestuur. De effectiviteit van de raad van bestuur kan namelijk aangetast worden als de leden ervan op hetzelfde moment ook managers of aandeelhouders zijn van de onderneming. Ook door uitvoerende bestuurders kan de effectiviteit aangetast worden. Zij hebben vaak waardevolle informatie voor het nemen van beslissingen en ze kennen de onderneming bovendien beter. Hierdoor hebben ze een belangrijke inbreng in de vergaderingen van de raad van bestuur. Doordat de raad van bestuur eerder een controlerende functie moet uitoefenen op het management, kunnen er uiteraard niet alleen afhankelijke en uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur zetelen. Dit zou dan geen goed controleorgaan meer zijn en dat is dan ook onmiddellijk de reden waarom (onafhankelijke) niet-uitvoerende bestuurders nodig zijn in de raad.

Het onafhankelijkheids criterium van de code kan gevonden worden in bijlage A (www.corporategovernancecommittee.be). Naast de vraag voor onafhankelijke bestuurders, gaat de code echter ook in op de niet-uitvoerende bestuurders. Deze eist dat minstens de helft van de raad uit niet-uitvoerende bestuurders bestaat. Dit zijn dan bestuurders die enkel een controlerende functie op zich nemen.

In de literatuur wordt er echter vaak ook gesproken over onafhankelijke, niet-uitvoerende bestuurders. We proberen hier dus vooral te focussen op het niet-uitvoerende deel. Wanhussin (2009) geeft aan dat het argument voor deze opdeling gevonden kan worden in het feit dat de niet-uitvoerende bestuurders een toezichtsfunctie (checks and balances) hebben. Ze worden verondersteld de acties van de zelfregulerende uitvoerende bestuurders te controleren en te beheersen in het belang van de externe aandeelhouders.

Fama en Jensen (1983) stellen dat een hogere proportie van niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur leidt tot een betere controle op de activiteiten door de raad van bestuur. Daarnaast kan het ook het managementopportunisme gaan beperken. Bovendien wijzen ze er ook op dat niet-uitvoerende bestuurders de agency conflicten tussen managers en aandeelhouders kunnen oplossen. Dit kan ook weer leiden tot de beslissing om meer vrijwillige verslaggeving vrij te geven. Deze onderzoekers wijzen er ook op dat uitvoerende bestuurders mogelijk betere informatie kunnen geven aan de raad van bestuur omdat ze net

meer vertrouwd zijn met de activiteiten van de onderneming. Zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders kunnen volgens dit onderzoek dus een positieve invloed hebben op de informatieoverdracht van de onderneming.

Chau en Gray (2010) spreken duidelijk over onafhankelijke, niet-uitvoerende bestuurders. Zij zeggen dat deze meer gewenst zijn omdat ze objectiever zijn in het toezicht op het management ten opzichte van de afhankelijke bestuurders. Meer van deze bestuurders in de raad zorgt voor een verbeterd toezicht en ook een grotere kans op vrijwillige verslaggeving. Chen en Jaggi (2000) hebben dit ook onderzocht in samenhang met familiale ondernemingen. Zij vonden dat er een positieve relatie is, maar dat deze relatie afgezwakt wordt wanneer het bedrijf familiaal gecontroleerd wordt. Dit kan omdat de relatie met de controlerende familie een invloed kan hebben.

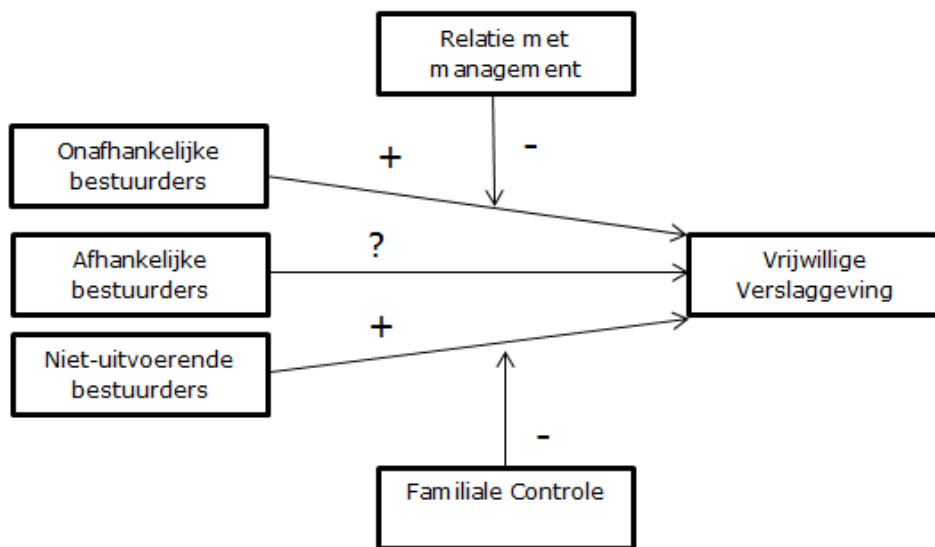
Anderson en Reeb (2004) en Shleifer en Vishny (1997) spreken dan weer enkel over de onafhankelijkheid van bestuurders. Ze stellen dat onafhankelijke bestuurders een belangrijk controlemechanisme kunnen zijn ook in de aanwezigheid van een dominante aandeelhouder. In deze situatie gaan deze namelijk de rechten beschermen van de niet-controlerende aandeelhouders. Ze merken wel op dat in zo'n situatie de onafhankelijke bestuurders vaak zijn aangeduid door de dominante aandeelhouder, die ze eigenlijk ook moeten controleren. Als deze toch controleren in het belang van de niet-controlerende aandeelhouders, kunnen we alsnog een positieve relatie verwachten. Dit kwam ook zo naar voren in de resultaten van Patelli en Prencipe (2007). Ook wijzen deze onderzoekers er op dat de onafhankelijke of niet-uitvoerende bestuurders vaak ook hun reputatie willen verdedigen of opbouwen als goede controleurs. Hierdoor gaan de ondernemingen vaak ook meer en betere informatie verschaffen aan het grote publiek.

Net zoals hierboven wordt gesteld dat onafhankelijke bestuurders vaak worden aangesteld door de afhankelijke, worden de niet-uitvoerende bestuurders vaak ook aangesteld door de uitvoerende. Dit kan er uiteraard ook voor zorgen dat de controlefunctie minder goed wordt uitgevoerd. Monks en Minow (2008) stellen dat de reden waarom de raad van bestuur niet zo goed werkt is dat er te veel een "culture of the boardroom" is. Hierbij worden vrienden van elkaar aangesteld waardoor de werkelijke waarde op die manier verloren gaat.

Lim et al. (2007) bevestigen dat onafhankelijke (niet-uitvoerende) bestuurders een belangrijk controlemechanisme zijn en stellen dat omwille van hun beperkte relatie in de dagelijkse activiteiten van de onderneming en de wil om hun eigen reputatie te beschermen, ze ook meer vrijwillige informatie zullen verschaffen. Dit om hun risico, dat ze lopen door de betrokkenheid (als controleorgaan) bij de onderneming, te verminderen. Deze onderzoekers wijzen er ook op dat ook deze bestuurders kunnen zorgen voor meer vrijwillige

verslaggeving. De onderzoekers stellen dus dat beide bestuurders redenen hebben voor vrijwillige verslaggeving.

Eng en Mak (2003) negeren dit aspect van aanstellen van vrienden. Ze stellen dat de onafhankelijke bestuurders aanleiding kunnen geven tot het vrijgeven van meer informatie aan de investeerders. Dit omdat ze minder op één lijn zitten met het management van de onderneming. Hier kunnen we dan verwachten dat als er meer onafhankelijke bestuurders aanwezig zijn, dit leidt tot meer vrijwillige verslaggeving.



Figuur 12: Relatie samenstelling bestuur en vrijwillige verslaggeving

5.9 Auditcomité en keuze auditor

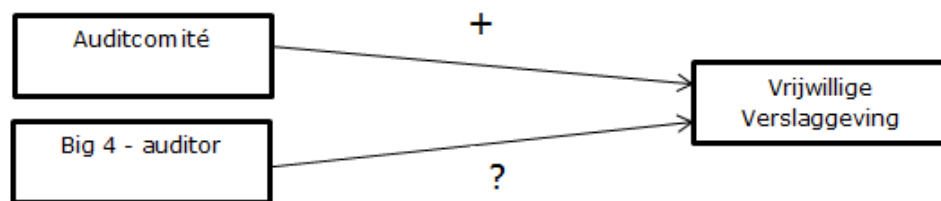
De rol van het auditcomité bestaat er in toezicht te houden op het werk van de auditor, er voor te zorgen dat de financiële overzichten correct opgesteld zijn en daarnaast ook toezien op de interne controle over de financiële overzichten van de organisatie (Palepu et al., 2008).

De leden van het auditcomité zijn uitsluitend niet-uitvoerende bestuurders met geen enkele belangrijke relatie met het management. Daarnaast moet minstens de meerderheid van de leden van het auditcomité ook onafhankelijk zijn (Corporate Governance Code 2009). Ho en Wong (2001) hebben de stelling bevestigd dat de aanwezigheid van een auditcomité zorgt

voor meer vrijwillige verslaggeving. De oorzaak hiervan ligt bij de verhoogde interne controle van de onderneming en bij hun samenstelling, namelijk onafhankelijke bestuurders.

Daarnaast kan ook de grootte van het auditkantoor een rol spelen. De grootste auditkantoren kunnen de bedrijven aanzetten om meer informatie vrij te geven dan vereist wordt om zo hun reputatie te beschermen (Depoers, 2000). Lim et al. (2007) testen ook op deze variabele en maken de veronderstelling van een positieve relatie. De reden hiervoor is dat onafhankelijke bestuurders meer aangetrokken zullen worden door bedrijven die een big4 als auditor hebben.

Deze stelling wordt wel niet bevestigd in het onderzoek van Depoers (2000). Bovendien wordt dit ook niet bevestigd in het artikel van Chau en Gray (2010) waar de relatie wel significant is maar met een omgekeerd teken. We kunnen dus stellen dat de relatie met een big4-auditor negatief zal zijn, al bestaat hierover enige twijfel.

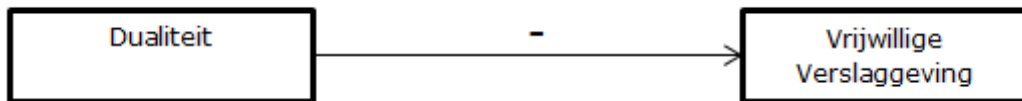


Figuur 13: Relatie audit en vrijwillige verslaggeving

5.10 Onafhankelijke voorzitter

Met onafhankelijke voorzitter bedoelen we hier dat dezelfde persoon niet de functie van CEO en van voorzitter van de raad van bestuur (namelijk dualiteit) bekleedt. Als de bestuurder beide rollen op hetzelfde moment vervult, kan hij of zij de vrijheid hebben om het bedrijf te managen zonder enige beperking. Dit zorgt er voor dat één persoon veel macht en autoriteit bezit in de onderneming. Dit kan een bedreiging vormen voor de verslaggeving. We veronderstellen dus een positieve relatie tussen een onafhankelijke voorzitter en vrijwillige verslaggeving. Een onafhankelijk persoon zal meer informatie vrijgeven om aan de markt duidelijk te maken dat hij geen misbruik maakt van zijn positie en om zijn reputatie te behouden (Ho & Wong, 2001).

Ho en Wong (2001) konden niet aantonen dat er minder vrijwillige verslaggeving is bij aanwezigheid van dualiteit, Chau en Gray(2010) daarentegen bevestigen dat er meer vrijwillige verslaggeving is wanneer er sprake is van een onafhankelijke voorzitter.



Figuur 14: Relatie dualiteit en vrijwillige verslaggeving

5.11 Diverse factoren

In dit stukje gaan we nog enkele factoren kort beschrijven die in de literatuur worden aangehaald. De eerste zes factoren zijn vaak moeilijker uit te drukken in regressies omdat er in veel gevallen geen informatie over beschikbaar is. De eerste factor is de hypothese van de strijd voor de ondernemingsleiding. Deze theorie veronderstelt dat managers verslaggeving gebruiken om de kans op onderwaardering te verminderen en/of om mindere performantie te verklaren. Dit komt omdat het management vreest voor zijn job, in samenhang met een lagere aandelenwaarde en bedrijfswinsten. Een lagere aandelenwaarde zorgt ook voor een grotere kans op een vijandige overname, wat vaak eveneens resulteert in een hoger CEO-verloop.

De tweede oorzaak is de hypothese van aandelenvergoeding. Het management van een onderneming wordt vaak beloond door een variëteit aan compensatieplannen. Deze verschillende schema's kunnen er voor zorgen dat ondernemingen meer vrijwillige verslaggeving gaan doorvoeren. Hier zijn verschillende oorzaken voor. De eerste vinden we in de reden dat managers de verkregen aandelen vaak willen verhandelen na een bepaalde tijd. Als ze door vrijwillige verslaggeving de liquiditeit van deze aandelen kunnen verhogen, kunnen ze een hogere waarde verkrijgen. Daarnaast zijn er in de wetgeving beperkingen op handel met voorkennis. Ten tweede willen managers ook contractkosten die samenhangen met een aandelenvergoeding voor nieuwe werknemers reduceren. Dit kan ook weer aan de hand van vrijwillige verslaggeving. Uiteraard is dit enkel nuttig als de aandelenkoers ook werkelijk een goede schatting is van de ondernemingswaarde. Deze kans wordt dus verhoogd door additionele informatie.

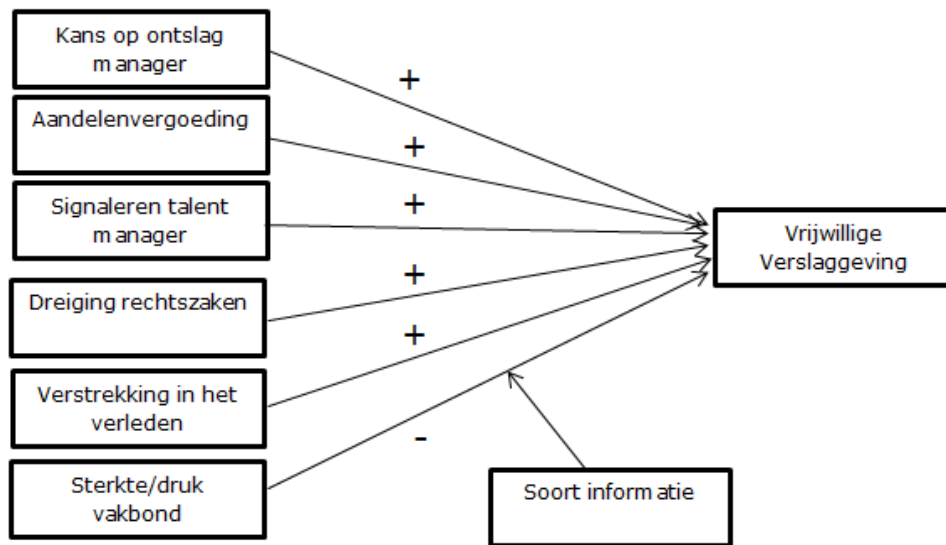
Bij de derde factor kijken we ook weer naar het management. Managers willen namelijk aangeven dat ze over bepaalde talenten beschikken. Ze kunnen dan vrijwillig voorspellingen over de toekomstige situatie van de onderneming toevoegen aan de verplichte informatie om

zichzelf te profileren. Bedrijven worden namelijk ook gewaardeerd op basis van hoe investeerders de capaciteiten van de managers inschatten (Healy & Palepu, 2001).

Vervolgens hebben we ook nog de druk van vakbonden die een rol kan spelen bij de beslissing voor het al dan niet verstrekken van additionele informatie. Minder verslaggeving kan optimaal zijn wanneer vakbonden deze informatie kunnen gebruiken om meer druk uit te oefenen tijdens onderhandelingen (Depoers, 2000). Bij een sterke vakbond kan het zorgen voor moeilijke situaties voor de onderneming omdat zij door de extra informatie soms meer eisen kunnen stellen en deze beter kunnen beargumenteren. Andersom kan natuurlijk ook: door extra informatie over een ongunstige toestand te geven wordt de vakbond verzwakt.

Onze voorlaatste factor gaat over de mogelijke proceskosten. De dreiging van aandeelhouders met rechtszaken kan ervoor zorgen dat de onderneming meer informatie gaat vrijgeven. Daarnaast kan deze dreiging er ook voor zorgen dat de onderneming minder informatie gaat vrijgeven en dan vooral aangaande vooruitziende informatie. Er wordt dan ook vaak onderzocht of dat slechtere resultaten onder deze hypothese leiden tot meer vrijwillige verslaggeving, net om proceskosten te vermijden (Healy & Palepu, 2001). Ook Lang en Lundholm (1993) geven aan dat bepaalde negatieve informatie wordt vrijgegeven om de kans op wettelijke aansprakelijkheid te reduceren en dus ook om mogelijke rechtszaken te vermijden.

De laatste factor die we nog kort willen aanhalen gaat over de tijdshorizon van de verslaggeving. Einhorn en Ziv (2008) geven hier aan dat als bedrijven vrijwillig informatie toevoegen aan de financiële staten, ze de markt er van op de hoogte brengen dat er nog nuttige informatie beschikbaar is. Daardoor gaan ze eigenlijk impliciet de verbintenis aan om ook in de toekomst gelijkaardige informatie vrij te geven. Ze halen ook aan dat bij bedrijven met een langere tijdshorizon en waar er een hogere graad is van risicoaversie, zoals bij familiebedrijven, deze tijds kwestie meer opvallend zal zijn. Bedrijven die dus meer informatie achterhouden, hebben een voordeel in de toekomst om dan ook meer van deze niet-verplichte informatie te verzwijgen voor de verschillende belanghebbenden bij de onderneming. De onderneming gaat dus geen enkele impliciete verplichting aan om vrijwillig informatie te verstrekken en kan zich in de toekomst verder beperken tot de wettelijke eisen rond verslaggeving. Onder belanghebbenden verstaan we hier de diverse stakeholders zoals werknemers vertegenwoordigd door vakbonden, aandeelhouders, financiële instellingen enz.



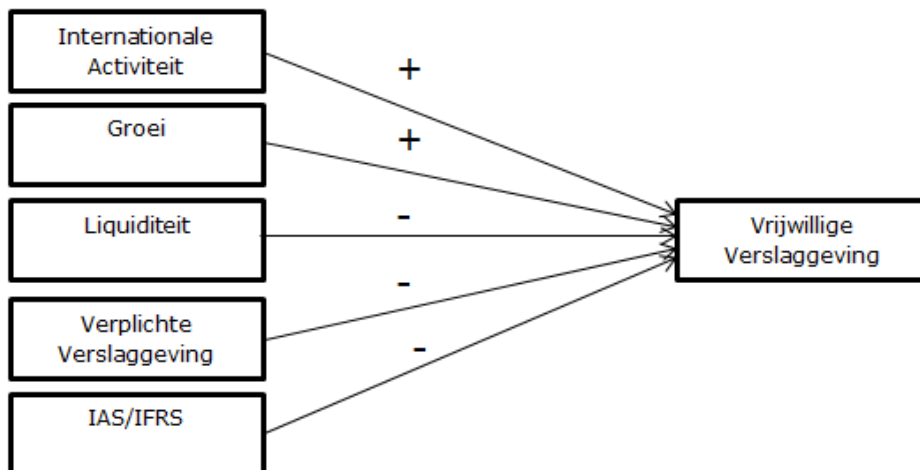
Figuur 15: Relatie diverse moeilijk kwantificeerbare factoren en vrijwillige verslaggeving

De volgende puntjes worden af en toe gebruikt in regressies, maar zijn ook weer niet altijd even eenvoudig te kwantificeren of de informatie is niet beschikbaar. Het eerste puntje is of de onderneming ook internationaal actief is. Als bedrijven in meerdere landen actief zijn, vergroot de informatie die gecontroleerd wordt door de onderneming. Hoe internationaler de activiteiten zijn, hoe meer informatie er nodig is voor de managers hun bindingsactiviteiten. Daarnaast moeten deze bedrijven zich ook schikken naar de wetgeving voor de financiële verslaggeving die in de landen waar ze opereren, opgelegd wordt (Depoers, 2000). Broberg et al. (2010) tonen in hun onderzoek aan dat internationaal georiënteerde ondernemingen meer vrijwillige informatie vrijgeven dan hun tegenhangers die enkel gericht zijn op de binnenlandse markt.

De volgende factor is de groei van de onderneming. Eng en Mak (2003) vermelden dat groeibedrijven een grotere informatieasymmetrie en ook agency kosten ondervinden, waardoor er verondersteld wordt dat deze ondernemingen meer informatie zullen vrijgeven, al vinden ze geen significante relatie tussen de variabelen. Deze factor is echter niet zo gemakkelijk te vatten in een bepaalde maatstaf.

Daarnaast hebben we nog de liquiditeit. Chau en Gray (2010) veronderstellen dat bedrijven met een lagere liquiditeitspositie meer informatie vrijgeven om deze liquiditeitsstatus te verdedigen. Maar ook bij deze factor werd er een niet-significante relatie gevonden.

