

2012•2013
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
*master in de toegepaste economische wetenschappen:
accountancy en financiering*

Masterproef

Vrouwen in de raden van bestuur als sleutel tot deugdelijk bestuur.

Promotor :
Prof. dr. Wim VOORDECKERS

Copromotor :
dr. Maarten VANDEWAERDE

Stephanie Appeltans

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

2012•2013

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

Vrouwen in de raden van bestuur als sleutel tot
deugdelijk bestuur.

Promotor :
Prof. dr. Wim VOORDECKERS

Copromotor :
dr. Maarten VANDEWAERDE

Stephanie Appeltans

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

Woord vooraf

Het onderwerp "Vrouwen in de Raad van Bestuur als sleutel tot deugdelijk bestuur" heeft mijn aandacht getrokken aangezien genderdiversiteit een zeer actueel thema is in de huidige samenleving. Als laatste jaar studente Toegepaste Economische Wetenschappen is het voor mij ook interessant om na te gaan welke meerwaarde ik, als vrouw, kan betekenen in de bedrijfswereld waar ik binnen enige tijd in terecht zal komen. Het is geenszins de bedoeling om er een feministisch betoog van te maken. Ik heb doorheen de hele masterproef getracht om een zo objectief mogelijk beeld weer te geven van de situatie.

Via deze weg wil ik graag een woord van dank richten tot mijn promotor Prof. dr. Voordeckers en mijn copromotor dr. Vandewaerde. Dankzij hun ondersteuning en advies heb ik deze masterproef kunnen verwezenlijken. Ze hebben mij in deze periode altijd met raad en daad bijgestaan.

Tevens wil ik een dankwoord richten tot mijn vriend, ouders en vrienden. Tijdens mijn studieloopbaan en mijn masterproef heb ik altijd op hun steun kunnen rekenen.

Stephanie Appeltans

Samenvatting

De masterproef "Vrouwen in de Raad van Bestuur als sleutel tot deugdelijk bestuur" analyseert de invoering van het regelgevend quotum met betrekking tot het aantal vrouwelijke bestuurders. Op 14 september 2011 stond in het Belgisch Staatsblad te lezen dat de Raden van Bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen, de overheidsbedrijven en de Nationale Loterij, weliswaar na een overgangperiode, voor één derde moesten samengesteld worden uit leden van het andere geslacht dan het overige gedeelte van de leden. Op deze manier tracht de wetgever de genderdiversiteit, die toch erg belangrijk is in de huidige maatschappij, ook over te brengen naar de Raden van Bestuur. Deze masterproef spitst zich enkel toe op de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Door een regelgevend quotum met betrekking tot het aantal vrouwelijke bestuurders op te leggen, heeft de Belgische overheid zich gespiegeld aan Noorwegen. Noorwegen was namelijk het eerste land om een dergelijk quotum op te leggen. De invoering van een regelgevend quotum heeft zowel voor- als tegenstanders. De voorstanders geven aan dat het quotum ondermeer zou zorgen voor meer gelijkheid, meer creativiteit en betere financiële prestaties. Argumenten als beperking van de keuzevrijheid van de aandeelhouders en aanwerving op basis van geslacht in plaats van op basis van kwaliteiten worden door de tegenstanders aangehaald contra het quotum. Verder zou het quotum er toe kunnen leiden dat het aantal externe bestuurders en multiple directorships toeneemt. Tot slot zouden de positieve effecten van vrouwelijke bestuurders pas merkbaar kunnen zijn vanaf het moment dat er een minimaal aantal vrouwelijke bestuurders in de Raad van Bestuur zetelt. Er zou dus sprake zijn van een critical mass.

Naast een literatuurstudie werd er een empirische studie gevoerd. Om dit onderzoek te voeren werd er data verzameld van de afgelopen tien boekjaren van 84 verschillende Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Op deze manier kon er gewerkt worden met panel data. In totaal waren er 840 observaties.