Tot slot hebben we nog de wetgeving en de samenhang met beursgenoteerde ondernemingen. Einhorn (2005) stelt dat meer vrijheid in verplichte verslaggeving het management meer alternatieven geeft en de nood voor vrijwillige verslaggeving laat dalen en daarbij de kosten die samenhangen met zulke informatie. Hij vindt dat de kans op vrijwillige verslaggeving onafhankelijk is van de inhoud van hun verplichte verslaggeving. Broberg et al. (2010) veronderstellen dat meer verplichte verslaggeving zorgt voor minder vrijwillige, wat intuïtief ook kan aangegeven worden. Bij de resultaten vermelden zij echter dat de wetgeving een stimulerend effect heeft op vrijwillige verslaggeving. Daarnaast bestaat er ook nog de IFRS-wetgeving. Deze wetgeving is uitgebreider dan de Belgische wetgeving en is sinds 2005 verplicht voor alle Europese beursgenoteerde ondernemingen. Doordat deze wetgeving meer eisen stelt, kan bepaalde informatie volgens de Belgische wetgeving vrijwillig zijn, maar voor de IFRS-normen niet. Ook deze factor is weer moeilijk kwantificeerbaar, maar wordt af en toe gebruikt in regressies om toch deze relatie te kunnen onderzoeken.



Figuur 16: Relatie diverse factoren en vrijwillige verslaggeving

Hoofdstuk 6: Onderzoeksopzet

In dit hoofdstuk wordt er besproken hoe het onderzoek naar de centrale onderzoeksvraag is gevoerd en op welke manier de data zijn bekomen. Eerst bespreken we in sectie 6.1 de methode, hoe de informatie verkregen en gevonden werd. Daarbij verklaren we ook de keuze voor deze ondernemingen. Vervolgens wordt onze hypothese opgesteld vanuit de bestaande literatuur, alsook wordt er verklaard waarom we deze relatie wel of niet verwachten. En tot slot wordt er besproken op welke manier de vrijwillige verslaggeving wordt bepaald in drie indelingen om op die manier een ruimer beeld te krijgen van de Belgische situatie.

6.1 Methode

Bij het zoeken van een geschikte dataset was het van belang om eerst de definitie van een familiebedrijf op te stellen om zo gericht te kunnen zoeken. Zoals reeds aangehaald in het hoofdstuk omtrent familiale ondernemingen zijn er in de literatuur een heel aantal verschillende definities in omloop. Aangezien er geen databank bestaat waarin alle familiale ondernemingen kunnen worden opgeroepen, moest deze informatie via een andere weg bekomen worden. We hebben gezocht naar reeds uitgevoerde onderzoeken in de Belgische context en kwamen zo uit bij een onderzoek van Trends (2008) en van PwC (2010). Via Trends hebben we dan een lijst bekomen van de 150 grootste Belgische familiale ondernemingen, al was deze iets verouderd. Daarnaast heeft PwC ons ook een lijst kunnen bezorgen die diverse familiale ondernemingen bevat van het onderzoeksjaar van deze masterproef. Er is dan getracht om met een redelijke zekerheid te bepalen welke ondernemingen werkelijk nog familiaal zijn voor het boekjaar 2010 en deze in een lijst samen te brengen. De confirmatie gebeurde aan de hand van de jaarrekening, oprichtingsakte, website of via mail. Dit is samen gebracht tot een lijst van 100 (grootste) familiale ondernemingen (bijlage 1).

Daarna werd er overgegaan tot het zoeken naar een gelijkwaardige lijst van niet-familiale ondernemingen. Dit hebben we gedaan via de cd van Belfirst. We hadden hier een aantal voorwaarden opgenomen zodat er voldoende overeenkomst was met de lijst van familiale bedrijven. De eerste voorwaarde werd bepaald door de grootte van de onderneming, waar we de proxy omzet voor gebruikten. We namen hier een afkappingsgrens van ongeveer 34 miljoen euro omzet. Dit was echter niet voldoende. Er moest ook gekeken worden naar de verhoudingen binnen de familiale lijst. De tweede voorwaarde werd bepaald door de sector.

Er werd gezocht naar zo veel mogelijk overeenstemming in de sector. Dit is niet 100% gelukt, omwille van het feit dat het moeilijk is om voldoende grote niet-familiale ondernemingen te vinden. Tot slot was de laatste voorwaarde dat er ook overeenstemming moest zijn naar gelang het aantal beursgenoteerde ondernemingen. Dit om de dataset niet te beïnvloeden aangezien beursgenoteerde ondernemingen onderworpen zijn aan een uitgebreidere wetgeving en een andere communicatiepolitiek volgen.

Bij het zoeken naar deze ondernemingen in Belfirst keken we naar het ultiem aandeelhouderschap om er zeker van te zijn dat de ondernemingen werkelijk Belgisch zijn. Deze lijst die dan werd bekomen in Belfirst werd dan gecontroleerd door het versturen van e-mails met daarin de vraag tot bevestiging van het niet-familiale karakter. Daarnaast is er ook gecontroleerd zoals bij de familiale ondernemingen op basis van de website, de jaarrekening en de oprichtingsakte (bijlage 2).

We werken hier met de "grootste" Belgische familiale ondernemingen. Deze indeling zal uiteraard niet perfect zijn en er zullen hier en daar ondernemingen niet tot de dataset behoren terwijl ze wel aan de nodige voorwaarden voldoen. Dit wijst er ook op dat we eerder een random sample hebben en dat we dit dus niet gemanipuleerd hebben.

De reden voor de keuze van de grotere bedrijven kan gevonden worden in het feit dat deze ondernemingen ook vaak meer betrokkenen hebben bij de onderneming. Daarnaast zijn ze vaak ook beursgenoteerd, wat mee een bepalende invloed kan hebben op de vrijwillige verslaggeving. Er is dus een vermoeden dat deze ondernemingen meer aan vrijwillige verslaggeving gaan doen dan de kleinere ondernemingen. De kleinere bedrijven zijn vaak niet aanwezig op de publieke geldmarkt en zullen hun informatie dan ook vaak geven via eerder informele wegen zoals bijvoorbeeld direct contact met financiële instellingen om een lening of enige andere vorm van krediet te verkrijgen. Zij zijn dan ook niet verplicht alle informatie aan iedereen bekend te maken zoals de grotere ondernemingen. Dit wordt ook vaak bevestigd in de literatuur. In de internationale literatuur wordt er regelmatig gebruik gemaakt van regressieanalyses en wordt de variabele grootte vaak opgenomen via een proxy.

Een andere verantwoording voor de keuze van de grootste familiale ondernemingen is ook dat deze normaal gezien allemaal een volledig schema van de jaarrekening en een jaarverslag moeten neerleggen. Hierdoor is er meer uniformiteit in het bepalen van de vrijwillige verslaggeving van de ondernemingen en kunnen we dus de resultaten beter vergelijken, alsook samenbrengen tot een bepaalde factor.

Nadat de dataset is opgesteld, gaan we over tot het bepalen van de vrijwillige verslaggeving. In de rubrieken van de jaarrekening kan er nooit vrijwillige informatie staan, daar de nationale bank hier een vast schema heeft voorzien en het enkel zo kan worden neergelegd. Alleen in de toelichting of het jaarverslag kan een onderneming additionele informatie toevoegen, waarbij dan het jaarverslag de belangrijkste informatie bevat voor dit onderzoek. We hebben hierbij eerst de Belgische wetgeving in verband met het jaarverslag grondig bekeken om op die manier goed te begrijpen wat er moet worden weergegeven. We konden hierbij niet vertrouwen op vroegere onderzoeken omdat deze enkel in andere landen werden bekeken en de wetgeving daar meestal anders is. Met deze informatie in het achterhoofd hebben we dan de jaarverslagen doorgenomen en zo bepaald waar er al dan niet vrijwillige informatie werd gegeven. Daarna hebben we ook de IFRS-wetgeving bekeken om op die manier deze ook mee te nemen in de zoektocht naar vrijwillige verslaggeving. Deze is echter enkel verplicht voor beursgenoteerde ondernemingen in België, waardoor enkel deze bedrijven de extra controle kregen.

Ondernemingen geven echter ook vaak een uitgebreider jaarverslag op de website weer waar dan meer informatie in te vinden is in verband met het afgelopen boekjaar. Dit is vooral het geval bij beursgenoteerde ondernemingen, waar dit eigenlijk wordt opgedragen vanuit de corporate governance codes. We nemen deze jaarverslagen ook bij op in het onderzoek omdat deze informatie vrij verkrijgbaar is voor het grote publiek. Deze groep behoort tot het doelpubliek dat we met dit onderzoek willen bereiken, namelijk investeerders.

We gaan bij de vrijwillige verslaggeving een opdeling maken als een dummy-variabele, maar daarnaast ook proberen te werken met gradaties in vrijwillige verslaggeving. Dit om het onderzoek een bredere basis te geven, aangezien er toch een verschil is in het verstrekken van het wettelijk minimum aan informatie ten opzichte van uitgebreidere paragrafen met daarin additionele informatie. Vrijwillige verslaggeving zal in verdere regressies dan ook onze afhankelijke variabele worden. De indeling in dummies zal gebeuren op basis van de wetgeving waarbij er een strikte indeling zal gevolgd worden. Hierbij zal er op gewezen worden dat de wetgeving enorm ruim is en dus vrij interpreteerbaar is door de bedrijven. Wanneer we kijken naar de gradaties zal er eerder gekeken worden naar de hoeveelheid informatie die er wordt vrijgegeven, aangezien er hierin dus duidelijk verschillen merkbaar zijn. De exacte manier van indelen wordt verder besproken bij de informatie rond de afhankelijke variabele.

Zodra al deze informatie verzameld is, zijn we overgegaan tot het opstellen van hypotheses. Deze vindt u uitgeschreven en verklaard in volgende sectie. We zullen deze hypotheses testen in diverse regressies waarbij we ook andere factoren proberen te achterhalen die een

invloed hebben op de vrijwillige verslaggeving in Belgische ondernemingen. Deze regressies worden specifiek besproken in het deel empirisch onderzoek (hoofdstuk 7) van deze masterproef. Verder worden er ook nog enquêtes uitgevoerd bij de bedrijven van de dataset om hun beeld op de vrijwillige verslaggeving beter te kunnen vatten. Ook het praktijkbeeld van de boekhoud- en accountancykantoren die zich dagelijks bezighouden met de verslaggeving van diverse ondernemingen wordt onderzocht (hoofdstuk 8).

6.2 Hypothese

Op basis van de informatie die vergaard werd in de literatuurstudie gaan we nu onze hypothese uitwerken. Deze hypothese wordt dan later getest in een regressieanalyse. Zoals eerder besproken zijn familiale ondernemingen verschillend van hun niet-familiale tegenhangers. Er zijn bijvoorbeeld speciale governance structuren aanwezig of er spelen zich andere problemen af. Omwille van het feit dat ze zo afwijkend zijn op bepaalde vlakken, kunnen we dus ook veronderstellen dat er een verschil is in het verstrekken van vrijwillige informatie in de jaarrekening (Chen et al., 2008).

De literatuur rond vrijwillige verslaggeving behandelt aandeelhouders vaak als een uniforme groep, waarbij ze veronderstellen dat aandeelhouders meer vrijwillige verslaggeving verkiezen (Nagar, Nanda & Wysocki, 2003; Brown, Hillegeist & Lo, 2004). Het is echter zo dat recentere literatuur aantoont dat niet alle aandeelhouders hetzelfde zijn. Investeerders met geconcentreerd aandeelhouderschap hebben andere voorkeuren ten opzichte van de andere aandeelhouders, maar het bewijs hierover is zeer divers. Aan de ene kant hebben we Ajinkya, Bhojraj, en Sengupta (2005) die hebben vastgesteld dat bedrijven met grote institutionele investeerders vaak meer managementvoorspellingen voorzien. Langs de andere kant hebben we Ali et al. (2007) die bewijs leveren dat familiale ondernemingen sneller kwartaalvoorspellingen leveren, hoewel we moeten vaststellen dat ze dit enkel doen wanneer de ondernemingsprestaties slechter zijn. Kwartaalvoorspellingen zijn dan een proxy voor vrijwillige verslaggeving, net zoals managementvoorspellingen.

Chen et al. (2008) stellen ook dat familiale eigenaars minder publieke vrijwillige verslaggeving vereisen, omwille van de lagere informatieasymmetrie die er heerst in hun onderneming. Familiale eigenaars zijn dan ook veel beter betrokken bij het management als bestuurders of managers. Zij hebben dan ook betere toegang tot informatie, waardoor ze dus ook een betere controle kunnen uitvoeren en het agency probleem (type I) wordt gereduceerd. Die controle geldt dan als een substituut voor vrijwillige verslaggeving, waardoor deze overbodig wordt als extra controlemiddel. Daarnaast merken ze ook op dat de familie zowel de kosten van het niet-vrijgeven als de opbrengsten van het vrijgeven kunnen

internaliseren. Dit leidt er dan weer toe dat ze meer vrijwillige verslaggeving verkiezen ten opzichte van andere eigenaars. Een voordeel dat de meeste ondernemingen ondervinden aan vrijwillige verslaggeving is een verminderde kapitaalkost (Botosan, 1997).

Ook Ali et al. (2007) stellen dat de familie een meer effectieve controle kan uitvoeren op het management. Ze kunnen deze dan ook gaan belonen op basis van de informatie die ze verkregen hebben door deze controle. Daarnaast is het ook zo dat de familie vaak een grote hoeveelheid aandelen in hun bezit heeft en daarbij ook een managementfunctie uitoefent in de onderneming. Op deze manier wordt dan ook weer het probleem van de scheiding van eigenaarschap en management gelimiteerd. Wat ook weer zorgt voor minder nood aan vrijwillige verslaggeving. Daarnaast als we kijken naar het type II agency probleem tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders stellen we eerder dat de andere aandeelhouders meer informatie gaan eisen om zo zelf een betere controle te kunnen uitvoeren. Op basis van type II kunnen we dus veronderstellen dat er juist meer vrijwillige verslaggeving zal ontstaan bij de familiale onderneming.

Chau en Gray (2010) splitsen hun stelling dan weer op in het percentage aandeelhouderschap van de familie. Zij vinden dat op een gemiddeld tot laag niveau van familiaal aandeelhouderschap (25% of minder), het samenbrengen van belangen belangrijker is en de mate van vrijwillige verslaggeving dus vrij laag blijft. Dit komt omdat de eigenaars minder opportunistisch gedrag gaan vertonen omdat ze een groot deel van de gevolgen dragen van beslissingen die de waarde van de onderneming niet verhogen. Dit ondersteunt dan het voorgaande dat het conflict tussen de eigenaar-manager en de andere investeerders verminderd wordt wanneer het aandeel van de eerste groep in de onderneming stijgt. Bij hogere niveaus (meer dan 25%) daarentegen is het entrenchment effect belangrijker, wat dan weer geassocieerd wordt met een hoger niveau van vrijwillige verslaggeving. Dit veronderstelt dat de eigenaar-managers meer in hun eigen belang gaan handelen. Hierdoor ontstaat er dan een probleem van informatieasymmetrie tussen de verschillende investeerders. La Porta, Lopez-De-Silanes en Shleifer (1999) zeggen dan ook dat de beslissingen van de eigenaar-manager genomen worden om hun persoonlijke welvaart te verbeteren, waardoor de minderheidsaandeelhouders benadeeld kunnen worden.

Wang (2006) spreekt dit echter tegen door te stellen dat familiale ondernemingen met hun uniek aandeelhouderschap juist minder geneigd zijn om zich met opportunistisch gedrag bezig te houden. De reden hiervoor is dat dit mogelijk de familiale reputatie kan schaden, alsook hun welvaart of hun lange termijn prestaties. Hierdoor kunnen we meer geneigd zijn om te stellen dat er meer vrijwillige verslaggeving zal zijn om dat entrenchment effect tegen te werken.

Ex ante kunnen we nu niet zeggen of de relatie positief of negatief zal zijn omwille van de diverse resultaten uit de literatuur. We gaan dus een algemene hypothese stellen als volgt:

H1: Er is een verschil in verstrekken van vrijwillige verslaggeving tussen familiale en niet-familiale ondernemingen.

Op deze manier laten we alle mogelijkheden open die in de literatuur zijn aangehaald en kunnen we onderzoeken of er werkelijk een verschil is. Daarna kunnen we, indien verschillend, op zoek gaan naar mogelijke redenen van dit verschil in België. Op die manier kunnen we dan onze resultaten koppelen aan bepaalde voorgaande onderzoeken.

6.3 De afhankelijke variabele: Vrijwillige verslaggeving

Zoals eerder vermeld zal onze afhankelijke variabele in het empirisch onderzoek de vrijwillige verslaggeving zijn. Hiervoor moeten we een indeling opstellen tussen de verschillende ondernemingen om de mate van vrijwillige informatie aan te geven of om aan te geven dat er vrijwillige informatieverstrekking is. We gaan dit doen aan de hand van enkele indelingen om zo een ruimer beeld te krijgen van de praktijken rond vrijwillige verslaggeving.

Een eerste indeling die we maken, is een dummy-opdeling. Hier gaan we enkel werken met een code 1 of 0 om aan te geven of er vrijwillige verslaggeving is of niet. We vertrekken hiervoor vanuit de Belgische wetgeving en voor de beursgenoteerde bedrijven betrekken we ook de IAS/IFRS-wetgeving erbij. Het is hier vooral de bedoeling om te kijken of er vanuit de wetgeving werkelijk informatie gegeven wordt die niet verplicht is en die via geen enkele interpretatie onder de wetgeving zou kunnen vallen. Deze indeling wordt vooral gemaakt om te kijken naar het wettelijk aspect rond de vrijwillige verslaggeving en de toepassing ervan bij de verschillende ondernemingen.

Een tweede opdeling ontstaat uit een bredere kijk op onze eerste aanpak. Hiermee bedoelen we dat de wetgeving vrij ruim is en ook vrij interpreteerbaar is door de bedrijven. Wanneer we de verschillende jaarverslagen bekijken, zien we op het eerste zicht al snel dat er grote verschillen zijn tussen de diverse ondernemingen. We spreken hier dan niet over verschillen tussen familiale en niet-familiale ondernemingen, maar gewoon over een algemeen beeld. Er zijn ondernemingen die bepaalde zaken veel dieper uitwerken dan anderen en voor meer elementen. We nemen hier bijvoorbeeld de vereiste van art 96 §1, 1^o W. Venn.: "... dit

overzicht bevat een evenwichtige en volledige analyse van de ontwikkeling en de resultaten van het bedrijf en van de positie van de vennootschap.... ". Dit artikel wijst op het feit dat ondernemingen commentaar moeten geven op en uitleg moeten geven bij de belangrijke posten van de jaarrekening. Sommige ondernemingen geven hier dan enkel de eenvoudige vergelijking met het vorige jaar, terwijl andere ondernemingen heel specifiek elke wijziging aanduiden en plaatsen binnen het geheel van de activiteiten. Nog andere ondernemingen werken hier een beperkte financiële analyse uit om zo de evolutie van de balans en de resultatenrekening weer te geven. Algemeen kunnen we stellen dat er dus een duidelijk verschil is in de toepassing van de wetgeving qua volume. Dit kan ook als vrijwillig worden opgevat omdat er verschillende ondernemingen zijn die meer informatie vrijgeven dan het wettelijk minimum dat kan worden afgeleid uit de wetgeving.

Deze indeling bouwt dus verder op de wetgeving, maar interpreteert deze ruimer. We werken hiervoor met vier categorieën van 0 tot en met 3. Uiteraard is deze indeling in beperkte mate ook subjectief beïnvloed door de onderzoeker, maar dit wordt door herhaaldelijke controle zoveel mogelijk beheerst. We kijken hier ook naar jaarverslagen op de website omdat deze vaak meer informatie bevatten dan wat toegevoegd is aan de neergelegde jaarrekening. Enkel de jaarverslagen die vrij toegankelijk zijn en eenvoudig te bereiken voor het grote publiek worden hier gebruikt. De indeling is ordinaal. Dit wil zeggen dat er verder gebouwd wordt op de vorige categorie. Dit wil zeggen dat categorie 1 voldoet aan de eisen van 0 en ook bepaalde criteria vervult van categorie 1. De indeling gebeurt als volgt:

0. Dit zijn de ondernemingen die zich echt aan het wettelijk minimum houden. Ze schrijven iets over de opgelegde zaken, maar houden dit enorm beperkt. Er wordt eigenlijk zo goed als geen informatie gegeven die niet uit de jaarrekening zou kunnen worden gehaald. We kijken hier echter wel niet naar posten zoals bijkantoren of gebeurtenissen na balansdatum, aangezien deze informatie vanzelfsprekend niet nodig kan zijn voor bepaalde ondernemingen. Dit geldt ook voor alle volgende categorieën.
1. In deze categorie vallen de ondernemingen die iets meer geven dan het wettelijk minimum. Ze blijven echter nog wel op de vlakte en geven slechts beperkt extra informatie. We spreken hier bijvoorbeeld over ondernemingen die al aangeven hoe bepaalde wijzigingen in balansposten ontstaan zijn. Ook bedrijven die in beperkte mate vrijwillige informatie geven volgens onze eerste indeling vallen hieronder, ondanks over het algemeen gelimiteerde informatie. Ondernemingen met een zeer kleine financiële analyse vallen ook in deze groep. We bedoelen hier bijvoorbeeld mee dat ze enkel een verticale of een horizontale analyse geven. Algemeen kunnen

we dus opsommen: korte uitleg bij balansposten die niet afgeleid kan worden uit de jaarrekening, beperkte vrijwillige informatie volgens eerste indeling (één zin of enkele woorden), korte financiële analyse (beperkt tot 1 vorm, bijvoorbeeld verticale).

2. Een onderneming krijgt een twee toegewezen wanneer zij verder gaat dan de gevraagde informatie (wettelijk minimum) en ook een uiteenzetting doet van andere, niet-vereiste zaken. Verder vallen ook ondernemingen met een iets uitgebreidere financiële analyse onder deze groep. Dit omdat een financiële analyse van de balans of resultatenrekening nuttige informatie kan opleveren voor partijen met financiële basiskennis. Daarnaast bevinden er zich ook ondernemingen die een marktanalyse doen of diepere informatie geven rond hun omzetcijfers in deze groep. Ook hier maken we een kleine brug naar onze eerste opdeling doordat we hier ook bedrijven toewijzen die een uitgebreidere vrijwillige verslaggeving hebben op een bepaald gebied.

Algemeen kunnen we hier de criteria als volgt opsommen: uiteenzetting van niet-vereiste zaken, uitgebreide financiële analyse (meer dan één vorm), marktanalyse of analyse van omzet. Het laatste criterium wordt weer gelinkt aan de eerste indeling. Specifiek zijn dit de ondernemingen die volgens de eerste indeling meer zeiden dan slechts één zin of enkele woorden.

Uiteraard kunnen onder deze groep ook ondernemingen vallen die een jaarverslag op de website hebben staan met beperktere informatie. In enkele gevallen is het zo dat het toegevoegde jaarverslag bij de jaarrekening hetzelfde is als hetgeen dat op de website wordt gepost. Dit is dan in enkele gevallen een eerder beperkt jaarverslag dan wat verwacht wordt vergeleken met andere ondernemingen. In uitzonderlijke gevallen kan het dan ook dat deze ondernemingen een 2 toegewezen krijgen om op die manier een verschil aan te duiden binnen de hoeveelheid nuttige of vrijwillige informatie.

3. De derde groep legt vooral een link naar bedrijven met een uitgebreid jaarverslag op de website. Wanneer er een uitgebreid jaarverslag op de website staat met daarin extra of diepere informatie, wordt aan deze ondernemingen een drie toegewezen. Hierbij kijken we ook weer naar de wetgeving en de mate van vrijwillige verslaggeving volgens onze eerste opdeling. Wanneer deze vrij uiteenlopend is over diverse topics, worden deze hier aan toegevoegd. Dit laatste criterium geldt niet enkel voor ondernemingen met een jaarverslag op de website, maar ook voor deze die een goed uitgebreid jaarverslag bij hun neergelegde jaarrekening voegen. De ondernemingen die dan duidelijk additionele informatie geven en alle diverse punten

goed uitwerken, worden aan deze groep toegevoegd. Hier is het algemene criterium eigenlijk kortweg dat ondernemingen verder gaan dan de vorige indelingen.

Een derde en laatste indeling is vrij gelijkaardig aan de tweede indeling. Hier bekijken we enkel de neergelegde jaarrekeningen en niet de jaarverslagen op de website. Dit omdat we vermoeden dat er verschillende gebruikers zijn die enkel de jaarrekening via de balanscentrale raadplegen en niet de tijd of de moeite nemen om ook de website van de onderneming te controleren. Deze indeling wijkt dus amper af van de vorige, maar geeft vermoedelijk wel een verschil in verstrekte informatie weer. Dit wordt allemaal besproken bij het beschrijven van de afhankelijke variabele in het empirisch onderzoek. De indeling gebeurt dus op dezelfde manier. Enkel de criteria rond het jaarverslag op de website moeten hier genegeerd worden.

Hoofdstuk 7: Empirisch onderzoek

7.1 Variabelen

Uiteraard is de belangrijkste onafhankelijke variabele van deze studie het feit of een onderneming familiaal is of niet. We veronderstellen als een familiale onderneming:

'Een onderneming waarbij de meerderheid van het stemrecht op de algemene vergadering in handen is van de oprichter of de eigenaar van de onderneming en diens familie. Daarnaast is er ook minstens één vertegenwoordiger van de familie actief in het management of het bestuur van de onderneming.'

Deze onafhankelijke variabele wordt gebruikt als een dummy-variabele waarbij de 1 aangeeft dat de onderneming een familiaal karakter heeft.

ROA, Return On Assets staat voor de winstgevendheid van een onderneming. In dit onderzoek is de ROA als volgt berekend:

$$ROA = \frac{\text{Winst of verlies uit gewone bedrijfsvoering voor belastingen}}{\text{Totale Activa}}$$

We gebruiken hier een ratio en niet gewoon de winst omdat de winstgevendheid natuurlijk bekeken moet worden in functie van het vermogensgebruik. Een kleinere onderneming die een grote winst behaalt is uiteraard winstgevender dan een grotere onderneming die een even grote winst behaalt. De winstgevendheid wordt verwacht een positieve invloed te hebben op de vrijwillige verslaggeving (sectie 5.6).

Naast winstgevendheid speelt ook grootte een rol bij de verslaggevingspolitiek van een onderneming. Deze bekijken we aan de hand van de logaritmische transformatie van de totale activa. We nemen hier de logaritme omdat op deze manier outliers worden weggewerkt en omdat dit anders een vertekend beeld kan geven. Net zoals de winstgevendheid is er ook voor grootte de verwachting dat dit een positieve invloed gaat hebben op de vrijwillige verslaggeving.

De volgende variabele is de schuldgraad van de onderneming. Deze werd op de volgende manier berekend:

$$\text{Schuldgraad} = \frac{\text{Totale Schulden}}{\text{Totale Activa}}$$

Hoe groter deze ratio wordt, hoe groter ook de kans dat een onderneming in moeilijke tijden niet aan zijn betalingsverplichtingen zal kunnen voldoen. Ook bij deze variabele wordt er weer verwacht dat dit een positieve invloed gaat hebben op de mate van vrijwillige verslaggeving.

Daarnaast speelt ook de liquiditeit een rol voor de onderneming. Deze staat voor de mate waarmee de onderneming aan haar korte termijnverplichtingen kan voldoen. Liquiditeit kan op verschillende manieren berekend worden. In dit onderzoek hanteren wij de current ratio omdat er geoordeeld is dat de voorraden normaal gezien liquide zijn en omdat in de literatuur hoofdzakelijk gewerkt wordt met deze current ratio. De current ratio wordt als volgt berekend:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Vlottende Activa}}{\text{Vlottende Passiva}}$$

Volgens voorafgaand onderzoek zou de liquiditeit, in tegenstelling tot de vorige variabelen, een negatieve invloed hebben op de vrijwillige verslaggeving.

Een variabele die nog wat uitleg vereist is de arbeidsdruk. Deze variabele wordt als volgt berekend:

$$\text{Arbeidsdruk} = \frac{\text{Loonkosten}}{\text{Opbrengsten}}$$

Met arbeidsdruk wordt er gewezen op het feit dat de vakbonden de additionele informatie kunnen gebruiken om extra druk te zetten op het management. Uit onderzoek (Depoers, 2000) blijkt wel dat de arbeidsdruk moeilijk te vatten is in een variabele omdat het uiteindelijk afhangt van de onderhandelingskracht van de werknemers. Zij stellen dan dat de beste proxy is om te werken met de loonkosten en de opbrengsten van de onderneming. De loonkost wordt dan aanzien als een manier om de arbeidsintensiteit van de onderneming voor te stellen. De druk van de vakbond heeft een verwachte negatieve invloed op de verslaggeving van de onderneming.

Dan hebben we nog een tweetal dummy-variabelen, namelijk de beursnotatie en de aanstelling van een big4-auditor heeft. Beide hebben de waarde 1 als de voorwaarde van beursnotatie of auditor vervuld zijn. Uit onderzoek blijkt dat voor de big4-auditor er geen eenduidige resultaten zijn over de invloed op vrijwillige verslaggeving. We stellen hier dus geen verwachting voorop. Beursnotatie is niet expliciet verwerkt in de bestaande literatuur. Er wordt daarin meestal gewerkt met de toepassing van IAS/IFRS wetgeving waarbij er negatieve relaties zijn gevonden met vrijwillige verslaggeving. We verwachten hier dus ook eerder een negatieve relatie omdat in de Belgische context enkel beursgenoteerde ondernemingen deze wetgeving moeten volgen.

De volgende variabele is het aantal bestuurders. In de onderzoeksliteratuur werd de invloed onderzocht van het aantal onafhankelijke of het aantal niet-uitvoerende bestuurders, maar daarover kunnen wij niet beschikken. Omdat het aantal bestuurders als dusdanig nog niet bestudeerd werd, is er ook hier geen verwachting over de relatie met vrijwillige verslaggeving.

Om te controleren voor de sector wordt een indeling gemaakt in zes sectoren: industrie; bouwnijverheid; handel, logistiek en horeca; informatie en communicatie; financiële instellingen en zakelijke dienstverlening.

7.2 Beschrijving Dataset

De dataset bestaat uit 200 ondernemingen waarvan er 50% familiale ondernemingen zijn. Deze ondernemingen situeren zich in de zes sectoren zoals aangegeven in onderstaande tabel 4. De indeling in sector is gebeurd aan de hand van een sectorindeling van Cave (2006).

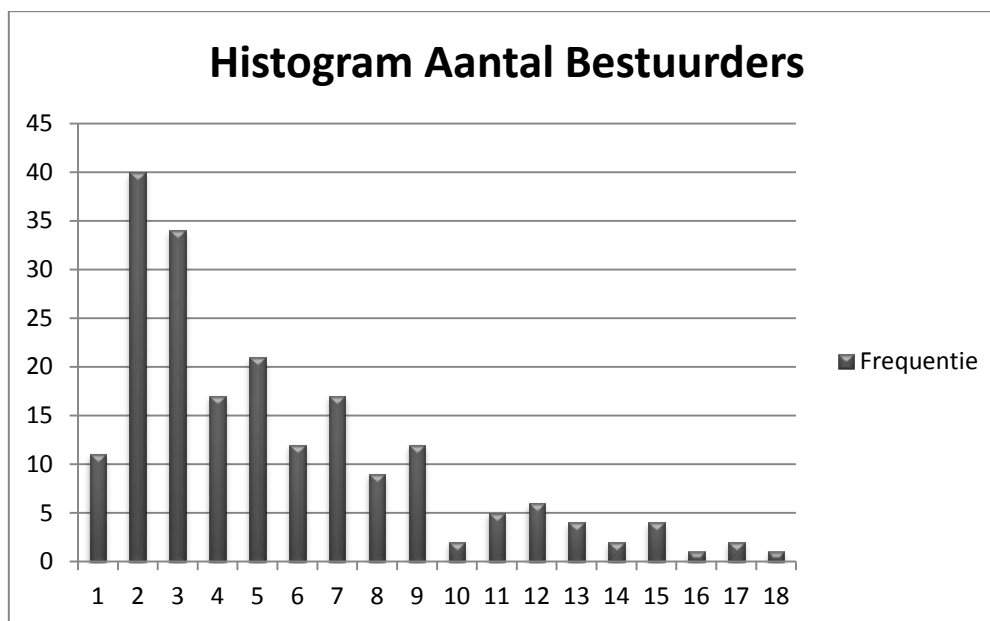
Tabel 4: Sectorindeling dataset

Sector	Aantal / Percentage
Industrie	97 / 48.5%
Bouwnijverheid	12 / 6%
Handel, logistiek en horeca	75 / 37.5%
Informatie en communicatie	8 / 4%
Financiële instellingen	2 / 1%
Zakelijke dienstverlening	6 / 3%

De indeling in beursgenoteerd of niet is als volgt: 35 ondernemingen zijn op de beurs genoteerd (17.5%). Wanneer we kijken naar audit als variabele hebben 93 ondernemingen (46.5%) een Big4 commissaris aangesteld.

Het aantal bestuurders heeft een links-scheve verdeling. De meeste ondernemingen hebben een klein aantal bestuurders. Een groter aantal bestuurders is eerder uitzonderlijk. We stellen vast dat de meeste ondernemingen slechts drie (of vier) bestuurders hebben. Dit komt overeen met het wettelijk minimum dat vereist wordt voor een naamloze vennootschap (NV, art 518 wetboek vennootschappen). Voor de BVBA en de coöperatieve vennootschap bepaalt de wetgeving dat er minstens één bestuurder moet zijn (art 255 en 378 wetboek vennootschappen). Merk op dat de wetgever de mogelijkheid gelaten heeft voor naamloze vennootschappen om ook met twee bestuurders te werken als er slechts twee

aandeelhouders zijn (art 255 wetboek vennootschappen). De verdeling wordt weergegeven in onderstaande figuur.



Figuur 17: Histogram aantal bestuurders

Uiteraard hebben we ook informatie over de continue variabelen die iets meer zeggen over de economische situatie van ondernemingen. Dit wordt gerapporteerd in tabel 5.

Tabel 5: Overzicht belangrijke variabelen

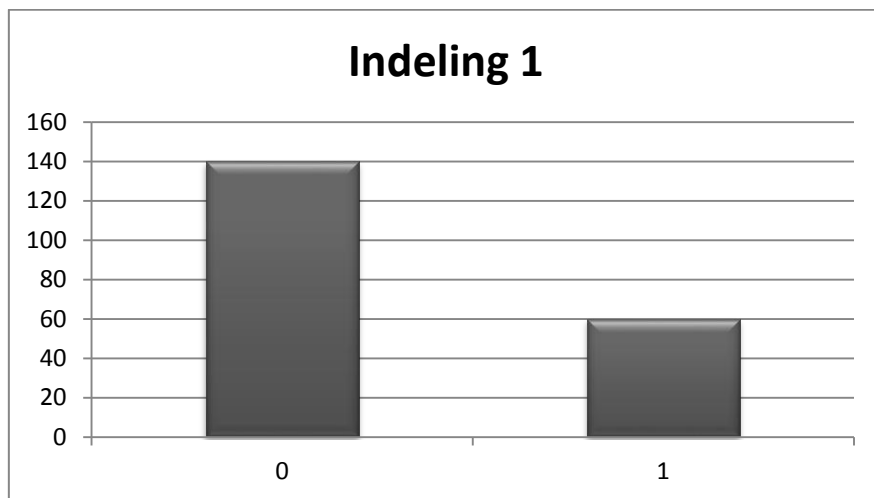
Variabele	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Mediaan
Omzet	199	20.937.234,00	4.805.273.967,0	255.632.493,31	117.149.452
Totale Activa	200	7.454.448,00	33.737.453.321	645.412.166,74	77.804.701
ROA	199	-31,5700	50,6800	5,9415	4,81
Winst Bj.	200	-24.335.592,00	2.782.346.059,0	32.779.046,63	3.060.249
Current Ratio	200	0,0287	14,4850	1,7907	1,3606
Arbeidsdruk	196	0,0005	1,6508	0,1512	0,1174
Schuldgraad	200	0,0833	173,2120	1,4605	0,6182

De winst die gerapporteerd is in bovenstaande tabel betreft de uiteindelijke winst na belastingen en voor resultaatverwerking. Gemiddeld gezien is het zo dat de ondernemingen winstgevend zijn. De mediaan bedraagt €3.060.249,00. De minimale waarde van de current ratio (0.0287) ligt ver onder de ondergrens voor een gezonde waarde. Deze wordt namelijk bepaald op 1, maar er wordt zelfs gesteld vanuit de financiële analyse dat 1.5 of zelfs 2 een betere grens zou zijn omwille van de kans op incurante voorraden. Het gemiddelde oogt

goed, alsook de mediaan geeft een waarde boven de ondergrens. Deze ligt wel iets onder de waarden die bij financiële analyse als voldoende worden geacht.

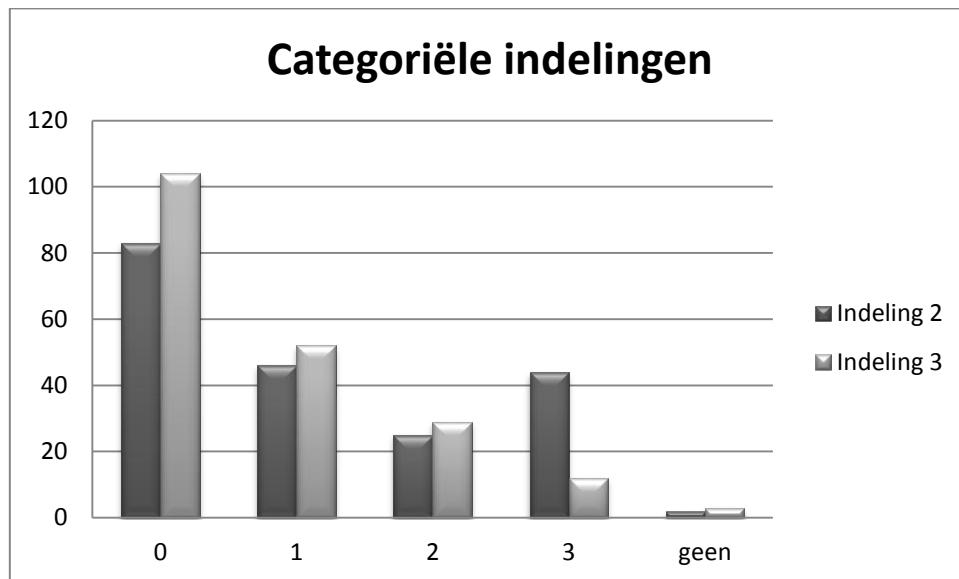
Voor de bovengrens van de schuldgraad wordt normaal 75% gebruikt. We merken op dat het gemiddelde al bijna het dubbel is van deze waarde. Sommige ondernemingen in deze dataset hebben dus te veel schulden ten opzichte van hun totale activa. De mediaan is daarentegen een betere maatstaf om de schuldgraad in te schatten. Deze ligt op 61.82% wat onder de bovengrens is. We kunnen dus stellen dat minstens de helft van de ondernemingen hun schuldgraad binnen de perken houdt. Aangezien het gemiddelde zo'n hoge waarde heeft, leiden we af dat er ondernemingen zijn met een zeer hoge schuldgraad. Dit merken we ook aan het maximum.

Tot slot gaan we hier bij de beschrijving ook even in op de afhankelijke variabele, namelijk de vrijwillige verslaggeving. De manier van indeling is in het vorige hoofdstuk beschreven. 30% van de ondernemingen heeft in hun jaarverslag iets van vrijwillige verslaggeving staan. Uiteraard gaat het hier ook soms alleen om weinig informatieve woorden, waardoor de werkelijke informationele waarde minder afgeleid kan worden uit deze indeling.



Figuur 18: eerste indeling

De volgende twee indelingen zijn vrij gelijkaardig. Daarom plaatsen we deze in één figuur.



Figuur 19: Categoriële indelingen

We zien hier bij elke waarde twee balkjes, waar het linkse balkje steeds de tweede indeling (met website) voorstelt en het rechtse de derde indeling (zonder website). Wat opvalt is dat de derde groep een sterke daling ondergaat wanneer we het jaarverslag op de website laten wegvallen. Er kan dan ook gezegd worden dat de informatiehoeveelheid sterk daalt. Deze ondernemingen gaan hoofdzakelijk over naar groep 0 met het wettelijk minimum zoals afgeleid kan worden uit de sterke stijging van de rechtse balk daar. Algemeen kunnen we hieruit concluderen dat ondernemingen vaak wel de moeite doen om een extra jaarverslag op te stellen en op de website beschikbaar te stellen, maar dat zij niet de moeite nemen om dit toe te voegen aan de neergelegde jaarrekening. Zij voegen daar vaak een zeer beperkt jaarverslag aan toe, waardoor investeerders die niet de moeite nemen om de website te raadplegen, met beperkte informatie achterblijven. In onderstaande tabel zien we een overzicht over hoe de herverdeling (in percentage) gebeurd is van de 44 bedrijven die in indeling 2 allemaal tot de derde groep behoorden.