De empirische studie heeft aangetoond dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen reeds het initiatief nemen om het aantal vrouwen in hun Raden van Bestuur te laten toenemen. Er is een duidelijke evolutie merkbaar. In 2012 bedroeg het percentage vrouwelijke bestuurders 15 procent. Dit betekent dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen nog een lange weg af te leggen hebben om binnen enkele jaren aan het quotum te voldoen.

Uit het onderzoek is tevens gebleken dat het opleggen van het quotum een invloed heeft op de demografische kenmerken van de Raden van Bestuur. Zo is er een positief verband

vastgesteld tussen het aantal vrouwelijke bestuurders en het aantal externe bestuurders. Daarnaast heeft het onderzoek uitgewezen dat er zich multiple directorships voordoen in de Raden van Bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Momenteel oefenen de vrouwelijke bestuurders gemiddeld drie bestuursmandaten gelijktijdig uit. Dit aantal zou in de toekomst een stijgende trend kunnen kennen aangezien het aanbod aan vrouwelijke bestuurders erg beperkt is en de vraag zal toenemen. Nochtans is het belangrijk dat de bestuurders voldoende engagement kunnen tonen voor de onderneming waarvan zij bestuurslid zijn. De Belgische Corporate Governance Code uit 2009 vestigt hier ook enige aandacht op.

Het volgende aspect van het empirisch onderzoek werd gewijd aan het effect van vrouwelijke bestuurders op de financiële prestaties. De regressieanalyses hebben aangetoond dat er een positief verband is tussen het percentage vrouwelijke bestuurders en de return on equity, respectievelijk de return on investment respectievelijk Tobins' Q. Aangezien deze drie ratio's een goede indicator zijn de financiële prestaties, kan er geconcludeerd worden dat het percentage vrouwen in de Raad van Bestuur laten toenemen een positief effect heeft op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Vervolgens kwam de Critical Mass Theory aan bod. Concreet houdt dit in dat er een onderzoek werd gevoerd naar het effect op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen wanneer er minstens drie vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen. Er kon echter geen significant resultaat worden vastgesteld doordat er zeer weinig observaties waren met minstens drie vrouwelijke bestuurders. Ook het onderzoek met minstens twee vrouwelijke bestuurders leverde geen significant resultaat op. Als suggestie kan aangereikt worden dat in de toekomst verder onderzoek naar de Critical Mass Theory interessant kan zijn aangezien de mogelijkheid bestaat dat er meer observaties zullen zijn met minstens drie vrouwelijke bestuurders.

België heeft bij de invoering van het regelgevend quotum het Noorse voorbeeld gevolgd aangezien het quotum daar een groot succes bleek te zijn. Maar dit is uiteraard nog geen garantie op een succes in België. Het succes in Noorwegen werd verklaard door een aantal factoren, namelijk ruimte voor een publieke en politieke debat en politieke ondersteuning, sanctionering voor het niet naleven van het quotum, een overgangperiode die voldoende lang is, een databank met beschikbare vrouwelijke kandidaat-bestuurders en een trainingsprogramma. In principe zou er kunnen gesteld worden dat de nodige succesfactoren in de Belgische context aanwezig zijn, maar enige voorzichtigheid is hier toch op zijn plaats. Het publieke en politieke debat vond slechts in gesloten kringen plaats. Daarnaast is het aantal vrouwelijk kandidaat-bestuurder, dat werd opgenomen in de databanken, erg beperkt. Dit zou er toe kunnen leiden dat de

Belgische beursgenoteerde ondernemingen vrouwelijke bestuurders moeten aannemen met mindere capaciteiten of dat het aantal multiple directorships van de vrouwelijke bestuurders zal toenemen. Mogelijk zal dit de kwaliteit van de werking van de Raad van Bestuur beïnvloeden. Maar de ondernemingen hebben geen keuze, ze moeten na de overgangperiode aan het quotum voldoen. Indien dit niet het geval is, zullen ze hiervoor gesanctioneerd worden, maar ook dat kan de werking van de Raad van Bestuur en de onderneming in gedrang brengen. Tot slot organiseert Guberna trainingsprogramma's voor vrouwen zodat ze zich kunnen voorbereiden op de functie van een bestuurslid, maar dan moeten de vrouwen ook bereid om zijn om een dergelijke opleiding te volgen.