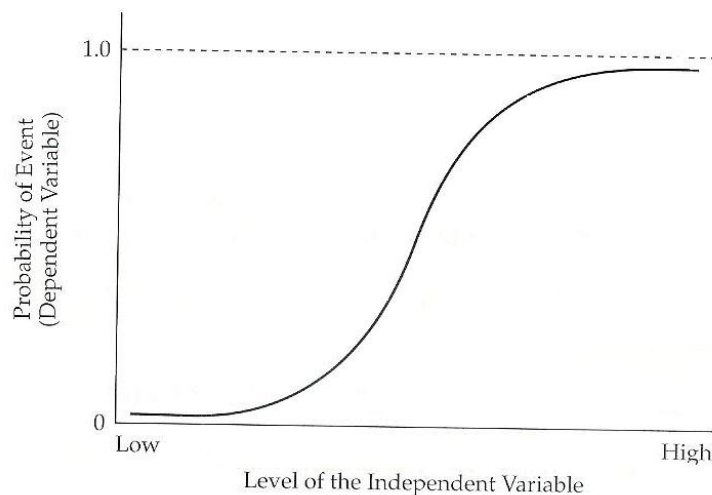
Tabel 6: herverdeling ondernemingen groep 3

Groep	Percentage
0	47,73%
1	13,64%
2	20,45%
3	15,91%
Geen	2,27%

7.3 Logistische Regressie: Dummy-indeling

7.3.1 Model

Om te beginnen wordt de hypothese getest aan de hand van de dummy-indeling die gehanteerd werd voor vrijwillige verslaggeving. Aangezien er hier gewerkt wordt met een dummy als afhankelijke variabele is het niet aangewezen om een gewone regressiemethode te hanteren. Er wordt hier dus gewerkt met een logistische regressie. Dit is een gespecialiseerde vorm van de normale regressie die geformuleerd is om een binaire categorische variabele te voorspellen en te verklaren. Er wordt dan een logistische curve (figuur 20) gebruikt om de relatie tussen de onafhankelijke en de afhankelijke variabelen voor te stellen.



Figuur 20: Logistische Curve

Bron: Hair, Black, Babin & Anderson (2009)

We gaan hier de volgende logistische regressie schatten:

$$\begin{aligned} \text{Logit}_i &= \text{Prob}(VV = 1) \\ &= \alpha + \beta_1 \text{familiaal} + \beta_2 \text{Beurs} + \beta_3 \text{Big4} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{CurrentRatio} + \beta_6 \text{bestuurders} \\ &+ \beta_7 \text{arbeidsdruk} + \beta_8 \text{Intotact} + \beta_9 \text{Schuldgraad} + \beta_{10} \text{Sec2} + \beta_{11} \text{Sec3} + \beta_{12} \text{Sec4} \\ &+ \beta_{13} \text{Sec5} + \beta_{14} \text{Sec6} \end{aligned}$$

We laten de dummy variabele voor sector 1 hier uit de regressie omdat we multicollineariteit willen vermijden. De interpretatie van de andere sectoren wordt dus gedaan in vergelijking met de sector industrie. Deze regressie wordt uitgevoerd met SPSS.

7.3.2 Resultaten

Dit geeft volgende resultaten, met 195 waarnemingen:

Tabel 7: Resultaten Binaire Logistische Regressie

Logistische Regressie						
	B	St. Fout	Wald	df	Significantie	Exponent(B)
Familiaal	-0,618	0,473	1,705	1	0,192	0,539
Beursnotatie	3,455	0,777	19,787	1	0,000	31,658
Big4-auditor	-0,732	0,48	2,323	1	0,128	0,481
ROA	0,013	0,031	0,19	1	0,663	1,013
Current Ratio	-0,316	0,258	1,507	1	0,22	0,729
Aantal Bestuurders	0,153	0,064	5,667	1	0,017	1,165
Arbeidsdruk	1,543	1,817	0,721	1	0,396	4,679
Ln totale activa	0,44	0,206	4,568	1	0,033	1,553
Schuldgraad	0,323	1,212	0,071	1	0,79	1,382
Sector 2	-19,706	11730,203	0,000	1	0,999	0,000
Sector 3	0,084	0,494	0,029	1	0,864	1,088
Sector 4	-2,127	1,246	2,913	1	0,088	0,119
Sector 5	-29,765	6731058,22	0,000	1	1,000	0,000
Sector 6	-0,805	1,484	0,294	1	0,587	0,447
Constante	-9,88	4,141	5,694	1	0,017	0,000

Deze logistische regressie werd uitgevoerd met de gewone methode van enter, waarbij alle verklarende veranderlijken tot de functie worden toegelaten. We kunnen deze regressie ook uitvoeren met een andere methode zoals de Wald-methode. Dit is een stapsgewijze procedure waarbij de variabelen worden toegelaten naargelang hun vermogen een onderscheid te maken tussen al of geen verslaggeving. Bij de voorwaartse Wald-methode wordt het bijkomend discriminerend vermogen gemeten aan de hand van de Wald-statistiek. Wanneer er geen significante variabelen meer zijn, stopt de iteratie. Op basis van deze methode wordt hetzelfde resultaat bekomen, enkel de waarden van de fit van het model zijn lichtjes verschillend. Deze resultaten kan u bekijken in bijlage 3.

Voor de interpretatie van de variabele kan er gekeken worden naar de B of de exponent van B. Anders gezegd kijken we naar de logit of naar de odds ratio van de afhankelijke variabele. We gaan hier kijken naar de interpretatie van de odds ratio omdat deze logischer is en

eenvoudiger is dan deze van de logit. De odds ratio betekent voor deze regressie het volgende:

$$Odds = \frac{Prob_{vrijwillige}}{Prob_{geen\ vrijwillige}}$$

Als we eerst kijken naar de vooropgestelde hypothese voor het familiale karakter van de onderneming zien we dat deze hier niet ondersteund wordt. Familiaal eigenaarschap is geen significante variabele in deze regressie. De hypothese dat er een verschil is in vrijwillige verslaggeving tussen familiale en niet-familiale ondernemingen wordt bijgevolg verworpen.

Er zijn vier significante variabelen. De eerste is de beursnotatie (significant op 1%). De resultaten duiden een positieve relatie aan, terwijl er eerder een negatieve relatie vooropgesteld werd op basis van vorige onderzoeken. Hier moeten we wel bij opmerken dat die gekeken hebben naar toepassing van IAS/IFRS en niet echt naar de beursnotatie van de onderneming. Op zich is het niet zo verwonderlijk dat beursgenoteerde ondernemingen meer aan vrijwillige rapportering doen. Wanneer we de waarde interpreteren zegt deze dat beursnotatie ervoor zorgt dat er afgerond 32 keer meer kans is op vrijwillige verslaggeving ten opzichte van geen vrijwillige verslaggeving, ceteris paribus.

De tweede significante variabele is de variabele voor de grootte, namelijk de logaritme van de totale activa (significant op 5%-niveau). Ook hier stellen we weer een positieve relatie vast met de vrijwillige verslaggeving. Hier is het zo dat wanneer de totale activa stijgen met 1%, ceteris paribus, de kans op vrijwillige verslaggeving 1,553 keer toeneemt vergeleken met de kans dat er geen vrijwillige verslaggeving is. Met dit resultaat wordt de vooropgestelde relatie bevestigd.

De derde significante variabele is het aantal bestuurders (significant op 5%). Ook hier wordt er een positieve relatie vastgesteld. Wanneer het aantal bestuurders stijgt met 1, gaat de odds ratio 1.165 keer groter worden. Dit betekent dus dat de kans op vrijwillige verslaggeving groter is bij een groter aantal bestuurders.

Tot slot is de dummy voor sector 4 (informatie en communicatie) significant op een lager niveau (10%). Dit moet worden bekeken in vergelijking met sector 1 (industrie). De kans op geen vrijwillige verslaggeving stijgt wanneer een onderneming behoort tot de sector van informatie en communicatie in vergelijking met de referentiecategorie van industrie. Wanneer we echter kijken of sector in zijn geheel een significante invloed heeft op de vrijwillige verslaggeving, wordt dit verworpen. Dit werd gedaan door het model met en zonder de sectordummies te schatten en dan de chi²-waarden te vergelijken op basis van het aantal vrijheidsgraden. Hier werd dan de nulhypothese aanvaard dat er geen verschil is

tussen beide regressies, waardoor we kunnen aannemen dat de sector geen invloed heeft op de vrijwillige verslaggeving.

7.3.3 Fit van het model

Ten eerste bekijken we de chi²-test van het model. De nulhypothese dat alle β 's gelijk zijn aan 0 kan worden verworpen op 1%. Eigenlijk test de chi² of er een verschil is tussen het model met enkel een constante en het model met de toegevoegde onafhankelijke variabelen. Het algemene model is dus statistisch significant.

Daarna kijken we naar de R². Logistische regressieanalyse geeft geen proportie verklaarde variantie (R²), omdat je bij een binaire afhankelijke variabele eigenlijk niet kunt spreken van variantie. Wel zijn er verschillende pseudo-R²-maten die we kunnen vergelijken met de R² uit lineaire regressieanalyse. We hebben hier de Cox & Snell R², maar die wordt niet zo vaak gebruikt omdat deze nooit de waarde 1 kan bereiken. Er wordt dan wel gezegd dat als het geschatte model goed is de waarde dicht bij 1 is. De Nagelkerke R² kan dit wel en lost de problemen van Cox & Snell dus op. Deze deelt namelijk de R² door de maximaal mogelijke R², wat er voor zorgt dat de waarde tussen 0 en 1 ligt. In de volgende tabel zien we de waarden:

Tabel 8: Pseudo R²-waarden Binaire logistische regressie

Pseudo R²- waarden		
<u>-2 Log likelihood</u>	<u>Cox & Snell R²</u>	<u>Nagelkerke R²</u>
134,120	0,416	0,589

We kunnen hier stellen dat ons model geschikt is voor de dataset, aangezien de Nagelkerke R² 0,589 bedraagt. Dit duidt op een redelijk sterke samenhang tussen de onafhankelijke variabelen en de vrijwillige verslaggeving.

De volgende test die we kunnen uitvoeren, is deze van Hosmer & Lemeshow. Deze gaat controleren of er significante verschillen zijn tussen de frequenties zoals die in de data worden waargenomen en de frequenties zoals die door het model worden voorspeld. In dit model zijn de verschillen niet significant. De waarde van deze test bedraagt 5,296 en is absoluut niet significant. De conclusie hiervan is dat het model goed bij de data past.

De laatste test is nog in verband met de classificatietabel die mee met de resultaten wordt gerapporteerd in SPSS.

Tabel 9: Classificatietabel Binaire Logistische Regressie

Classificatietabel				
		Voorspeld		
		indeling 1		Percentage
Geobserveerd		0	1	Correct
indeling 1	0	131	5	96,3
	1	21	38	64,4
Algemeen Percentage				86,7

We kijken hier eigenlijk naar de juistheid van de voorspellingen op basis van het model. Uit de tabel kunnen we afleiden dat 86,7% van de bedrijven in de juiste groep worden ingedeeld. Dit wordt ook wel de hitratio genoemd. Om te kijken of dit een goede, significante waarde is, kunnen we deze vergelijken met bepaalde grenswaarden. Ten eerste is er het maximale kanscriterium waarbij er gezegd wordt dat er 68% kans is dat een onderneming in de juiste groep wordt ingedeeld. Er wordt hier gekeken naar de grootste groep en hoeveel je correct zou hebben als je iedereen aan die groep zou toewijzen. Ten tweede kunnen we kijken naar het proportionele kanscriterium, waarbij er rekening mee wordt gehouden dat een bepaalde proportie α_1 wordt toegewezen aan groep 1 en een proportie α_2 aan groep 2. Dit wordt als volgt berekend:

$$C_{prop} = \alpha_1 p_1 + \alpha_2 p_2$$

$$C_{prop} = \left(\frac{152}{195}\right) \left(\frac{136}{195}\right) + \left(\frac{43}{195}\right) \left(\frac{59}{195}\right) = 61,04\%$$

Om dan te kijken of het beter is als het toeval kunnen we dan nog een extra test uitvoeren, waarbij we een vergelijking maken tussen de waarde van het model in de classificatietabel en de waarde volgens het kanscriterium.

$$t(p = C_{prop}) = \frac{0,867 - 0,6104}{\sqrt{\frac{(0,6104)(0,3896)}{195}}} = 7,3478$$

Dit geeft aan dat er een significant verschil is met het proportionele kanscriterium en dat het geschatte model een verbetering is. Een andere methode om te kijken of de waarde van het model beter is, is door te kijken dat die waarde minstens 25% beter is dan de waarde van het kanscriterium. Dit is bij beide methoden het geval.

Algemeen kunnen we concluderen dat we een goed model hebben om de vrijwillige verslaggeving in te schatten voor de verschillende ondernemingen. Zowel op basis van de

classificatietabel, als van de R^2 waarde, stellen we vast dat dit model een goede fit heeft en een grote verklarende waarde. Daarnaast geven ook de twee andere manieren ons een bevestiging van de geschiktheid van het model.

7.4 Regressie Indeling 2

7.4.1 Model

De 2^{de} indeling is een categorische indeling. Hierdoor kan er geen gewone binaire logistische regressie meer worden toegepast. Er dient dus gezocht te worden naar een alternatief. Voor een categorische afhankelijke variabele wordt er gewerkt met een variant van de binaire logistische regressie, namelijk de ordinale of de multinomiale logistische regressie. De eerste variant is enkel mogelijk wanneer er een ordinale schaal is binnen de afhankelijke variabele. In dit onderzoek is er aan deze voorwaarde voldaan. Er moet echter nog wel aan een andere voorwaarde voldaan zijn, meer bepaald de "test of parallel lines". Deze test controleert of de parameters hetzelfde zijn voor alle categorieën. Dit kan bekeken worden vanuit de binaire variant waar er gewerkt wordt met een odds ratio. Bij de test wordt er dan gecontroleerd of de odds ratio dezelfde is voor de overgang naar een volgende categorie, één stap hoger. De β 's hebben dus eenzelfde invloed op θ_1 , θ_2 en θ_3 , zie hieronder voor een definitie van de θ 's. De nulhypothese stelt hier dat deze parameters aan elkaar gelijk zijn. Het is dus de bedoeling dat de nulhypothese aanvaard wordt. We verkregen hier het volgend resultaat:

Tabel 10: Test of Parallel Lines van Ordinale Logistische Regressie indeling 2

Test of Parallel Lines				
<u>Model</u>	<u>-2 Log Likelihood</u>	<u>Chi²</u>	<u>df</u>	<u>Significantie</u>
Nul Hypothese	351,123			
Algemeen	322,558	28,564	22	,158

Het resultaat van de test geeft aan dat er geen significant verschil is tussen de parameters. Bijgevolg gaan we de nulhypothese aanvaarden en is de ordinale logistische regressie geschikt voor onze data. Hierdoor moeten we niet werken met de multinomiale logistische regressie, waar deze voorwaarde dus niet geldt.

Het model wordt dan als volgt opgesteld. Eerst gaan we de odds berekenen voor de verschillende scores van vrijwillige verslaggeving:

$$\Theta_1 = \text{prob}(\text{score van } 0) / \text{prob}(\text{score} > 0)$$

$$\Theta_2 = \text{prob}(\text{score van } 0 \text{ of } 1) / \text{prob}(\text{score} > 1)$$

$$\Theta_3 = \text{prob}(\text{score van } 0, 1 \text{ of } 2) / \text{prob}(\text{score} > 2).$$

De laatste categorie heeft geen odds ratio, aangezien de kans om tot de laatste score te gaan en ook die laatste score te halen gelijk is aan 1. Algemeen kunnen we de odds als volgt schrijven:

$$\theta_j = \frac{\text{prob}(\text{score} \leq j)}{(1 - \text{prob}(\text{score} \leq j))}$$

Dit brengt ons tot het volgende model dat geschat zal worden met SPSS:

$$\text{logit} = \ln(\theta_j) = \alpha_j - (\beta_1 \text{familiaal}_i + \beta_2 \text{Beurs}_i + \beta_3 \text{Big4}_i + \beta_4 \text{ROA}_i + \beta_5 \text{CurrentRatio}_i + \beta_6 \text{Bestuurders}_i + \beta_7 \text{Arbeidsdruk}_i + \beta_8 \text{Intotact}_i + \beta_9 \text{Schuldgraad}_i + \beta_{10} \text{Sector2}_i + \beta_{11} \text{Sector3}_i)$$

Ook hier laten we de dummy voor sector 1 uit de regressie om multicollineariteit te vermijden. Er moet hier echter wel opgemerkt worden dat de sectorindeling niet dezelfde is als bij de binaire logistische regressie. Dit komt omdat er bij de ordinale vorm een goede verdeling moet zijn van de variabelen over de groepen heen. Bij controle van de kruistabellen tussen de binaire variabelen van sector en deze van de categorische indeling, bleken er teveel nullen aanwezig te zijn. Dit kon opgelost worden door categorieën te gaan samenvoegen. Hier hebben we dan, naar een voorbeeld van Ho en Wong (2001), de twee grootste groepen genomen en de anderen opgedeeld in een algemene categorie. Zo verkregen we de volgende indeling in sectoren:

Tabel 11: Herschikking sectoren

Sector	Aantal / Percentage
Industrie	97 / 48.5%
Handel, logistiek en horeca	75 / 37.5%
Andere sectoren	28 / 14%

Door de herindeling in sectoren kon het model wel geschat worden zonder fouten. Bij de variabele beurs waren er ook enkele lege vakken in de kruistabel, maar dit bleek geen probleem voor de schatting van het model, waardoor deze variabele nog steeds aanwezig is in de regressie.

Wanneer we het model ingeven in SPSS, vraagt dit een onderscheid tussen factoren en covariaten. We behandelen hier dan als factoren: familiaal eigenaarschap, beursnotatie; big4 auditor en de sectoren. Aantal bestuurders is ook wel een continue variabele, maar wordt toch opgenomen als een covariaat omdat dit eenvoudiger is voor de interpretatie. Daarnaast is het ook zo dat er te veel categorieën zijn binnen het aantal bestuurders, wat het model te groot zou maken. De andere variabelen worden dus toegevoegd als covariaat aan het model.

7.4.2 Resultaten

Omwille van de indeling in factoren en covariaten, is de interpretatie ook anders naargelang de indeling. Hieronder vindt u de geschatte parameters voor het model.

Tabel 12: Resultaten Ordinale Logistische Regressie indeling 2

	<u>Schatting</u>	<u>Std. Fout</u>	<u>Wald</u>	<u>df</u>	<u>Significantie</u>
[indeling2 = 0]	7,063	2,879	6,020	1	,014
[indeling2= 1]	8,609	2,912	8,738	1	,003
[indeling2 = 2]	10,063	2,930	11,793	1	,001
ROA	,004	,021	,028	1	,867
Current Ratio	-,036	,113	,099	1	,753
Arbeidsdruk	1,923	1,167	2,715	1	,099
Ln totale activa	,562	,144	15,178	1	,000
Schuldgraad	1,256	,810	2,407	1	,121
Aantal Bestuurders	,081	,044	3,322	1	,068
[Familiaal=0]	,055	,317	,030	1	,863
[Familiaal=1]	0	.	.	0	.
[Big4=0]	,634	,326	3,785	1	,052
[Big4=1]	0	.	.	0	.
[Beurs=0]	-4,679	,741	39,855	1	,000
[Beurs=1]	0	.	.	0	.
[Sector 2=0]	-,187	,345	,294	1	,587
[Sector 2=1]	0	.	.	0	.
[Sector 3=0]	-,279	,461	,368	1	,544
[Sector 3=1]	0	.	.	0	.

We gaan hier eerst de factoren bespreken omdat deze onze belangrijkste variabele, namelijk familiaal eigenaarschap, bevat. Wanneer de significantie van deze variabele bekeken wordt, merken we dat deze helemaal niet significant is. We verwerpen daarom net zoals bij de binaire logistische regressie onze nulhypothese dat er een verschil is tussen familiale en niet-

familiale ondernemingen. Deze factor heeft dus geen invloed op de mate van vrijwillige verslaggeving bij ondernemingen. De geschatte parameter β blijft dus voor elke overgang dezelfde, dus van de stap naar een categorie hoger. Dit blijft zo voor elke parameter het geval, zoals uitgelegd in sectie 7.4.1 bij de test of parallel lines. We gaan hier niet in op de richting van de relatie die er zou kunnen zijn omdat deze parameter absoluut niet significant is en zelfs nauwelijks afwijkt van 0.

Verder merken we wel op dat er andere factoren zijn die wel een significante invloed hebben op de mate van vrijwillige verslaggeving. Ten eerste is dit de beursnotatie van de onderneming. De beursnotatie is significant op 1%. Dit kon intuïtief ook al worden verwacht, aangezien er een grote verschuiving was van de grotere naar de kleinere groepen toen we de website lieten wegvallen. Een jaarverslag op de website wordt vereist door de Corporate Governance Code (www.corporategovernancecommittee.be) voor beursgenoteerde ondernemingen. Vaak is het dit jaarverslag dat meer informatie bevat en uitgebreider is dan het jaarverslag bij de neergelegde jaarrekening. Wanneer we de beta-schatting bekijken, is dit een negatieve waarde. Dit geeft aan dat geen beursnotatie geassocieerd is met lagere scores van vrijwillige verslaggeving, ten opzichte van hogere scores. Anders gezegd betekent dit dat beursgenoteerde ondernemingen meer aan vrijwillige verslaggeving doen. Om de invloed op de odds ratio te bekijken, kunnen we de exponent nemen van de negatieve van β . Dit brengt ons op 107.66, wat betekent dat de kans op een cumulatief hogere categorie ten opzichte van een lagere categorie 107.66 keer stijgt wanneer een onderneming beursgenoteerd is, ceteris paribus.

Een 2^{de} factorvariabele is de big4-auditor. Deze is slechts significant op 10% en heeft dus ook weer een invloed op de vrijwillige verslaggeving van de onderneming. Hier is de variabele echter positief, wat betekent dat een onderneming zonder big4-auditor meer aan vrijwillige verslaggeving zal doen. Bovendien kunnen we ook weer de invloed van deze variabele op de odds ratio bekijken. Ook hier nemen we weer de exponent van de negatieve van β met als resultaat: 0.53. Dit wijst op het tegenovergestelde van bij de beursnotatie. De kans op minder vrijwillige verslaggeving ten opzichte van de kans op meer vrijwillige verslaggeving, stijgt wanneer er een big4-auditor wordt aangesteld. Anders gezegd de kans op een lagere categorie stijgt bij aanstelling van big4-auditor.

Daarnaast zijn er ook covariate variabelen die een significante invloed hebben op de mate van vrijwillige verslaggeving. Deze moeten op een iets andere manier geïnterpreteerd worden dan de factorvariabelen. Hier wordt er enkel gekeken naar een positieve of negatieve invloed op de afhankelijke variabele en komt er dus ook geen referentiecategorie aan te pas.

De eerste variabele die een significante invloed heeft op de vrijwillige verslaggeving, staat in verband met de grootte van de onderneming. De variabele log van de totale activa (Intotact) is significant op 1% en heeft dus een betekenisvolle invloed op de afhankelijke variabele. Ook hier wordt er weer een positief teken gevonden. Dit wijst erop dat wanneer de log van de grootte van de onderneming met 1 % stijgt, de kans stijgt om in één van de cumulatief hogere groepen te zitten ten opzichte van de lagere categorieën qua vrijwillige verslaggeving, ceteris paribus. Dit resultaat bevestigt wat er in voorgaand onderzoek werd gevonden, namelijk een positieve invloed van grootte op de vrijwillige verslaggeving.

Twee andere variabelen zijn slechts niet significant op het 10% niveau: het aantal bestuurders (positief verband) van de onderneming. Deze variabele is significant op 10% en heeft dus een beperkte betekenisvolle invloed op vrijwillige verslaggeving. De variabele heeft een positief teken. Dit wil zeggen dat wanneer het aantal bestuurders stijgt in de onderneming, de kans stijgt dat de onderneming in één van de hogere cumulatieve categorieën van vrijwillige verslaggeving zit tegenover de kans van zich in een lagere categorie te bevinden, ceteris paribus. Algemener kunnen we zeggen dat hoe meer bestuurders de onderneming heeft, hoe groter de kans is op meer vrijwillige verslaggeving.

De volgende variabele die een invloed heeft op de vrijwillige verslaggeving is de arbeidsdruk (positief verband). Deze variabele is niet significant op 10%, waardoor er toch eventuele twijfel kan ontstaan over de werkelijke, betekenisvolle invloed. Toch gaan we deze variabele hier kort bespreken. Uit de resultaten blijkt dat er ook weer een positieve samenhang is tussen de arbeidsdruk en de vrijwillige verslaggeving. Wanneer de arbeidsdruk dus stijgt, is er ook meer kans dat de onderneming zich in één van de (cumulatief) hogere categorieën bevindt, vergeleken met de kans dat deze zich in een lagere categorie bevindt. Deze stijging is wel vergeleken met de vertreksituatie.

Uit vorig onderzoek bleek echter dat arbeidsdruk of druk van vakbonden een negatieve invloed heeft op de vrijwillige verslaggeving, al hing dit wel af van de soort informatie. Het is namelijk zo dat als het goed gaat met de onderneming en hierover uitgebreid gerapporteerd wordt, de vakbond meer druk kan zetten voor extra voordelen. Als het slecht gaat, wordt de macht van de vakbond natuurlijk afgezwakt. Wanneer we dit controleerden aan de hand van een interactieterm van de winstgevendheid van de onderneming (ROA) met de arbeidsdruk, was de invloed niet significant. De arbeidsdruk individueel bleef wel significant. We kunnen dus stellen dat dit onafhankelijk is van de winstgevendheid van de onderneming.

7.4.3 Fit van het model

Tot slot gaan we de fit van dit model bekijken, net zoals bij het eerste model in sectie 7.3. Ook hier is het van belang omdat we natuurlijk zoveel mogelijk de motieven achter de vrijwillige verslaggeving willen achterhalen.

Eerst gaan we net zoals bij het vorige model kijken naar de χ^2 . Deze controleert als nulhypothese dat alle β 's gelijk zijn aan 0. Deze wordt hier verworpen op 1%, waardoor we zeker weten dat niet alle β 's gelijk zijn aan 0. Eigenlijk test de χ^2 of er een verschil is tussen het model met enkel een constante en het model met de toegevoegde onafhankelijke variabelen. Het algemene model is dus statistisch significant. Het zegt ons eigenlijk dat het model betere voorspellingen geeft dan dat we hadden gegokt gebaseerd op de marginale kansen van de verschillende categorieën. Dit is reeds een goed teken, maar we willen natuurlijk weten hoeveel beter het model is.

Daarna gaan we controleren of de geobserveerde data inconsistent zijn met het geschatte model. Dit gebeurt aan de hand van de Pearson χ^2 . De waarde die verkregen wordt, is niet significant en bedraagt 0.915. Hierdoor kunnen we concluderen dat de voorspellingen van de data en het model gelijkaardig zijn en dat we dus een goed model hebben.

Net zoals bij de gewone binaire logistische regressie, werkt de ordinale vorm ook met pseudo R^2 . De redenen hiervoor zijn dezelfde als de reeds besproken redenen bij de binaire logistische regressie. Ook hier wordt dit weer standaard gerapporteerd door SPSS in volgende tabel.

Tabel 13: Pseudo R^2 -waarden Ordinale Logistische Regressie indeling 2

Pseudo R^2	
Cox & Snell	,534
Nagelkerke	,577
McFadden	,296

Ten eerste hebben we ook weer de Cox en Snell R^2 , die gebaseerd is op de log likelihood van het model, vergeleken met deze van het model zonder parameters. Dit heeft een maximale waarde van minder dan 1, zoals reeds vermeld, waardoor ze minder geschikt is. Ten tweede is er de Nagelkerke R^2 wat dus een verbeterde versie is van Cox en Snell, waardoor 1 wel bereikt kan worden. Tot slot hebben we hier ook nog de McFadden R^2 , die het model met enkel een intercept vergelijkt met het volledig geschat model. De resultaten tonen aan dat het model goed geschikt is om de afhankelijke variabele te verklaren. We kijken hiervoor vooral naar de Nagelkerke R^2 . Aangezien 1 het perfecte model is, zitten we toch vrij goed

met dit model. We vermoeden dat dit model een hogere R²-waarde had kunnen verkrijgen, maar bepaalde gegevens zijn niet vrijgegeven door ondernemingen.

Tot slot kunnen we nog kijken naar de classificatietabel. Deze wordt echter niet door SPSS gegenereerd en moeten we zelf bepalen door een kruistabel te maken tussen voorspelde waarde en werkelijke waarde. De voorspelde waarde wordt opgeslagen door SPSS als een extra variabele. We verkrijgen dan volgende tabel:

Tabel 14: Kruistabel werkelijke en voorspelde waarde indeling 2

			Predicted Response Category				Total
			0	1	2	3	
indeling 2	0	Count	76	5	1	0	82
		% within indeling 2	92,7%	6,1%	1,2%	0,0%	100,0%
	1	Count	37	6	1	1	45
		% within indeling 2	82,2%	13,3%	2,2%	2,2%	100,0%
	2	Count	12	6	1	4	23
		% within indeling 2	52,2%	26,1%	4,3%	17,4%	100,0%
	3	Count	5	2	3	33	43
		% within indeling 2	11,6%	4,7%	7,0%	76,7%	100,0%
Total		Count	130	19	6	38	193
		% within indeling 2	67,4%	9,8%	3,1%	19,7%	100,0%

We zien ook voor elke categorie hoeveel er juist geschat is en in welke categorieën de anderen werden geschat. We zien dat de laagste categorie het best wordt voorspeld, alsook de hoogste categorie. De middelste categorieën worden slecht geschat en worden hoofdzakelijk onder de groep van het wettelijk minimum (0) geplaatst. Blijkbaar worden de laagste en hoogste categorieën goed voorspeld door het middel, maar is het moeilijker om de tussenniveaus goed te voorspellen. Als we berekenen hoeveel percent er over het algemeen juist wordt geschat door het model verkrijgen we 60,10%. Ook hier kunnen we deze waarde weer vergelijken met 2 criteria. Ten eerste hebben we het maximale kanscriterium, waarbij we kijken naar de grootste groep en iedereen toewijzen aan deze groep. Hier is dat de basisgroep (0-groep). We zouden in dit geval 82 ondernemingen juist toewijzen, wat neerkomt op 42,49%. Op basis van dit criterium is ons model dus beter. Het tweede criterium is dan het proportionele kanscriterium, waarbij we op dezelfde manier werken als bij de binaire logistische regressie:

$$\left(\frac{130}{193}\right)\left(\frac{82}{193}\right) + \left(\frac{19}{193}\right)\left(\frac{45}{193}\right) + \left(\frac{6}{193}\right)\left(\frac{23}{193}\right) + \left(\frac{38}{193}\right)\left(\frac{43}{193}\right)$$

Hier brengt dit ons op een grens van 35.67%, wat ook weer veel lager is dan de waarde verkregen door het model. Op basis van deze 2 criteria kunnen we dus weer concluderen dat ons model beter is als het toeval.

7.5 Regressie Indeling 3

7.5.1 Model

De laatste regressie die we uitvoeren is met de afhankelijke variabele van indeling 3. Qua model komt dit volledig overeen met dit van indeling 2, alleen is er dus een iets gewijzigde afhankelijke variabele. Net zoals bij het model besproken in sectie 7.4.1, wordt er ook hier gewerkt met slechts drie categorieën van sector. Het is echter vanzelfsprekend dat de test van parallel lines opnieuw bekeken moet worden voor de nieuwe variabele. Het is uiteraard mogelijk dat er hier een significant verschil wordt aangegeven tussen de parameters, waardoor het model niet geschikt is en we alsnog moeten overstappen op multinomiale logistische regressie.

De output van SPSS gaf ons het volgende resultaat:

Tabel 15: Test of parallel lines van Ordinale Logistische Regressie indeling 3

Test of Parallel Lines				
Model	-2 Log Likelihood	Chi²	df	Significantie
Nul Hypothese	390,664			
Algemeen	364,869	25,795	22	,261

Het resultaat is niet significant. Bijgevolg kan het model van ordinale logistische regressie ook hier worden toegepast. Om het uitgeschreven model te bekijken, wordt er hier verwezen naar sectie 7.4.1. De indeling in factoren en covariaten blijft ook gelijk aan deze van het vorige model, aangezien er geen wijziging is in de gebruikte variabelen.

7.5.2 Resultaten

Doordat er hier hetzelfde model wordt gehanteerd als bij de vorige indeling, is hier de interpretatie ook afhankelijk van het type variabele. De volgende resultaten werden gegenereerd door SPSS:

Tabel 16: Resultaten ordinale logistische regressie indeling 3

	<u>Schatting</u>	<u>Std. Fout</u>	<u>Wald</u>	<u>df</u>	<u>Significantie</u>
[indeling3 = 0]	5,637	2,514	5,028	1	,025
[indeling3 = 1]	7,115	2,537	7,865	1	,005
[indeling3 = 2]	8,801	2,574	11,690	1	,001
ROA	-,014	,019	,506	1	,477
Current Ratio	,061	,109	,311	1	,577
Arbeidsdruk	2,337	1,131	4,267	1	,039
Ln totale activa	,187	,118	2,499	1	,114
Schuldgraad	,373	,788	,224	1	,636
Aantal Bestuurders	,165	,044	14,020	1	,000
[Familiaal=0]	,221	,295	,563	1	,453
[Familiaal=1]	0	.	.	0	.
[Big4=0]	,214	,299	,510	1	,475
[Big4=1]	0	.	.	0	.
[Beurs=0]	,247	,463	,285	1	,594
[Beurs=1]	0	.	.	0	.
[Sector 2=0]	-,191	,328	,340	1	,560
[Sector 2=1]	0	.	.	0	.
[Sector 3=0]	,135	,435	,096	1	,756
[Sector 3=1]	0	.	.	0	.

Allereerst gaan we kijken naar onze belangrijkste onafhankelijke variabele, namelijk het familiaal eigenaarschap. Dit vertoont ook weer geen significante resultaten, zodat we kunnen besluiten dat op indeling 3 het familiale karakter geen betekenisvolle invloed heeft. De nulhypothese wordt dus verworpen dat er een verschil zou zijn tussen familiale en niet-familiale ondernemingen in België op vlak van vrijwillige verslaggeving.

Daarnaast gaan we kijken welke andere variabelen volgens het model wel een significante invloed hebben op de vrijwillige verslaggeving. In het geschatte model zijn dit slechts twee variabelen, meer specifiek de arbeidsdruk en het aantal bestuurders.

Wanneer we de variabele van het aantal bestuurders in tabel 16 bekijken, merken we op dat deze significant is op 1%. Er is dus een betekenisvolle invloed van het aantal bestuurders op de vrijwillige verslaggeving. Deze variabele is positief, wat wijst op een lineair verband tussen de variabelen. Wanneer het aantal bestuurders stijgt, stijgt ook de kans dat de onderneming zich in één van de cumulatief hogere categorieën van vrijwillige verslaggeving in vergelijking met de lagere categorieën bevindt. Algemeen zien we dat wanneer het aantal

bestuurders stijgt, de kans op vrijwillige verslaggeving groter wordt. We kunnen dan ook weer het effect op de odds ratio bekijken. Deze bedraagt 0.8478, als we dit bekijken ten opzichte van de ratio, zegt dit ook dat er meer kans is om een hogere score te halen van vrijwillige verslaggeving ten opzichte van een lagere score, als het aantal bestuurders stijgt ceteris paribus. Er kan zelfs gezegd worden dat als de variabele met één stap stijgt, de kans op vrijwillige verslaggeving 1.179 keer zo groot wordt als de kans dat er geen vrijwillige verslaggeving is, ceteris paribus.

De tweede variabele die significant is, is wederom de arbeidsdruk. Deze waarde is significant op 5%. Ook hier hebben we, zoals bij sectie 7.4.2, eens gekeken naar de interactieterm met de winstgevendheid. Deze variabele was echter niet significant en bracht weinig bij aan het model. Ook hier is er weer een positieve samenhang. Hierdoor kunnen we stellen dat wanneer de arbeidsdruk stijgt, de kans om zich in een cumulatief hogere categorie, ten opzichte van een lagere categorie, te bevinden ook stijgt in vergelijking met de vertreksituatie. Uiteraard kunnen we hier ook weer de exponent van beta berekenen, waardoor we net hetzelfde resultaat krijgen als hierboven, maar de interpretatie gebeurt dan op basis van de odds ratio. Dit betekent dat, in vergelijking met de vertreksituatie, de kans op een hogere categorie 10.35 keer groter wordt als de kans op een lagere categorie en dus minder vrijwillige verslaggeving.

Beursnotatie is hier niet meer significant. De oorzaak hiervoor kan gevonden worden in het feit dat de jaarverslagen op de website niet meer meetellen. Voor veel ondernemingen gebeurt dit enkel omwille van de eisen die gesteld worden vanuit corporate governance (www.corporategovernancecommittee.be). Wanneer de indelingen werden gemaakt, viel er ook onmiddellijk op dat er veel beursgenoteerde ondernemingen zijn die weinig aandacht besteden aan de neergelegde jaarrekening. Hiermee bedoelen we dat ze daar een heel beperkt jaarverslag aan toevoegen, ondanks dat ze een uitgebreid jaarverslag hebben opgesteld voor de website. Er zijn slechts enkele ondernemingen die het uitgebreide jaarverslag van de website ook gebruiken als toevoeging bij de neergelegde jaarrekening. Omwille van deze reden is er ook die grote verschuiving van de hoogste categorie naar de lagere categorieën wanneer de website buiten beschouwing wordt gelaten.

Ook grootte speelt hier geen rol meer, al valt dit slechts nipt buiten een significantie van 10%. Ook hier zou de variabele een positieve invloed hebben gehad op de vrijwillige verslaggeving. Al moeten we hierbij dus vaststellen dat dit geen betekenisvolle invloed meer heeft.

7.5.3 Fit van het model

Tot slot gaan we ook de fit van dit laatste model bespreken om een beter inzicht te krijgen in de waarde van de resultaten.

Eerst kijken we naar de χ^2 -test van het model. Deze controleert dus de nulhypothese dat alle β 's gelijk zijn aan 0 en ons model dus niet beter is als het model zonder parameters. De nulhypothese wordt hier verworpen op 1%. Het algemene model is dus statistisch significant ten opzichte van het basismodel. We kunnen hieruit concluderen dat het model betere voorspellingen geeft dan dat we hadden geschat gebaseerd op de marginale kansen van de categorieën.

Ten tweede hebben we de goodness-of-fit test in SPSS met de Pearson χ^2 . We controleren hier of de geobserveerde data inconsistent zijn met het geschatte model. We verkrijgen hier een niet-significante waarde, namelijk 531.647. We verwerpen hier de nulhypothese dat de voorspelling van de data en het model verschillend zijn. De conclusie die we dan trekken is dat we een goed model geschat hebben.

Verder kijken we ook naar de pseudo R^2 -waarden. Net zoals bij de vorige regressie verkrijgen we hier weer drie verschillende zoals aangegeven in tabel 17:

Tabel 17: Pseudo R^2 -waarden Ordinale Logistische Regressie indeling 3

Pseudo R^2	
Cox & Snell	,195
Nagelkerke	,218
McFadden	,096

De uitleg rond de verschillende berekeningswijze gaan we hier niet terug toelichten. We verwijzen hiervoor naar sectie 7.4.3. De resultaten die we hier verkrijgen zijn behoorlijk, maar laten nog wat te wensen over. De Nagelkerke R^2 bedraagt slechts 0.218. Het model is dus een vrij goede voorspeller. We vermoeden dat het model beter geschat zou kunnen worden door bijvoorbeeld op te delen in afhankelijke en onafhankelijke bestuurders of andere variabelen toe te voegen. Het probleem hierbij is dat er in de literatuur nog wel andere variabelen worden aangehaald, maar wij over deze informatie niet kunnen beschikken. De reden hiervoor kan zijn dat deze informatie niet moet worden vrijgegeven of niet beschikbaar is voor iedereen. We zouden deze informatie kunnen opvragen, maar de respons hierop is zeer laag. Hierdoor hebben we besloten deze mogelijke variabelen niet te gebruiken.

Tot slot kijken we nog naar de classificatietabel. Deze wordt, zoals eerder vermeld, niet door SPSS gegenereerd en moeten we zelf bepalen door een kruistabel te maken tussen de voorspelde waarde en de werkelijke waarde. De voorspelde waarde wordt opgeslagen door SPSS als een extra variabele. We verkrijgen dan volgende tabel:

Tabel 18: Kruistabel werkelijke en voorspelde waarde indeling 3

			Predicted Response Category				Total
			0	1	2	3	
indeling 3	0	Count	92	11	0	0	103
		% within indeling 3	89,3%	10,7%	0,0%	0,0%	100,0%
	1	Count	43	5	2	1	51
		% within indeling 3	84,3%	9,8%	3,9%	2,0%	100,0%
	2	Count	16	7	4	0	27
		% within indeling 3	59,3%	25,9%	14,8%	0,0%	100,0%
	3	Count	4	2	3	2	11
		% within indeling 3	36,4%	18,2%	27,3%	18,2%	100,0%
Total		Count	155	25	9	3	192
		% within indeling 3	80,7%	13,0%	4,7%	1,6%	100,0%

De tabel geeft aan hoeveel er juist geschat is en naar welke categorieën deze andere ondernemingen werden herverdeeld. Enkel voor de laagste categorie is er een goede voorspelling gebeurd. Daar wordt 89.3% van de gevallen juist ingeschat. Verder heeft categorie 2 en 3 ook nog een vrij goede voorspelling, al worden de meeste ondernemingen daar fout ingeschat. Wanneer we dan berekenen hoeveel percent er uiteindelijk over het hele model juist is voorspeld, krijgen we 53.65%. Wanneer we dan kijken naar het maximale kanscriterium, verkrijgen we net dezelfde waarde. Dit werd berekend door de grootste groep te nemen (categorie 0) en te delen door het aantal ondernemingen. Op basis van dit criterium is ons model dus niet beter dan het toeval. Daarnaast kijken we ook nog naar het proportionele kanscriterium. Dit geeft ons een waarde van 38.14%. Ten opzichte van dit criterium scoren we wel beter en blijkt ons model wel een betere voorspelling te geven dan het toeval. We kunnen hier dus niet algemeen stellen dat ons model beter is dan het toeval. Dit komt waarschijnlijk weer doordat we bepaalde variabelen niet konden testen.