In deze masterproef werd er geverifieerd of vrouwelijke bestuurders zorgen voor een deugdelijke bestuur in de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Een deugdelijk bestuur betekent dat de belangen van de aandeelhouders optimaal worden verdedigd. Aangezien het onderzoek heeft aangetoond dat vrouwelijke bestuurders een positief effect hebben op de financiële prestaties, kan er gesteld worden dat vrouwelijke bestuurders de belangen van de aandeelhouders behartigen en dat ze zorgen voor een deugdelijker bestuur.

Maar of de invoering van een regelgevend quotum de ideale manier is om het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur te laten toenemen, blijft uiteraard de vraag. Aan de vereisten, om van het quotum een succesverhaal te maken, is niet optimaal voldaan in de Belgische context. De Belgische beursgenoteerde ondernemingen nemen reeds het initiatief om het aantal vrouwelijke bestuurders in hun Raad van Bestuur te laten toenemen. Maar het aantal beschikbare vrouwelijke kandidaat-bestuurders blijft erg beperkt. Mogelijk gebeurde de invoering van het quotum in België enige tijd te vroeg. Momenteel zijn er veel jonge vrouwen die een hogere opleiding kunnen genieten. Deze vrouwen zouden binnen enkele jaren in staat kunnen zijn om een functie als bestuurslid op zich te nemen. Dan zou het aanbod aan vrouwelijke kandidaat-bestuurders uitbreiden en kunnen ondernemingen uit een grotere pool vrouwelijke bestuurders selecteren.

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

Lijst met figuren en tabellen

Hoofdstuk I: Onderzoeksplan	1
1. Probleemstelling.....	1
2. Onderzoeksvragen.....	5
2.1. Centrale onderzoeksvraag	5
2.2. Deelvragen	6
Hoofdstuk II: Literatuurstudie	11
1. Raad van Bestuur	11
1.1. Wettelijke grondslag	11
1.2. Deugdelijk bestuur	12
2. Het gebrek aan vrouwen in topfuncties	14
2.1. Barrière langs de aanbodzijde	17
2.2. Barrière langs de vraagzijde	17
3. Quota voor de Raad van Bestuur	19
3.1. Regelgevend quotum	19
3.2. Vrijwillig quotum	19
3.3. Het quotum in België	19
4. Waarom een quotum invoeren?.....	21
4.1. Voordelen van een quotum.....	22
4.2. Nadelen van het quotum	26
4.3. De impact van een quotum.....	27
4.4. Van een quotum tot een succesverhaal	31
5. Multiple directorship	33
5.1. Effect op de resultaten van de onderneming	35
5.2. Effect op de aanwezigheid tijdens de vergaderingen	37

Hoofdstuk III: Hypothesen opstellen	39
Hoofdstuk IV: Empirisch onderzoek.....	41
1. Demografische kenmerken Raad van Bestuur	41
1.1. Verhouding mannelijke en vrouwelijke bestuurders	41
1.2. Multiple directorships	43
1.3. Externe bestuurders	45
1.4. Conclusie	47
2. Invloed van het quotum op de financiële prestaties	49
2.1. Variabelen	49
2.2. Return on equity	52
2.3. Return on investment	54
2.4. Tobins' Q.....	56
2.5. Critical Mass Theory	58
2.6. Conclusie	60
3. De omgeving van het quotum	63
3.1. Politieke ondersteuning en ruimte voor debat	63
3.2. Sanctionering	64
3.3. Overgangperiode	65
3.4. Database met beschikbare kandidates	65
3.5. Trainingsprogramma's	67
3.6. Conclusie	68
Hoofdstuk V: Conclusie	71
Bronvermelding	79
Bijlagen	83
Bijlage 1.....	83

Lijst met figuren en tabellen

Figuren

Figuur 1: Vrouwen en mannen in de Raden van Bestuur van de grootste beursgenoteerde ondernemingen – Januari 2012

Figuur 2: Verdeling van de Belgische bevolking ouder dan 25 jaar, naar opleidingsniveau, leeftijd en geslacht (2010)