Hoofdstuk 8: Meningen uit de praktijk

In dit hoofdstuk willen we graag nog ingaan op hoe er in de praktijk nagedacht wordt over vrijwillige verslaggeving. In de literatuur is er namelijk beperkte informatie beschikbaar over vrijwillige verslaggeving in België. Er wordt algemeen gesproken over vrijwillige verslaggeving, maar nooit echt over de details in de Belgische economie. Hierdoor willen we dit onderzoek uitbreiden naar hoe zij die betrokken zijn bij de opstelling van het jaarverslag, namelijk boekhouders of accountants, en de bedrijven zelf er over denken. Zij worden jaarlijks geconfronteerd met de opstelling van het jaarverslag, waarin eventueel vrijwillige informatie wordt opgenomen. We werken hier met het verschil tussen vrijwillige en niet-vrijwillige verslaggeving en laten de indeling familiaal en niet-familiaal achterwege. Aangezien het empirisch onderzoek geen verschil aangaf tussen familiale en niet-familiale ondernemingen op basis van vrijwillige verslaggeving, willen we hier meer ingaan op waarom ondernemingen het eventueel wel of niet zouden toepassen. Bovendien is er ook het probleem dat enkele ondernemingen in het onderzoeksjaar voor het empirisch gedeelte familiaal waren, maar in het huidige boekjaar niet meer familiaal zijn. Dit zou de resultaten beïnvloeden wat zoveel mogelijk vermeden moet worden. Op deze manier kunnen we toch additionele informatie vergaren over vrijwillige verslaggeving. In sectie 8.1 gaan we in op een vragenlijst die verstuurd werd naar een aantal boekhoud- en accountancykantoren. Daarnaast gaan we in sectie 8.2 de resultaten bespreken van de vragenlijst die verdeeld werd onder de bedrijven van de dataset. In sectie 8.3 wordt er dan nog besproken waarom ondernemingen wel vrijwillige verslaggeving kunnen doorvoeren.

8.1 Boekhoud- en accountancykantoren

Boekhoud- en accountancykantoren worden jaarlijks geconfronteerd met de opstelling van het jaarrapport van de ondernemingen in hun klantenbestand. Doordat we vrijwillige verslaggeving vooral moeten terugvinden in het jaarverslag, peilen we in onze vragenlijst vooral naar hoe er met het jaarverslag wordt omgegaan. Verder vragen we ook naar de toevoeging van additionele informatie en hoe er in de praktijk wordt nagedacht over vrijwillige verslaggeving.

Er zijn in het totaal 89 e-mails verstuurd naar willekeurig gekozen kantoren, waarvan de mailadressen werden verzameld via het internet. Er zijn zowel grotere als kleinere kantoren gecontacteerd. Hierop hebben 20 kantoren geantwoord, wat ons een respons oplevert van 22.47%. Er zijn wel 4 van deze kantoren die geantwoord hebben dat ze hier niet aan meewerken. De redenen hiervoor waren uiteenlopend, zoals opstartend klantenbestand, of

enkel kleine ondernemingen in hun cliënteel waarvoor dit sinds de wet van 13 april 1995 niet meer verplicht is. Er zijn dus 16 (17.98%) kantoren die onze vragenlijst volledig ingevuld hebben.

Onze eerste vraag peilt naar de ervaring bij de ontwikkeling of de opstelling van het jaarverslag. Hierbij komen heel uiteenlopende antwoorden naar voren. Algemeen wordt er aangegeven dat er meestal gewoon standaardformulieren worden gebruikt om het jaarverslag op te stellen en hier dus niet te veel aandacht aan wordt besteed. Het verslag blijft dan ook hoofdzakelijk hetzelfde, enkel de cijfers veranderen. Daarnaast wordt er aangegeven dat het vooral een formaliteit is en dat sinds de wet van 13 april 1995 het vaak voor KMO's niet meer wordt opgesteld. De oorzaak hiervan is dat dit niet meer verplicht is en er in de praktijk dus weinig of nooit aan wordt gewerkt. Enkelen duiden er dan ook op dat het voor een KMO zelfs overbodig is om een jaarverslag op te stellen. Één van de respondenten geeft daarentegen expliciet aan dat het ook voor de kleinere KMO nuttig is, omdat ze dan minstens één maal per jaar stilstaan bij de analyse van het rapport.

Wanneer we verder kijken naar het idee van een formaliteit wordt er ook aangehaald dat het voor veel ondernemingen complex en duur is. Daarentegen geven ze aan dat het buiten de formaliteit of verplichting, ook de mogelijkheid biedt om meer info over de vennootschap weer te geven. Een groot deel van de respondenten geeft aan dat het vooral gebruikt wordt voor de alarmbelprocedure of bij problemen van continuïteit. Op dat moment wordt er wel additionele informatie vrijgegeven om een signaal te geven dat de continuïteit van de onderneming gegarandeerd blijft en de waardering in continuïteit dus gerechtvaardigd is. Deze motivatie is wettelijk verplicht indien de onderneming twee jaar na elkaar verlies lijdt of overgedragen verlies op de balans heeft staan. Dit is bij KMO's meestal de enige reden waarom het jaarverslag nog wordt opgesteld volgens enkele respondenten. Tot slot heeft een respondent nog een belangrijke opmerking over de opstelling van het jaarverslag. Hij/zij stelt het volgende: "Het blijkt altijd een wedstrijd te zijn om snel de juiste gegevens en documenten te bekomen om een degelijk kwalitatief jaarverslag te kunnen afleveren.". Dit wijst ons op het feit dat er bij de jaarafsluiting al veel zaken moeten gebeuren, waardoor het vaak moeilijk is om nog een degelijk jaarverslag te kunnen opstellen. Dit kan de reden zijn waarom er een aantal ondernemingen zijn met het wettelijk minimum van jaarverslag. Ze voldoen op deze manier aan de verplichtingen, maar verspillen geen tijd aan de opstelling.

Bij de tweede vraag wordt er gekeken naar wie het jaarverslag opstelt. Dit wordt gevraagd omdat we inzicht willen krijgen in de betrokkenheid van de klant bij de opstelling van het jaarverslag en dus eventuele vrijwillige verslaggeving. Bij het bekijken van de antwoorden valt er meteen op dat in praktisch alle gevallen het jaarverslag wordt opgesteld door de boekhouder of accountant. Als het echter gaat om een grote onderneming of een

onderneming met een volledig jaarverslag, wordt er aangegeven dat dit meestal door de klant zelf of door een (goed georganiseerde) raad van bestuur wordt uitgeschreven. Bovendien geven bepaalde respondenten aan dat de boekhouder/accountant de juiste situatie het beste kent en ook beter weet wat de inhoud moet zijn van het jaarverslag. Hierbij wordt er ook opgemerkt dat veel zaakvoerders of bedrijfsleiders van KMO's vaak amper een balans kunnen lezen of niet weten wat een jaarverslag is en hoe het dient opgesteld te worden.

Enkele respondenten werken dan weer samen met de klant, of stellen op voorhand vragen aan de klant om op basis daarvan het jaarverslag verder op te stellen. In de praktijk wordt het dan wel meer gedaan door de boekhouder/accountant zelf, maar de opmerking bestaat dat het logischer zou zijn in handen van de bedrijfsleider. De reden die hiervoor gegeven wordt is dat niet enkel de cijfers, maar ook bepaalde feiten van belang zijn. Tot slot is het opmerkelijk dat ook hier weer de nadruk wordt gelegd op een mogelijk faillissement. Ze werken dus met een standaardverslag opgesteld door het kantoor in geval van continuïteit. In gevallen waarbij faillissement moeilijk vermeden kan worden, wordt er dan wel in overleg met de klant een deftig jaarverslag opgesteld.

De laatste vraag die peilt naar het jaarverslag ging over het gebruiken van een standaardformulier voor alle klanten of een meer klantgeoriënteerde aanpak in de opstelling. Over het algemeen werken alle kantoren met een standaard model of een standaard indeling, voornamelijk omdat er toch bepaalde wettelijke vereisten zijn die voor elke onderneming gelden. Daarnaast geven de respondenten aan dat de oorzaak hiervan is dat het veel gemakkelijker en tijdsbesparend is. Ondanks dat er een standaardformulier is, is dit niet hetzelfde voor elke onderneming. Er worden aanpassingen doorgevoerd naargelang de klant, zijn activiteiten, de situatie of het dossier. Ook hier is er weer een respondent die specifiek de alarmprocedure erbij betreft, omwille van vooral kleinere klanten die geen jaarverslag moeten opstellen. Er is bij deze respondent enkel een algemeen model wanneer de continuïteit van de onderneming in het gedrang komt, anders wordt er geen jaarverslag opgesteld voor zijn cliënteel.

Naast de vorige drie vragen rond het jaarverslag, werden er ook drie vragen gesteld rond vrijwillige verslaggeving om meer specifiek in te gaan op het onderwerp. Eerst wordt er gepeild naar de ideeën in de praktijk over vrijwillige verslaggeving en of er ook werkelijk over nagedacht wordt. Verder wordt er gevraagd of ze de klant aansporen om additionele informatie vrij te geven of dat de klant dit eerder zelf aangeeft. Tot slot wordt de mening gevraagd over het fenomeen in België en hoe vaak dit voorkomt naar hun mening.

Op deze eerste vraag geeft de meerderheid van de respondenten aan dat er geen vrijwillige verslaggeving aanwezig is. De redenen die hiervoor worden gegeven, zijn dat de normale werkdruk al hoog genoeg is, dat ze de prijs voor de klant willen drukken en dat het jaarverslag vaak niet verplicht is en er bijgevolg ook geen wordt opgesteld. Daarbij wordt er ook aangegeven dat het vaak enkel in functie van de balans is dat er informatie wordt aangegeven, waardoor er geen vrijwillige informatie bijkomt. Enkele respondenten duiden er op dat bij beursgenoteerde ondernemingen dit waarschijnlijk meer zal meespelen dan bij KMO's. Anderen geven dan weer aan dat de totstandkoming van vrijwillige verslaggeving puur toevallig gebeurt zonder dat hier over nagedacht wordt door noch de klant, noch het kantoor.

Verder zijn er ook enkele respondenten die aangeven dat er wel over wordt nagedacht en het op die manier wel tot stand komt. Een aantal kantoren brengt ook enkel additionele informatie in wanneer de klant het expliciet vraagt. Een respondent geeft bijvoorbeeld aan dat bankkantoren hen rechtstreeks opbellen om zeer snel de gegevens van tussentijdse situaties of het jaarverslag te bekomen. Dit bevestigt wat in het begin van dit onderzoek wordt aangehaald dat een belangrijke doelgroep van vrijwillige verslaggeving de financiële instellingen zijn. Tot slot stelt een respondent ook dat ze veel tijd en moeite in het jaarverslag steken om dit zo degelijk mogelijk te maken en om nadien discussies te kunnen vermijden. De respondent geeft ook aan dat dit meer een tendens is van de laatste jaren om problemen achteraf te vermijden.

We hebben nu een idee over hoe de boekhoud- en accountancykantoren denken over het ontstaan van vrijwillige verslaggeving. Uiteraard is het van belang om te weten of ze de klant aansporen of dat de totstandkoming ontstaat uit initiatief van de klant. Dit geeft een interessant inzicht in het bestaan van vrijwillige verslaggeving. Als de kantoren duidelijk aangeven dat ze de klant aansporen, zou dit de voornaamste reden kunnen zijn dat vrijwillige verslaggeving plaatsvindt in België. We merken hier dat er een verscheidenheid is aan antwoorden waardoor we geen eenduidige conclusie kunnen trekken. Enkele geven aan dat dit bepaald wordt door henzelf omdat de klant de bal vaak terugspeelt, waardoor het initiatief volledig bij het kantoor blijft. Bovendien heeft de klant vaak te weinig info over het jaarverslag, waardoor zij op eigen initiatief geen bijkomende info zullen verschaffen. Ze werken dan vooral samen in overleg met de klant om ervoor te zorgen dat klanten de belangrijke of relevante zaken kenbaar maken. Ze wijzen de klant er eerder op dat het belangrijk is dat er een juiste voorstelling is van de jaarrekening dan echt de directe aansporing tot additionele informatie.

Wat wel opvalt in de antwoorden is dat de kantoren vaak zelf extra informatie opvragen bij de klant om zelf een beter beeld te krijgen van de situatie. Deze informatie wordt dan

meestal niet gebruikt om vrij te geven naar het publiek, maar dient puur voor eigen gebruik. Het is namelijk voor hen belangrijk om de boekhouding correct te kunnen uitvoeren en de klant weet daarbij niet goed welke informatie zij nodig hebben. Bovendien zorgt dit ervoor dat eventuele niet gekende oorzaken achterhaald kunnen worden om op die manier beter advies te geven inzake het beleid van de onderneming. Deze informatie geeft dus geen aanleiding tot vrijwillige verslaggeving, tenzij zoals eerder gezegd de informatie belangrijk is voor de voorstelling van de jaarrekening.

In een aantal gevallen wordt dit volledig overgelaten aan de klant. Als de klant uit eigen beweging aangeeft dat hij graag bepaalde informatie wil vrijgeven of publiceren, dan wordt dit door de boekhouder/accountant doorgevoerd. Ook wanneer klanten duidelijk maken dat bepaalde zaken niet vermeld mogen worden, zal de accountant dit naleven. Bovendien geven ze aan dat kleinere KMO's bewust geen vrijwillige verslaggeving wensen omwille van concurrentiële redenen. Tot slot zijn er enkele respondenten die duidelijk aangeven dat ze dit afraden bij hun klanten. Redenen hiervoor zijn dat ze eventuele misbruiken of verkeerde interpretaties willen vermijden, alsook concurrentiële oorzaken. Één respondent wijst er zelfs op dat als de klant hem vraagt om bijkomende informatie te geven, hij dit steeds afraadt. Dit werkt uiteraard vrijwillige verslaggeving tegen.

De laatste vraag geeft ons de meeste informatie in verband met vrijwillige verslaggeving. Ze vraagt naar de voornaamste redenen en het eventuele voorkomen in België. De antwoorden zijn ook hier weer vrij uiteenlopend. Een aantal respondenten geeft aan dat dit zelden voorkomt in België. Ze verwachten dat dit enkel voorkomt bij multinationals en zeker niet bij de kleinere onderneming of KMO omdat dit daar overbodig is. Bovendien hebben deze kleinere KMO's ook weinig aandeelhouders waardoor zij de informatie reeds onderling besproken hebben of met de aangestelde boekhouder/accountant. Er is dus geen nood om deze informatie nog eens extra op papier te zetten. Daarnaast is ook het vrijwillige karakter een reden voor een aantal respondenten dat dit niet voorkomt. Aangezien de overheid geen enkele verplichting oplegt om die informatie vrij te geven, houdt de onderneming die ook liever voor zich. Ze stellen dat dit in België een heersende cultuur is van niet te veel informatie vrij te geven en zoveel mogelijk informatie rond de cijfers voor zich te houden.

Een andere respondent haalt duidelijk het idee aan dat er heerst rond boekhouding. Voor veel ondernemingen geldt er nog steeds het beeld dat boekhouding een loutere kost is die verder niets opbrengt omdat er geen return-on-investment is. Hierdoor willen deze kantoren de kostprijs drukken door bijvoorbeeld minder tijd te stoppen in het opstellen van een gedetailleerd jaarverslag. De respondent stelt ook dat het vooral in een KMO nog zelden gezien wordt als een beleidsinstrument. Het wordt dus door de ondernemingen te weinig gebruikt als een manier om meer inzicht te krijgen in de situatie van de onderneming en/of

het oplossen van problemen. Tot slot is ook weer het mogelijk concurrentienadeel dat de onderneming kan oplopen een reden waarom het amper voorkomt in België.

Ondanks al deze ideeën rond het beperkt voorkomen van vrijwillige verslaggeving, zijn er ook een aantal respondenten die aangeven waarom er wel vrijwillige verslaggeving voorkomt in België. De meest voorkomende reden is dat de ondernemingen bijkomende informatie verschaffen bij eventuele slechte cijfers. Ze willen bij ongunstige situaties dan meer verduidelijking geven om op die manier duidelijk te maken dat er gezocht wordt naar verbeteringen. De voornaamste reden is dus om het vertrouwen in de werking van de onderneming te behouden of te scheppen. Dit hangt ook samen met het verschaffen van correcte informatie aan derden.

Verder worden ook de aandeelhouders betrokken bij de mogelijke motieven voor vrijwillige verslaggeving. Bij grotere ondernemingen zijn er meer aandeelhouders betrokken en zij kunnen aan de hand van de vrijgegeven informatie alles beter op de voet volgen. Wanneer de onderneming dan vrijwillige informatie geeft, hebben zij een beter, uitgebreider beeld op hun investering. Niet alleen voor de betrokken aandeelhouders is dit nuttige informatie, maar ook voor de rest van de buitenwereld, zoals bijvoorbeeld financiële instellingen of potentiële investeerders. Daarnaast zijn er nog twee respondenten die elk een belangrijk punt aanhalen waarom vrijwillige verslaggeving nuttig is. Het is namelijk zinvol voor iedere vennootschap om minstens eens per jaar na te denken over "zijn we goed bezig?", "Wat met de toekomst?", "Wat kunnen we verwachten?". Dit gebeurt aan de hand van de analyse van de jaarrekening en de opstelling van het jaarverslag. Aan de andere kant is het ook zo dat veel klanten verwachten dat er een verslag wordt opgesteld over de activiteiten van het afgelopen jaar zodat ze inzicht kunnen krijgen in hun kostenstructuur. Op deze manier kunnen ze dan eventueel hun beleid bijsturen voor het komende boekjaar. We merken hier op dat de kantoren niet duidelijk aangeven of ze een basis financiële analyse aanbieden aan hun klanten. We zouden namelijk intuïtief denken dat dit toch een belangrijke dienst is vanuit de kantoren. Bij het onderzoeken van de jaarrekeningen merkten we echter ook op dat slechts een beperkt aantal ondernemingen een financiële analyse in haar jaarverslag weergeeft.

8.2 Bedrijven dataset

Naast het praktijkbeeld van boekhouders en accountants, is het ook belangrijk om te kijken naar hoe bedrijven zelf over vrijwillige verslaggeving denken. Aangezien we werken met de grotere ondernemingen in België, zullen de meeste ondernemingen hun eigen boekhoudafdeling hebben en deze niet uitbesteden aan een kantoor. Doordat kantoren vaak kleinere ondernemingen in hun klantenbestand hebben, kunnen zij ons ook hoofdzakelijk

inzicht verschaffen in het topic bij deze kleine bedrijven. Hier gaan we bespreken wat de grotere bedrijven zelf ervaren en hoe ze er zelf over denken.

De methode gebruikt voor het verzenden van de enquête is grotendeels dezelfde als deze bij de boekhoudkantoren. We hebben getracht van elk bedrijf in de dataset een mailadres te bekomen. Bij sommige bedrijven werd er gewerkt met het contactformulier op de website. In totaal hebben we 193 bedrijven kunnen contacteren, waarvan er 31 (16,06%) geantwoord hebben. De respons op de enquête zelf was 25 ondernemingen (12,95%), waardoor we toch een vrij goed beeld kunnen schetsen van de situatie. Elke onderneming die de enquête heeft ingevuld heeft een eigen boekhoudafdeling in het bedrijf, waardoor alle resultaten gebruikt kunnen worden in deze analyse.

Net zoals bij de boekhoud- en accountancykantoren peilen we ook hier weer eerst naar informatie rond het jaarverslag van de onderneming. We vroegen hier naar wie de belangrijkste beslissingen neemt rond het jaarverslag. Verder peilen we naar het standpunt van waaruit dit jaarverslag wordt opgesteld en tot slot ook nog naar de continuïteit in de opstelling. De resultaten rond de belangrijkste beslissingsnemers in verband met de opstelling van het jaarverslag worden weergegeven in volgende tabel. We hebben hier meer antwoorden dan het aantal respondenten omdat bij sommige respondenten er enkele partijen samenwerken aan het jaarverslag.

Tabel 19: Belangrijkste beslissingsnemers jaarverslag

<u>Belangrijkste beslissingsnemers jaarverslag</u>	
CFO	8
COO	1
CEO	5
Raad van Bestuur	9
Boekhouder	1
Comités	1
Directiecomité	3
Secretary General	2
Marketing en communicatie	2

Uit de tabel kunnen we afleiden dat de Raad van bestuur, samen met de CEO en CFO, de belangrijkste beslissingen nemen over de inhoud van het jaarverslag. Ook de diverse comités hebben invloed op de beslissingen rond het jaarverslag. In twee gevallen heeft ook het departement marketing en communicatie invloed op de opstelling van het jaarverslag, waardoor het als een volwaardig communicatiemiddel wordt beschouwd.

Daarnaast keken we naar het standpunt van waaruit het jaarverslag wordt opgesteld. Hier kunnen we eventueel ook informatie uithalen wat de motieven voor de vrijwillige verslaggeving kunnen zijn. De bedrijven konden hier meerdere antwoorden geven. 21 bedrijven (84%) gaven aan dat het jaarverslag vooral vanuit de wetgeving ontstaat. Daarnaast was ook het feit dat het informatie geeft aan investeerders en consumenten een belangrijk motief voor het opstellen van het jaarverslag. Het verkrijgen van financiële middelen speelde minder mee en werd slechts door 12% van de bedrijven aangehaald als standpunt voor het jaarverslag. Verder waren er ook bedrijven die zelf nog andere redenen opgaven. Dit was dan hoofdzakelijk om het beeld van de onderneming naar de buitenwereld te vormen en om een visitekaartje van de onderneming af te leveren. Voor een onderneming die in de publieke sector actief is, is het meer vanuit het standpunt van de maatschappelijke stakeholders gezien.