Figuur 3: Industry Profile of All-male Boards (percentage of organizations in each industry)

Figuur 4: Industry Profile of Boards with 3 or More Women (percentage of organizations in each industry)

Figuur 5: Research model and hypotheses

Figuur 6: A Wider Net (percentage of boards that regularly review these measures)

Figuur 7: Non-parametric kernel estimation of acquirer returns on the percentage of busy outside directors

Figuur 8: Verhouding tussen mannelijke en vrouwelijke bestuurders (2012)

Figuur 9: Evolutie percentage vrouwelijke bestuurders

Figuur 10: Multiple directorships in 2012

Figuur 11: Evolutie percentage externe bestuurders

Tabellen

Tabel 1: Distribution of multiple directorships

Tabel 2: Correlatie tussen aantal vrouwelijke bestuurders en aantal externe bestuurders

Tabel 3a: Beschrijvende statistieken

Tabel 3b: Beschrijvende statistieken (vervolg)

Tabel 4: Correlatietabel

Tabel 5a: Regressieanalyse met return on equity en aantal vrouwen

Tabel 5b: Regressieanalyse met return on equity en percentage vrouwen

Tabel 6a: Regressieanalyse met return on investment en aantal vrouwen

Tabel 6b: Regressieanalyse met return on investment en percentage vrouwen

Tabel 7a: Regressieanalyse met Tobins' Q en aantal vrouwen

Tabel 7b: Regressieanalyse met Tobins' Q en percentage vrouwen

Tabel 9: Samenvattende tabel critical mass = 2

Tabel 8: Samenvattende tabel critical mass = 3

Hoofdstuk I: Onderzoeksplan

1. Probleemstelling

Vrouwen in de Raad van Bestuur is een zeer actueel thema. In een samenleving waar gelijkheid centraal staat, blijkt dat vrouwen nog steeds niet op gelijke voet staan met mannen wat betreft het zetelen in een Raad van Bestuur. Het glazen plafond bestaat nog altijd. Uit cijfers van verschillende onderzoeken is gebleken dat het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur zeer beperkt blijft. Simpson, Carter en D'Souza (2010) hebben een onderzoek gevoerd bij S&P 1500 Companies. Ze hebben kunnen concluderen dat in 2007 slechts 11,91 procent van de zetels in de Raden van Bestuur werd bekleed door vrouwen. Voor Europa zijn er vergelijkbare cijfers ontdekt door Seierstad en Opsahl (2010). In 2006 was slechts 14,6 procent van alle bestuursleden een vrouw. Volgens de Europese Commissie (2012) bedraagt in 2012 het percentage in Europa gemiddeld nog maar 13,9 procent. Dit zou betekenen dat het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur zelfs nog is afgenomen tijdens de laatste zes jaar. Om zeker te zijn dat het om een effectieve daling gaat, zal er moeten nagegaan worden of de groep van onderzochte landen in beide onderzoeken gelijk is. België scoort volgens de Europese Commissie (2012) minder dan gemiddeld. In België wordt slechts 11 procent van de zetels in de Raad van Bestuur bekleed door een vrouw.

Er worden verschillende redenen aangereikt om te verklaren waarom het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur zo beperkt blijft. Voorbeelden hiervan zijn het feit dat er te weinig gekwalificeerde vrouwen beschikbaar zijn (Elgart, 1983) en dat de CEO te veel inspraak heeft bij de selectie van nieuwe bestuurders (Nygaard, 2011).

Momenteel worden er tal van acties ondernomen om het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur te laten toenemen. Noorwegen is één van de landen dat zich al jaren inzet om meer gelijkheid te creëren tussen mannen en vrouwen. Dit blijkt uit het Norwegian Gender Equality Act dat werd opgesteld in 1978. Wanneer achteraf bleek dat dit verdrag niet voldoende was om meer vrouwen te laten zetelen in de Raad van Bestuur, hebben de Noorse autoriteiten het Public Limited Act op poten gezet. Dit zou er voor moeten zorgen dat de balans tussen het aantal vrouwen en mannen in de Raad van Bestuur in evenwicht komt. Dit act stelde namelijk voorop dat de Raad van Bestuur uit tenminste 40 procent van ieder geslacht moet bestaan (Seierstad & Opsahl, 2010). Noorwegen was het eerste land dat beslist heeft om een dergelijk quotum bij wet op te leggen. Dit dateert ondertussen al uit 2003 (Storvik & Teigen, 2010).

Het opleggen van een dergelijk quotum heeft natuurlijk gevolgen. Deze zijn ondertussen duidelijk merkbaar in Noorwegen aangezien daar de wet met betrekking tot het quotum reeds enkele jaren van kracht is. Zo blijkt dat het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur reeds tot 40 procent gestegen is. Concreet houdt dit in dat tijdens de vierjarige overgangperiode het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur met meer dan 30 procent is toegenomen. Het succes van het quotum wordt voornamelijk verklaard door het opleggen van sancties wanneer er niet wordt voldaan aan de vereisten (Storvik & Teigen, 2010). Dit bleek tevens uit het artikel van Nygaard (2011). Pas vanaf het moment dat het quotum bindend werd gemaakt en er sancties volgden voor het niet naleven van het quotum, hebben de ondernemingen zich ingezet om het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur te laten stijgen, om aan het quotum te voldoen.

In Noorwegen ontstond snel een debat tussen de voor- en tegenstanders van het quotum. Deze zullen hier kort besproken worden. De verschillende argumenten pro en contra kunnen onderverdeeld worden in enkele categorieën. De eerste categorie is "gerechtigheid". De voorstanders hadden als eerste argument dat het quotum zorgt voor gelijkheid tussen mannen en vrouwen, één van de grondrechten van de mens. Dit argument werd van de baan geveegd door de tegenstanders aangezien de selectie van de nieuwe bestuursleden niet langer fair zou verlopen. De aanwerving zou te zeer gebaseerd worden op het geslacht in plaats van op de capaciteiten van de kandidaten. Daarenboven zou het quotum competente mannen uit de Raad van Bestuur drijven voor mogelijk minder competente vrouwen (Storvik & Teigen, 2010).

De volgende categorie is "capaciteiten en bruikbaarheid". Voorstanders van het quotum in Noorwegen gaven het feit dat het opnemen van vrouwen in de Raad van Bestuur zorgt voor bredere perspectieven als volgend argument. Deze verbreding van de perspectieven is te danken aan het verschil in attitude, interesse en ervaringen tussen mannen en vrouwen (Storvik & Teigen, 2010). Dit voordeel werd ook aangehaald door Hillman, Shropshire en Cannella in hun artikel uit 2007. De Europese Commissie (2012) geeft aan dat de verbreding van de perspectieven en de creativiteit enkel ten voordele van de ondernemingen kan komen. Het bekijken van de verscheidene mogelijkheden zorgt voor beter onderbouwde beslissingen. Verschillende onderzoeken suggereren dat er een positief verband is tussen vrouwen in de Raad van Bestuur en de financiële prestaties van ondernemingen. Dit wordt ook aangehaald door de Europese Commissie (2012) en door de Noorse overheid. Maar vaak is het aandeel van vrouwen in de Raad van Bestuur niet duidelijk. Uit de onderzoeken komt niet altijd duidelijk het causale verband naar voor tussen meer vrouwen in de Raad van Bestuur en de betere financiële prestaties van de onderneming. Het is belangrijk dat er een duidelijk onderscheid wordt gemaakt (Storvik & Teigen, 2010). Volgens Nygaard (2011) kunnen vrouwen inderdaad een positieve

invloed uitoefenen op de prestaties van de onderneming aangezien ze de belangen van de aandeelhouders meer vooropstellen. Daarenboven zouden vrouwen meer universeel betrokken zijn. Vrouwen blijken tevens een beter inzicht te hebben in het koopgedrag van de consument. Dit is te wijten aan het feit dat vrouwen 70 procent van de inkopen van een gezin doen of alleszins beïnvloeden (Europese Commissie, 2012).