Hieruit kunnen we afleiden dat de wetgeving de voornaamste reden is voor het opstellen van het jaarverslag. De belangrijkste doelgroepen voor het jaarverslag zijn investeerders, consumenten en financiële instellingen. De eerste twee groepen worden door een derde van de bedrijven ook als belangrijkste doelgroep aanzien als ze het jaarverslag opstellen. De financiële instellingen spelen blijkbaar minder een rol. Intuïtief kunnen we afleiden dat bedrijven hun informatie via andere wegen aan de financiële instellingen bezorgen wanneer ze nood hebben aan kapitaal.

Tot slot wordt er gekeken naar de elementen in het jaarverslag en meer specifiek of deze elk jaar hetzelfde zijn. De meerderheid van de bedrijven hanteert een vast schema soms aangevuld met specifieke en relevante zaken van het boekjaar. De reden hiervoor is ook weer om aan de wettelijke vereisten te voldoen en om de administratieve gegevensverzameling te beperken. Voorts wordt er ook gewezen op het behouden van uniformiteit om zo de vergelijking gemakkelijker te maken ten opzichte van vorige boekjaren. Tot slot is het feit dat ze het jaarverslag niet als commercieel instrument willen gebruiken ook een belangrijke reden voor het consistente karakter ervan.

Bepaalde ondernemingen geven duidelijk aan dat ze de relevantie van bepaalde informatie jaarlijks beoordelen en eventueel waar nodig gaan bijsturen. Daarnaast kijken ze naar informatie die de aandeelhouder of stakeholder kan interesseren. Enkele ondernemingen geven ook nog aan dat ze de conjunctuur of de groepsontwikkeling volgen om de inhoud van het jaarverslag te bepalen. Naargelang de situatie wordt er dus een ander jaarverslag opgesteld. Tot slot gebeuren er bij de meeste ondernemingen enkel wijzigingen als de Belgische wetgeving of de IFRS/IAS regelgeving verandert.

Nadat we het praktijkbeeld rond het jaarverslag bekeken hebben, gaan we over tot meer praktijkinzicht rond vrijwillige verslaggeving. Ten eerste vroegen we of de onderneming nadacht over het bestaan van vrijwillige verslaggeving: 44% van de ondernemingen antwoordde ja, ten opzichte van 56% nee. Om deze antwoorden te staven, vroegen we naar de motivatie van deze antwoorden.

Wanneer de respondenten ja antwoordden op de vraag of ze nadenken over vrijwillige verslaggeving kwamen volgende redenen naar voor. Ten eerste werd er duidelijk aangehaald dat ze erover nadenken omdat ze de aandeelhouders en stakeholders zo goed mogelijk willen informeren of om gebruikers de cijfers beter te laten begrijpen. Voor publieke ondernemingen is het om de maatschappelijke stakeholders te voorzien van relevante informatie. Bovendien speelt ook de relatie met de klant een rol en willen ze op deze manier aan klantenbinding doen. Ten tweede moet er bij beursgenoteerde ondernemingen reeds zeer veel informatie verplicht worden vrijgegeven. Toch geeft een beursgenoteerde onderneming aan dat ze bij elk evenement nadenkt over het al dan niet publiceren van de betreffende informatie. Dit is dan vaak vrijwillige informatie. Verder helpt het ook bij de transparantie van de onderneming. Tot slot geeft een onderneming aan dat ze erover nadenkt, maar de informatie afgeschermd verschaft. Deze onderneming beschikt over een aparte verslaggeving voor hun banken en investeerders. Op deze manier geven ze vrijwillig informatie, maar blijft deze informatie afgeschermd van concurrenten. Dit zou eventueel een manier kunnen zijn om meer vrijwillige verslaggeving te verkrijgen in de Belgische context. De informatie komt dan niet bij de (mogelijke) concurrent en toch houd je de betrokken partij, meer dan minimum vereist, op de hoogte van de evolutie van de onderneming.

Langs de andere kant zijn er ook redenen waarom respondenten nee antwoordden op de vraag over het nadenken over het bestaan van vrijwillige verslaggeving. De ondernemingen stelden hier dat ze er niet over nadenken omdat ze de informatie die vrijgegeven wordt zoveel mogelijk willen beperken. Dit is dan vooral om concurrentienadelen te vermijden. Verder gaf een respondent ook aan dat alle eigenaars er aan mee werken, waardoor het niet nodig is. Tot slot gaven er ook enkele respondenten aan dat alle nodige informatie wordt vrijgegeven en dat het ook niet de bedoeling is om meer informatie vrij te geven dan wat verplicht is. Deze redenering is uiteraard ook eenvoudig te volgen. Onze Belgische wetgeving is reeds zeer uitgebreid wanneer we dit vergelijken met bijvoorbeeld onderzoeken van Hong Kong (Chen, Chen & Cheng, 2008). Deze onderzoekers halen ook duidelijk aan dat in westerse landen de wetgeving veel uitgebreider is waardoor er veel minder items vrijwillig zijn toegevoegd. Een belangrijke opmerking kwam er van een internationale speler. Deze respondent gaf aan dat omwille van de wettelijke verplichte informatie, er reeds meer informatie wordt vrijgegeven ten opzichte van hun internationale concurrenten. Hierdoor

denken zij niet na over vrijwillige verslaggeving, omdat zij op deze manier al enig concurrentienadeel ondervinden.

We hebben ook gepeild naar de aandacht die wordt besteed aan het idee en de mogelijke effecten die samenhangen met vrijwillige verslaggeving. Deze vraag hangt sterk samen met de vorige, maar gaat iets meer in op de vraag waarom de onderneming eventueel vrijwillige verslaggeving zou toepassen. Ook bij deze vraag vroegen we weer de reden van deze keuze. De resultaten waren hier 52%-48% verdeeld, wat vrij gelijk is.

De voornaamste redenen waarom de onderneming "ja" antwoordden op deze vraag waren dezelfde als bij de vorige vraag en gaan we hier niet terug bespreken. Er werden wel enkele zaken aangehaald in verband met de mogelijke effecten. De ondernemingen geven aan dat ze zowel de positieve als negatieve gevolgen ervan onderzoeken. Één onderneming spreekt zelfs vooral over het onderzoeken van de effecten indien ze niet aan vrijwillige verslaggeving zouden doen. Bovendien wordt er ook duidelijk aangegeven dat het aanleveren van correcte en voldoende informatie er voor zorgt dat er achteraf geen ad hoc "hoe-vragen" ontstaan. Tot slot wordt er ook aangegeven dat er vooral commerciële redenen aan de basis liggen van de vrijwillige verslaggeving.

De ondernemingen die negatief antwoordden op de vraag, gaven ook weer hoofdzakelijk dezelfde redenen als hierboven reeds aangehaald. Vooral het concurrentienadeel is een factor die regelmatig terugkeert in de antwoorden. Een antwoord dat ook duidelijk opvalt is dat de ondernemingen twijfelen aan de toegevoegde waarde die de vrijwillige verslaggeving geeft aan de onderneming. De respondenten denken dat ze geen belang hebben bij vrijwillige verslaggeving. Een andere onderneming stelde dan weer dat ze niet nadenken over de mogelijke effecten en het idee van het toepassen omdat ze dit reeds doen via het jaarverslag. Zij stellen zich er geen extra vragen bij en passen het gewoon toe om additionele informatie te verschaffen.

Tot slot vroegen we of de ondernemingen denken dat er in België vrijwillige verslaggeving wordt doorgevoerd. De meerderheid van de ondernemingen, namelijk 68%, denkt dat dit wordt doorgevoerd door de bedrijven. Bij deze vraag gaven we met meerkeuze aan wat de redenen zouden kunnen zijn van deze toepassing (voor de respondenten die stelden dat vrijwillige verslaggeving wordt toegepast) of voor de anderen waarom ze denken dat dit niet wordt toegepast. De redenen waarom het niet wordt toegepast worden in onderstaande tabel opgesomd. We geven hier ook aan hoeveel respondenten denken dat dit de reden is. De respondenten mochten hier meerdere antwoorden aangeven.

Tabel 20: Redenen voor geen vrijwillige verslaggeving

Redenen voor geen vrijwillige verslaggeving	
Uitgebreide wetgeving in België	2 (25%)
Geen voordelen mee verbonden	5 (62.5%)
Niet nodig voor de onderneming	3 (37.5%)
Mogelijke concurrentienadelen	5 (62.5%)
Andere oorzaken	0 (0%)

De mogelijkheden die werden aangereikt waren dus voldoende voor de respondenten. Ze gaven zelf geen extra redenen meer aan. Vooral het idee dat er geen voordelen mee verbonden zijn en de mogelijke concurrentienadelen, heersen bij deze respondenten.

Voor de respondenten die positief antwoordden op het bestaan van vrijwillige verslaggeving, werden er ook enkele mogelijkheden aangeboden. Deze worden voorgesteld in volgende tabel. Wat hier opvalt is dat de helft van de respondenten ook andere redenen aangeeft.

Tabel 21: Redenen voor vrijwillige verslaggeving

Redenen voor vrijwillige verslaggeving	
Gemakkelijkere toegang financiële middelen	8 (47.06%)
Lagere kapitaalkosten	2 (11.76%)
Aantrekkelijkheid voor investeerders verhogen	10 (58.82%)
Andere	7 (41.18%)

De gemakkelijke toegang tot financiële middelen en de aantrekkelijkheid voor investeerders zijn een belangrijke overweging om toch aan vrijwillige verslaggeving te doen. Dit kwam ook naar voren uit de literatuur. De andere, vrij aangegeven redenen zijn volledig verschillend voor de 7 respondenten. Voor enkele respondenten is het wel meer gericht op hun imago. Ze gebruiken het voor public relations, om commerciële redenen of om naamsbekendheid te creëren naar klanten toe. Een paar wijzen op het feit dat er zo meer transparantie is naar buiten toe. Dit werd reeds besproken als een belangrijk punt bij verslaggeving. Daarnaast wordt er ook nog gesproken over corporate governance, namelijk om de goede werking er van aan de buitenwereld te tonen. Ook het maatschappelijk draagvlak van de informatie speelt bij een bepaalde respondent een rol.

Als we tot slot een korte vergelijking uitvoeren tussen de boekhoud- en accountancykantoren en de ondernemingen, kunnen we meteen opmerken dat bij de kantoren er minder vrijwillige verslaggeving wordt verwacht in België. De bedrijven stellen in meerderheid dat het voorkomt. De reden hiervoor kan hoofdzakelijk gezocht worden bij het feit dat de boekhoudkantoren vooral met kleinere ondernemingen werken. De boekhoudkantoren

antwoorden meer vanuit hun eigen praktijk met kleine ondernemingen als het gaat over het bestaan van vrijwillige verslaggeving in België. De grotere bedrijven gaan echter meer uit van de algemene situatie. Hier merken we wel meteen op dat er duidelijk een ander denkbeeld heerst over vrijwillige verslaggeving. Bij de kantoren gaat het over tijdsgebrek en kosten drukken, terwijl de grotere ondernemingen meer nadenken over de transparantie en het informeren van investeerders en klanten. Er is dus duidelijk een verschil tussen het uitbesteden van de boekhouding en het opzetten van een eigen afdeling op het beeld van vrijwillige verslaggeving.

8.3 Waaronder vrijwillige verslaggeving?

Na de kijk van de boekhoud- en accountancykantoren, alsook van de grotere bedrijven op vrijwillige verslaggeving, willen we hier nog even focussen op waarom een onderneming dan wel vrijwillige verslaggeving zou doorvoeren. De negatieve gevolgen zoals concurrentienadelen zijn reeds kort besproken en herhaaldelijk aangehaald. Als we kijken naar de respondenten van de enquêtes merken we dat er toch wel een aantal redenen zijn waarom er wel aan vrijwillige verslaggeving gedaan wordt.

Ten eerste merken we op dat vooral de relatie en de informatieverstrekking naar de aandeelhouders, potentiële investeerders en financiële instellingen toe, verbeterd kan worden door vrijwillige verslaggeving. De aandeelhouders kunnen op deze manier de informatie beter op de voet volgen en ze krijgen daarbij ook een beter en uitgebreider beeld van hun investering. Uiteraard kunnen ook potentiële investeerders door additionele informatie over de streep getrokken worden om hun spaargeld in de onderneming te investeren. Uiteraard beseffen we hier dat extra informatie de concurrentiepositie van de onderneming kan schaden. Hierdoor kan een onderneming eventueel interne communicatiemiddelen voorzien naar financiële instellingen en investeerders toe. Via deze weg kan alle extra informatie dan worden verstrekt zonder dat de concurrentie deze informatie ter beschikking krijgt.

In de literatuur wordt het bovenstaande vaak gekoppeld aan de mogelijk lagere kapitaalkosten die de onderneming kan bekomen door betere en meer informatie te verschaffen aan investeerders en financiële instellingen (Botosan, 1997). Wanneer deze meer informatie krijgen, kunnen zij het risico beter inschatten, waardoor goede ondernemingen een lagere kapitaalkost kunnen verkrijgen. Bovendien kan ook de toegang tot de financiële middelen zo vergroot worden. Deze punten werden ook allemaal aangehaald door onze respondenten.

Ten tweede kan het voor de onderneming een controlemiddel zijn. Door beter na te denken over de beschikbare informatie en het vrijgeven van bepaalde informatie, denkt de onderneming na over haar huidige situatie. De onderneming kan op die manier één keer per jaar expliciet nadenken over de huidige situatie, de toekomstige situatie en haar resultaten dieper analyseren. Een gevolg hiervan kan zijn dat ze hun beleid bijsturen waar nodig om zodanig de toekomst van de onderneming te verzekeren.

Verder is het ook een middel om bijkomende informatie te geven bij een slecht jaar. Wanneer de resultaten in een bepaald jaar tegenvallen, kan de onderneming aan de hand van vrijwillige informatie de gebeurtenissen beter verklaren. Op die manier krijgt de (potentiële) investeerder weer meer vertrouwen in de onderneming en zullen de kapitaalkosten beperkt blijven.

Tot slot gaven de respondenten ook diverse keren aan dat vrijwillige verslaggeving ook nuttig is om de relatie met de klant te verbeteren. Daarnaast bevordert het ook de naamsbekendheid van de onderneming en wordt het dus omwille van commerciële redenen vaak gebruikt. De onderneming kan zich profileren als een goede rapporteerder met meer dan de vereiste informatie. Analisten en investeerders zullen dit opmerken en er wordt verwacht dat zij dit positief zullen waarderen. De aantrekkelijkheid voor de investeerder wordt zo verhoogd.

Er zijn dus diverse redenen waarom een onderneming vrijwillige verslaggeving toch zou toepassen. Uiteraard moet een onderneming haar eigen situatie voortdurend bekijken. Er is geen globaal antwoord op de vraag of een onderneming vrijwillige verslaggeving moet toepassen. Elke sector, elke regio, elke onderneming is anders en dit hangt vanzelfsprekend samen met de verslaggevingspolitiek die gevolgd wordt.

Hoofdstuk 9: Slotbespreking

In dit hoofdstuk kijken we terug op het uitgevoerde onderzoek. Het doel van deze masterproef is onderzoeken of er een verschil is tussen familiale en niet-familiale ondernemingen op het vlak van vrijwillige verslaggeving. Dit werd verwezenlijkt door enerzijds een literatuurstudie uit te voeren en anderzijds empirisch en praktijkonderzoek. De conclusies van het volledige onderzoek worden in sectie 1 besproken. In de tweede sectie geven we enkele opmerkingen rond dit onderzoek om het nut en de bruikbaarheid van dit onderzoek te verbeteren. Op deze manier kunnen toekomstige onderzoekers hun onderzoek gericht uitwerken.

9.1 Conclusie

Uit de literatuurstudie is gebleken dat familiale ondernemingen zich onderscheiden van andere ondernemingen op basis van diverse kenmerken en problemen. Bovendien hebben ze ook een ander governance systeem omdat ook de familie nu een belangrijke rol speelt in de onderneming. Er wordt dus niet meer enkel rekening gehouden met aandeelhouders en het management, maar ook met familiale belangen en invloeden. Uit de literatuurstudie blijkt ook dat er problemen zijn om een eenduidige definitie te vinden van wat een familiebedrijf nu werkelijk is. Hierdoor kan het zijn dat ons onderzoek niet altijd vergelijkbaar is met andere onderzoeken betreffende familiale ondernemingen. Voor het vergelijken van diverse onderzoeken moet er steeds rekening gehouden worden met de gehanteerde definitie. Onze definitie hanteert de volgende criteria: een meerderheid van de stemrechten is in handen van de familie, alsook houdt minstens één familielid zich bezig met het management of het bestuur van de onderneming.

Daarnaast bleek ook dat er veel factoren zijn die een invloed kunnen hebben op vrijwillige verslaggeving. Niet al deze factoren kunnen onderzocht worden d.m.v. regressieonderzoek, terwijl bepaalde informatie niet beschikbaar is voor het publiek. Toch is er getracht een zo volledig mogelijk beeld te vormen van de verschillende motieven voor vrijwillige verslaggeving. De relaties die voortkwamen uit bestaand onderzoek, werden niet altijd bevestigd in de hier bestudeerde Belgische situatie. Dit wordt verder besproken bij het empirisch onderzoek.

Uit het empirisch onderzoek kunnen we besluiten dat er globaal geen verschil is tussen Belgische familiale en niet-familiale ondernemingen op het gebied van vrijwillige verslaggeving. We verwerpen hier dus de vooropgestelde hypothese dat er een globaal

verschil zou zijn tussen familiale en niet-familiale bedrijven. Uit het literatuuronderzoek bleek dat in sommige buitenlandse studies zo'n globaal verschil wel werd vastgesteld. We moeten hier echter opmerken dat deze verschillen gevonden zijn in landen met een beperkte wetgeving, zoals de diverse onderzoeken in Hong Kong bv.

Voor enkele variabelen konden wij toch significante coëfficiënten vinden, waardoor er mogelijke indicaties en verklaringen zijn voor specifieke verschillen in vrijwillige verslaggeving. Deze variabelen wijzigden naargelang de gehanteerde schaal voor het meten van vrijwillige verslaggeving. We kunnen dus niet globaal aangeven welke variabelen een invloed hebben op het al dan niet verstrekken van vrijwillige informatie. De conclusie die hieruit getrokken kan worden is dat, naargelang de gebruikte schaal, er bepaalde factoren zijn die wijzen op een andere mate van vrijwillige verslaggeving.

De fit van de modellen was meer dan voldoende en de verschillen werden aangetoond aan de hand van diverse methodes die samenhangen met de vormen van logistische regressies. De modellen verklaren dus voldoende de mogelijke verschillen tussen vrijwillige verslaggevingsgraden. De modellen leiden tot een duidelijk betere indeling dan het indelen op basis van het toeval. De fit van de modellen had beter kunnen zijn indien we bepaalde informatie over variabelen wel hadden kunnen bemachtigen. Dit wordt besproken bij de opmerkingen.

Daarnaast deden we onderzoek naar het praktijkbeeld van ondernemingen en boekhoud/accountancykantoren op het vlak van vrijwillige verslaggeving. De resultaten die hierbij naar voor kwamen waren niet eenduidig. Er heersen op verschillende vlakken verschillen over hoe er gedacht wordt over additionele informatieverstrekking. Een aantal respondenten geeft duidelijk aan dat vrijwillige verslaggeving nuttig is en toegepast wordt. Langs de andere kant is het ook zo dat een aantal respondenten het nut niet inziet van vrijwillige verslaggeving en dit zelfs bewust vermijdt. We kunnen dus concluderen dat vanuit de praktijk er redenen worden gegeven voor zowel vrijwillige als geen vrijwillige verslaggeving. In België wordt vooral de reeds uitgebreide wetgeving aangegeven als reden voor geen vrijwillige verslaggeving. Doordat Belgische ondernemingen al veel informatie verplicht moeten vrijgeven en zo, volgens bepaalde respondenten, reeds nadelen ondervinden op de internationale markt, werken deze ondernemingen liever niet met vrijwillig vrij te geven informatie.

Uiteraard zijn er ook redenen waarom ondernemingen best wel vrijwillige verslaggeving zouden doorvoeren. Zo zorgt de vrijwillige verslaggeving ervoor dat de kapitaalkosten van de onderneming dalen omdat de investeerders en financiële instellingen meer informatie krijgen om hun oordeel te vormen. Bovendien zorgt het ook voor betere relaties met deze partijen,

waardoor er een betere toegang is tot financiële middelen. Tot slot zorgt het ook voor naamsbekendheid en gaat de relatie met de markt, de klant, de investeerder en diverse belangenpartijen verbeteren.

9.2 Opmerkingen

Graag zouden we hier nog enkele opmerkingen formuleren die belangrijk zijn bij het analyseren van dit onderzoek of bij het vergelijken met andere onderzoeken. Deze opmerkingen zorgen ervoor dat er een totaalbeeld wordt gegeven en misverstanden vermeden kunnen worden.