In het boek van Bilimoria en Piderit (2007) wordt aangegeven dat een diverse Raad van Bestuur zeker zijn voordelen heeft. Door de verschillende capaciteiten, kennis, ervaring en sociale banden van de bestuurders samen te brengen, kan er een Raad van Bestuur gevormd worden die de marktsituatie en de werkkrachten beter begrijpt, die betere beslissingen kan nemen en die onafhankelijker is. Dit alles zorgt voor een betere prestatie van de Raad van Bestuur. Daarnaast is er nog een symbolische waarde verbonden aan meer vrouwen in de Raad van Bestuur. Het is namelijk zo dat de onderneming een betere reputatie kan opbouwen, fondsen kan aantrekken van ethische investeerders en vrouwen in de lagere niveaus van de organisatie kan inspireren. Op langere termijn kunnen vrouwen in de Raad van Bestuur zelfs zorgen voor een hogere score op het vlak van de tevredenheid van de werknemers en de sociale prestaties.

Volgens de tegenstanders van het quotum worden de juiste competenties in de lagere rangen van de hiërarchie binnen het bedrijf gevormd. Het is noodzakelijk dat de vrouwen groeien in de onderneming en niet onmiddellijk lid worden van de Raad van Bestuur, ze hebben namelijk enige tijd nodig om het bedrijf te leren kennen. Ervaring is een belangrijke vereiste om de taak van een bestuurslid tot een goed einde te brengen. Daarnaast stelt deze groep van tegenstanders nog dat vrouwen niet zorgen voor een betere rendabiliteit van de onderneming. Het zijn net de meest competente bestuurders die zorgen voor de meest winstgevende onderneming. Dit heeft niets met het geslacht te maken (Strovik & Teigen, 2010).

De laatste argumenten kunnen ondergebracht worden in de categorie "democratisch". Zo werd er gesteld dat gelijke kansen tussen mannen en vrouwen op het niveau van de Raad van Bestuur zouden zorgen voor meer democratie in Noorwegen. Tegenstanders stellen echter dat het opleggen van een quotum de democratie beperkt. Dit argument wordt gestaafd door het feit dat investeerders op de aandeelhoudersvergadering niet vrij kunnen kiezen wie ze benoemen tot bestuurder. Ze moeten telkens het quotum in het achterhoofd houden. Aangezien de aandeelhouders een risico lopen door hun geld te investeren, zouden zij ook de mogelijkheid moeten hebben om vrij te kiezen door wie ze hun geld laten beheren. Ze moeten hun lot in eigen handen hebben. Dit is niet het geval wanneer ze rekening moeten houden met de balans tussen mannen en vrouwen (Storvik & Teigen, 2010). People Management (2006) geeft een vergelijkbaar argument tegen het quotum. Dit zal verder besproken worden in de literatuurstudie.

Tot slot haalt de Europese Commissie (2012) nog twee andere voordelen aan. Ten eerste zorgt een beter evenwicht tussen het aantal mannelijke en vrouwelijke bestuurders er voor dat risico's beter worden gemanaged en gecontroleerd. Daarnaast heeft een stijging van het aantal vrouwen nog een belangrijk voordeel vanuit het macro-economisch perspectief. De vergrijzing op de arbeidsmarkt kan opgevangen worden door vrouwen. Als er een blik wordt geworpen op de capaciteiten van vrouwen, blijkt dat zij op alle bedrijfsniveaus inzetbaar zijn geworden. Het is echter zo dat vrouwen van alle bedrijfsniveaus ontmoedigd raken door het glazen plafond wat er voor zorgt dat vrouwen uit de arbeidsmarkt gedreven worden. Dit zal er voor zorgen dat er nog een grotere gendergap ontstaat. Het is dus volgens de Europese Commissie hoog tijd dat er initiatieven genomen worden. Zelf heeft ze reeds doelstellingen opgelegd waaraan beursgenoteerde ondernemingen vrijwillig kunnen deelnemen. Concreet houdt dit in dat het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur tot 30 procent moet stijgen tegen 2015 en tot 40 procent tegen 2020. Het systeem is vergelijkbaar met het opleggen van een quotum zoals in België, Frankrijk en Italië gebeurde, maar het gaat om een vrijblijvend quotum. De Europese Commissie staat zeker en vast achter de initiatieven van de andere overheden.