Een eerste opmerking is de vergelijkbaarheid. We moeten hier duidelijk opmerken dat dit onderwerp sterk afhankelijk is van de wetgeving alsook van gebruikte definities. De wetgeving in België is reeds zeer uitgebreid waardoor vergelijking met landen met minder uitgebreide wetgeving een vertekend beeld kan geven. Er moet dus voorzichtig worden omgesprongen met het vergelijken van studies uit sterk verschillende landen. Bovendien kunnen ook de gehanteerde definities voor familiebedrijven en vrijwillige verslaggeving een rol spelen. Dit moet ook steeds in het achterhoofd gehouden worden wanneer er vergelijkend onderzoek plaatsvindt. Bovendien kan ook de berekening van bepaalde variabelen wijzigen over de literatuur heen. Het is dus van belang dat ook gekeken wordt naar de manier waarop bepaalde variabelen berekend zijn.

Ten tweede is het zo dat in dit onderzoek er beperkte variabelen zijn opgenomen ten opzichte van de aangehaalde variabelen in hoofdstuk 5. Dit komt omdat er een heel aantal gegevens niet beschikbaar zijn voor het grote publiek of ook niet vrijgegeven worden voor academisch onderzoek. Het probleem ligt hier vooral bij variabelen die samenhangen met de corporate governance van de onderneming. Uit onderzoek blijkt dat zulke variabelen, zoals het aantal onafhankelijke bestuurders of dualiteit, een invloed kunnen hebben op de vrijwillige verslaggeving. Dit kon echter niet gecontroleerd worden in dit onderzoek waardoor de fit lager is dan dat deze had kunnen zijn met extra variabelen. Wanneer in de toekomst deze informatie wel beschikbaar is, kan dit een mogelijke uitbreiding zijn voor dit onderzoek. Op die manier kan er een beter beeld gevormd worden van de Belgische situatie.

Bibliografie

Wetenschappelijke artikels:

Ajinkya, B., Bhojraj, S. & Sengupta, P. (2005). The Association between Outside Directors, Institutional Investors and the Properties of Management earnings Forecasts. *Journal of Accounting Research*, 43(3), p343-376.

Akerlof, G.A. (1970). The market for "Lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), p488-500.

Ali, A., Chen, T.-Y. & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate Disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1/2), p238-286.

Anderson, R.C. & Reeb, D.M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), p1301-1328.

Anderson, R.C. & Reeb, D.M. (2004). Board Composition: Balancing family influence in S&P 500 Firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(2), p209-237.

Anderson, R.C., Mansi, S.A. & Reeb, D.M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), p263-285.

Ang, J.S., Cole, R.A. & Lin, J.W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of finance*, 55(1), p81-106.

Botosan, C.A. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The accounting Review*, 72(3), p323-349.

Broberg, P., Tagesson, T. & Collin S-O. (2010). What explains variation in voluntary disclosure? A study of the annual reports of corporations listed on the Stockholm Stock Exchange. *Journal of management and governance*, 14(4), p351-477.

Brown, S., Hillegeist, S.A. & Lo, K. (2004). Conference calls and information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, 37, p343-366.

Carney, M. (2005). Corporate governance and competitive advantage in family-controlled firms. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 29(3), p249-265.

Chau, G. & Gray, S.J. (2010). Family ownership, board independence and voluntary disclosure: Evidence from Hong Kong. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 19(2), p93-109.

Chen, C.J.P. & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4-5), p285-310.

Chen, S., Chen, X. & Cheng, Q. (2008). Do Family Firms Provide More or Less Voluntary Disclosure? *Journal of Accounting Research*, 46(3), p499-536.

Chrisman, J., Chua, J.H. & Sharma, P. (2005). Trends and Directions in the Development of a Strategic Management Theory of the Family Firm. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 29(5), p555-575.

Chua, J.H., Chrisman, J.J. & Sharma, P. (1999). Defining the Family Business by Behavior. *Entrepreneurship: theory & practice*, 23(4), p19-39.

Depoers, F. (2000). A cost-benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies. *The European Accounting Review*, 9(2), p245-263.

Einhorn, E. (2005). The Nature of the Interaction between Mandatory and Voluntary Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 43(4), p593-621.

Einhorn, E. & Ziv, A. (2008). Intertemporal Dynamics of Corporate Voluntary Disclosure. *Journal of accounting Research*. 46(3), p567-589.

Eng, L.L. & Mak, Y.T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), p325-345.

Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Agency Problems and Residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26, p1-29

Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), p301-326.

FASB. (2001). Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosures.

Francis, J.R., Khurana, I.K. & Pereira, R. (2005). Disclosure Incentives and Effects on Cost of Capital around the World. *The accounting review*, 80(4), p1125-1162.

Garcia-Meca, E. & Sanchez-Ballesta, J. (2010). The Association of Board Independence and Ownership Concentration with Voluntary Disclosure : A Meta-analysis. *European Accounting Review*, 19(3), p603-627.

Healy, P.M. & Palepu, K.G. (1993). The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices. *Accounting Horizons*, 7(1), p1-11.

Healy, P.M. & Palepu, K.G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*. 31(1-3), p 405-440.

Heitzman, S., Wasley, C. & Zimmerman, J. (2010). The joint effects of materiality thresholds and voluntary disclosure incentives on firms' disclosure decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 49(2), p109-132.

Ho, S.S.M., Wong, K.H. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10(2), p139-156.

Hutton, A.P. (2007). A discussion of 'corporate disclosure by family firms'. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1/2), p287-297.

IFERA (2003). Family Businesses Dominate. *Family Business Review*, 16(4), p235-240.

Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), p305-360.

Jorissen, A., Laveren, E., Martens, R. & Reheul, A-M. (2002). Differences between family and non-family firms. The impact of different research samples with increasing elimination of demographic sample differences. *Research in entrepreneurship and small business: 16th workshop*, p648-669.

Klein, P., Shapiro, D. & Young, J. (2005). Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian evidence. *Corporate Governance: an International Review*, 13(6), p769-784.

Kwak, M. (2003). The Advantages of Family Ownership. *MIT Sloan Management Review*, 44(2), p12-12.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F. & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership around the world. *Journal of Finance*, 54(2), p471-517.

Lang, M. & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31(2), p246-271.

Lang, M.H. & Lundholm, R.J. (2000). Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock? *Contemporary Accounting Research*, 17(4), p623-662.

Le Breton-Miller, I. & Miller, D. (2009). Agency vs. Stewardship in Public Family Firms : A Social Embeddedness Reconciliation. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 33(6), p1169-1191.

Lee, J. (2004). The Effects of Family Ownership and Management on Firm Performance. *SAM Advanced Management Journal*, 69(4), p46-53.

Lim, S., Matolcsy, Z. & Chow, D. (2007). The association between Board Composition and Different Types of Voluntary Disclosure. *European Accounting Review*. 16(3), p555-583.

Lundholm, R. & Van Winkle, M. (2006). Motives for disclosure and non-disclosure: a framework and review of the evidence. *Accounting & Business Research*, 36, p43-48.

Meek, G.K., Roberts, C.B. & Gray, S.J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K., and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), p555-572.

Miller, D., Le Breton-Miller, I. (2006). Family Governance and Firm Performance : Agency, Stewardship, and Capabilities. *Family Business Review*, 19(1), p73-87.

Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R.H. & Canella Jr, A.A. (2007). Are family firms really superior performers ? *Journal of Corporate Finance*, 13, p829-858.

Morck, R. & Yeung, B. (2003). Agency problems in large family business groups. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 27(4), p367-382.

Nager, V., Nanda, D. & Wysocki, P. (2003). Discretionary disclosure and stock-based incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 34, p283-309.

Patelli, L. & Prencipe, A. (2007). The relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder. *European Accounting Review*, 16(1), p5-33.

PWC & Trends Top. (2010). Inzicht in familiaal ondernemerschap anno 2010-2011. Enquête rond het familiebedrijf in België.

Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N. & Buchholtz, A.K. (2001). Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. *Organization Science*, 12(2), p99-116.

Sengupta, P. (1998). Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The accounting Review*, 73(4), p459-474.

Shanker, M. & Astrachan, J. (1996). Myths and Realities: Family Business' contribution to the US Economy- a Framework for Assessing Family Business Statistics. *Family Business Review*, 9(2), p107-123.

Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), p737-783.

Van Den Berghe, L.A.A. & Carchon, S. (2002). Corporate Governance Practices in Flemish Family Businesses. *An International Review*, 10(3), p225-245.

Vander Bauwhede, H. & Willekens, M. (2003). Earnings Management in Belgium: a Review of the Empirical Evidence. *Tijdschrift voor Economie en Management*, 48(2), p199-217.

Vought, K.L., Baker, L.T. & Smith, G.D. (2008). Practitioner Commentary: Moving From Theory to Practice in Family Business Research. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 32(6), p1111-1121.

Wang, D. (2006). Founding Family Ownership and Earnings Quality. *Journal of Accounting Research*, 44(3), p619-656.

Wan-Hussin, W.N. (2009). The impact of family-firm structure and board composition on corporate transparency: Evidence based on segment disclosures in Malaysia. *The International Journal of Accounting*, 44(4), p313-333.

Yasser, Q.R. (2011). Challenges in Corporate Governance – A family Controlled Business Prospective. *International Journal of Innovation, Management and Technology*, 2(1), p73-76

Internetteksten:

Ceysens, P. t.a.v. Vlaamse Overheid (2008). *Witboek Familiebedrijven*. Opgevraagd op 14 oktober, 2011, via <http://publicaties.vlaanderen.be/docfolder/10584/Witboek%20Familiebedrijven%20Definitieve%20versie%2007%202008.pdf>

Deloitte (2011). *KMO Kompas 2011: 7^e editie*. Opgevraagd op 14 november, 2011, via http://www.deloitte.com/view/nl_BE/be/kmo-kompas/kmo-kompas-2011/index.htm

Desmet L. (2008). *50 grootste Belgische familiebedrijven doorgelicht*. Opgevraagd op 29 maart, 2011, via <http://trends.knack.be/economie/nieuws/bedrijven/50-grootste-belgische-familiebedrijven-doorgelicht/article-1194635602266.htm>

Lievens, J. (2001). *Governance in familiebedrijven: toch anders*. Opgevraagd op 20 oktober, 2011, via <http://www.familiebedrijf.be/publicaties/artikels/governance-familiebedrijven-toch-anders>

Lievens, J. (2002). *Familiebedrijven doen het financieel beter*. Opgevraagd op 19 oktober, 2011, via <http://www.familiebedrijf.be/publicaties/artikels/familiebedrijven-doen-het-financieel-beter>

Lievens, J. (2002). *"Familie-effect" verhoogt tevredenheid van passieve aandeelhouders*. Opgevraagd op 19 oktober, 2011, via <http://www.familiebedrijf.be/publicaties/artikels/familie-effect-verhoogt-tevredenheid-van-passieve-aandeelhouders>

Lievens, J. (2010). *Familiale hefboomen voor competitief voordeel*. Opgevraagd op 19 oktober, 2011, via <http://www.familiebedrijf.be/publicaties/artikels/familiale-hefbomen-voor-competitief-voordeel>

Boeken:

Coppens, C., Kimpe, M. & Leysen, D. (2008). *De jaarrekening doorgelicht. Financiële analyse en interpretatie in de praktijk*. Antwerpen: Intersentia.

De Muynck, H. (2010). *Vennootschapsrecht in België*. Gent: Academia Press.

Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J. & Anderson, R.E. (2009). *Multivariate Data Analysis. A Global Perspective*. New Jersey: Pearson Education.

Hendriks, W., Voordeckers, W., Lambrechts, F. & Vandewaerde, M. (2011). *Corporate governance in het familiebedrijf. Hoe beter en sneller beslissen*. Hasselt: VKW Limburg.

IFC. (2008). *IFC Family Business Governance Handbook*. Washington: International Finance Corporation. Beschikbaar op: [http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family_Business_English_final_2008/\\$FILE/FB_English_final_2008.pdf](http://www.ifc.org/ifcext/corporategovernance.nsf/AttachmentsByTitle/Family_Business_English_final_2008/$FILE/FB_English_final_2008.pdf)

Laveren, E., Engelen, P.J., Limère, A. & Vandemaele, S. (2004). *Handboek Financieel Beheer*. Antwerpen: Intersentia.

Lievens, J. (2004). *Governance in het familiebedrijf. Sleutel tot Succes*. Tielt: Uitgeverij Lannoo nv.

Monks, R.A.G. & Minow, N. (2008). *Corporate Governance*. Chichester: John Wiley & sons ltd.

Palepu, K.G., Healy, P.M. & Peek, E. (2010). *Business Analysis and Valuation*. Hampshire: Cengage Learning.

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

Voordeckers, W. & Lambrechts, F. (2010). *Is uw familiebedrijf een lerend bedrijf? Expertise kun je kopen - Ieren niet*. Hasselt: VKW Limburg.

Websites:

Code Buysse: www.codebuysse.be

Corporate Governance code 2009 : www.corporategovernancecommittee.be

European Family Business: www.efb-geef.eu

Familiebedrijf : www.familiebedrijf.be

Instituut voor het familiebedrijf : www.instituutfamiliebedrijf.be

Nationale Bank van België: www.nbb.be

Cursussen:

Prof. Dr. Torfs, N. (2010-2011) Cursus Corporate Governance. Univers

Lijst van gebruikte figuren

- Figuur 1: Waarde van een bedrijf bij stijgend managerial/family ownership
- Figuur 2: Kapitaal- en informatiestromen
- Figuur 3: Componenten van een governancestructuur in een familiale onderneming
- Figuur 4: Wettelijk kader rond de financiële verslaggeving
- Figuur 5: Relatie concurrentienadeel en vrijwillige verslaggeving
- Figuur 6: Relatie informatie-asymmetrie en vrijwillige verslaggeving
- Figuur 7: Relatie externe financiering en vrijwillige verslaggeving
- Figuur 8: Relatie sector en vrijwillige verslaggeving
- Figuur 9: Relatie schuldgraad en vrijwillige verslaggeving
- Figuur 10: Relatie winstgevendheid en vrijwillige verslaggeving
- Figuur 11: Relatie grootte en vrijwillige verslaggeving
- Figuur 12: Relatie samenstelling raad van bestuur en vrijwillige verslaggeving
- Figuur 13: Relatie audit en vrijwillige verslaggeving
- Figuur 14: Relatie dualiteit en vrijwillige verslaggeving
- Figuur 15: Relatie diverse moeilijk kwantificeerbare factoren en vrijwillige verslaggeving
- Figuur 16: Relatie diverse factoren en vrijwillige verslaggeving
- Figuur 17: Histogram aantal bestuurders
- Figuur 18: Eerste indeling
- Figuur 19: Categoriële indelingen
- Figuur 20: Logistische curve

Lijst van gebruikte tabellen

- Tabel 1: Percentage familiebedrijven ten opzichte van totaal aantal ondernemingen in land/werelddeel
- Tabel 2: Bijdrage van de familiebedrijven tot het BNP
- Tabel 3: Percentage tewerkstelling in familiebedrijven van de totale tewerkstelling
- Tabel 4: Sectorindeling dataset
- Tabel 5: Overzicht belangrijke variabelen
- Tabel 6: Herverdeling ondernemingen groep 3
- Tabel 7: Resultaten Binaire Logistische Regressie
- Tabel 8: Pseudo R²-waarden Binaire Logistische Regressie
- Tabel 9: Classificatietabel Binaire Logistische Regressie
- Tabel 10: Test of parallel lines van Ordinale Logistische Regressie indeling 2
- Tabel 11: Herschikking sectoren
- Tabel 12: Resultaten Ordinale Logistische Regressie indeling 2
- Tabel 13: Pseudo R²-waarden Ordinale Logistische Regressie indeling 2
- Tabel 14: Kruistabel werkelijke en voorspelde waarde indeling 2
- Tabel 15: Test of parallel lines van Ordinale Logistische Regressie indeling 3
- Tabel 16: Resultaten Ordinale Logistische Regressie indeling 3
- Tabel 17: Pseudo R²-waarden Ordinale Logistische Regressie indeling 3
- Tabel 18: Kruistabel werkelijke en voorspelde waarde indeling 3
- Tabel 19: Belangrijkste beslissingsnemers jaarverslag
- Tabel 20: Redenen voor geen vrijwillige verslaggeving
- Tabel 21: Redenen voor vrijwillige verslaggeving
- Tabel 22: Resultaten Wald-methode
- Tabel 23: Pseudo R²-waarden Wald-methode

Bijlage

Bijlage 1: Familiale ondernemingen

(boekjaar 2010)

Colruyt	Poco loco snack food	Bens
D'Ieteren	Reynaers Aluminium	Sioen
Rosy Blue	Van de Velde	univeg import
Jan De Nul	Blokker	Decor Heytens
InBev	SD Viangros	Lhoist
Vanden Avenne Izegem	Sarens	E5 mode
Euronav	VPK Packaging	Lano
Bekaert	Eternit - Etex Group	studio 100
Van Hool	Brantano	Melexis
Solvay	Lotus Bakeries	Neven-Lemmens plastics
Vandemoortele	F.A.L. - Achel	victor buyck steel construction
Belgian Scrap Terminal	Galloo	Proviron Fine Chemicals
Deldo Autobanden	Euro Shoe	Van Wellen Aannemingen
Krēfel	Power Oil	Resilux
Roularta Media Group	Ranson	Beyers koffie
Picanol	Pinguin	Godiva
Soudal	Desco-Schotmans	Berry Floor
Van Raak Distributie (Varahol)	SPADEL	Konings graanstokerij
Dairy International	Java	Jaga
Omega Pharma Belgium	Soubry Joseph Etabl.	Spaas Kaarsen
Joris Ide	SCR-Sibelco	vandersanden steenfabrieken
La Lorraine	The Heating Company	Palm Breweries
Goossens G. & Zn	Van Marcke R. Ets.	Mathieu Gijbels
Michel Van de Wiele	Associated Weavers Europe	Arcomet
Deceuninck	Duvel Moortgat	Domo Group
TVH Forklift Parts	Beaulieu International Group	Martens Brouwerij
Asco Industries	willy naessens industriebouw	Buga Antwerpen
Chemitex	Cordeel Zetel Temse	Etap
Suiker Export	NMC	Cegeka
Gabriëls en Co	Daoust interim	Mayerline
JBC	Schoenen Torfs	Horeca Van Zon
Schering Plough	Van Genechten Biermans	Santens
spanolux	Vergalle	ALRO
		Euro Gijbels

Bijlage 2: Niet-Familiale ondernemingen

Belgacom	Sipef	Winsol
Umicore	Nyrstar Belgium	Gadus
Bpost	Space	Ecu Line
Agfa Graphics	Apetra	technum-tractebel engineering
De Lijn	Ysco	Floridienne-Chimie
Elia	ETS Brichart	LAVA
agfa-gevaert	Rhenus Logistics	Sanac
Tessengerlo Chemie	Lloydspharma group	Setraco
Pharma Belgium	rtl belgium	Rendac Produkten
barco	VAB	Supremo
Ontex	sabca	Connectimmo
Fluxys	Spie Belgium	Glaverpane
Aveve	Agristo	G.C.T.
Oleon	Network Research Belgium	BETV
Limburgse Vinyl Maatschappij	Escapo	Vitamex
Imewo	Janssen-Cilag	Igepa Ans
Total Raffinaderij Antwerpen	Inter Ferry Boats	Cassis
Steelforce	Alco Bio Fuel	Autogarden
Recticel	Wolf Oil Corporation	Wymar (nu profialis)
Techspace Aero	Photovoltech	Keramo Steinzeug
Hubo	Rosier	PGZ Retail Concept
Gemeentelijk havenbedrijf Antwerpen	Fluxys LNG	Dyka Plastics
Deli XL	Photo hall multimedia	Belgosuc
Belairbus	Inza	Dera Food Technology
Alpha Repartition	Sapin	varia-pack
FN Herstal	Fabricom industrie sud	Primus Laundry
Arodiam Manufacturing Company	Aviapartner Belgium	Remant Logistics NV
Sappi Lanaken Press Paper	Sensor-nite	Mecar
Imperial Meat Products	VBG	dexia
Sonaca	Bocimar Belgium	Wilma Project Development
Boortmalt	Zetes	Ablynx
RealDolmen	Agriphar	Euroports Terminals Antwerp
Scana Noliko	EVS broadcasting	G en G International
		Amart

Bijlage 3: Wald-methode

Tabel 22: Resultaten Wald-methode

		B	St. Fout	Wald	Sign.	Exponent B
Stap 1	Beursnotatie	3,962	,640	38,360	,000	52,543
	Constante	-1,595	,211	57,063	,000	,203
Stap 2	Beursnotatie	3,464	,656	27,903	,000	31,930
	Aantal	,180	,053	11,388	,001	1,197
	Bestuurders					
	Constante	-2,743	,427	41,330	,000	,064
Stap 3	Beursnotatie	3,122	,671	21,644	,000	22,687
	Aantal	,154	,056	7,565	,006	1,166
	Bestuurders					
	Ln totale activa	,348	,171	4,170	,041	1,417
	Constante	-8,965	3,122	8,244	,004	,000

Tabel 23: Pseudo R²-waarden Wald-methode

Pseudo R²- waarden		
-2 Log likelihood	Cox & Snell R²	Nagelkerke R²
148,812	0,371	0,524

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Familieondernemingen en vrijwillige financiële verslaggeving

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur-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,

Meel, Anke

Datum: **29/05/2012**