Aangezien de voor- en nadelen van het quotum een ruim gegeven is, zal dit verder besproken worden in de literatuurstudie. Tevens zal er daar vermelding gemaakt worden van de effectieve impact van het quotum in Noorwegen.

2. Onderzoeksvragen

2.1. Centrale onderzoeksvraag

De bedoeling van deze masterproef is een antwoord formuleren op de volgende centrale onderzoeksvraag:

- ✓ Centrale onderzoeksvraag: *Is het opleggen van een quotum met betrekking tot het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur de sleutel tot een deugdelijker bestuur in de Belgische ondernemingen?*

Nadat het quotum een succes bleek te zijn in Noorwegen, zijn er enkele Europese landen het voorbeeld gevolgd en hebben ze ook een quotum opgelegd (Storvik & Teigen, 2010). België is één van deze landen. In het Belgische Staatsblad stond op 14 september 2011 te lezen dat de Belgische overheid een quotum oplegt met betrekking tot de verdeling van de geslachten binnen de Raad van Bestuur van overheidsbedrijven, beursgenoteerde ondernemingen en de Nationale Loterij. Dit houdt concreet in dat na een overgangperiode van enkele boekjaren minimaal een derde van de leden van de Raad van Bestuur van het andere geslacht moet zijn dan het overige gedeelte. De lengte van deze overgangperiode is afhankelijk van het soort bedrijf en de grootte ervan.

Er is echter een debat ontstaan of het al dan niet een goed idee is om een quotum op te leggen. Het is mogelijk dat sommige Raden van Bestuur reeds een optimaal punt hebben bereikt. Door het opleggen van het quotum dienen er veranderingen doorgevoerd te worden in de samenstelling van de Raden van Bestuur. Het gevolg hiervan is dat sommige Raden van Bestuur terug kunnen afwijken van dat optimale punt terwijl anderen dichter naar hun optimaal punt zullen toegroeien of net nog verder afwijken van dit optimale punt. Dat er geen dergelijke verandering optreedt, is de laatste optie die wordt opengelaten. Net om deze twijfel uit de wereld te helpen is het nodig om een onderzoek te voeren naar het effect van het opleggen van een quotum aan de Belgische overheidsbedrijven, beursgenoteerde ondernemingen en de Nationale Loterij.

Is het opleggen van een quotum met betrekking tot het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur de sleutel tot een deugdelijk bestuur in de Belgische ondernemingen? Dit is de rode draad doorheen deze masterproef. Na het opleggen van het quotum is er in veel landen een debat omtrent dit onderwerp ontstaan. Zoals hierboven reeds werd omschreven, is Noorwegen één van deze landen. Ook in Duitsland, Zweden en het Verenigd Koninkrijk ontstond een discussie (Ahern & Dittmar, 2012). Ondanks het discussiepunt hebben veel overheden een quotum opgelegd. Toch blijft de vraag of dit wel een goed idee was voor België. Deze masterproef blijkt erg relevant te zijn voor de

literatuur aangezien er voordien nog geen onderzoek werd gevoerd naar de Belgische context van het quotum.

Maar wat is nu precies deugdelijk bestuur? Dit is een vraag die onmiddellijk naar boven komt bij het analyseren van de centrale onderzoeksvraag. Hier is echter geen eenduidig antwoord op te geven. Een eerste definitie is deze op de website van de FOD Economie: *"Het systeem waarmee ondernemingen worden bestuurd en gecontroleerd, zowel intern als extern aan het bedrijf. Corporate governance heeft betrekking op de werking en de interne controle van het bedrijf, maar ook op haar relatie met de stakeholders op alle terreinen van de activiteiten van de onderneming"*. In deze definitie wordt rekening gehouden met alle stakeholders van de onderneming. Maar dit is zeker niet altijd het geval. De definitie van Shleifer en Vishny (1997) is een voorbeeld van een definitie die enkel rekening houdt met de belangen van de aandeelhouders: *"The ways in which the suppliers of finance to corporations assure themselves of setting a return on their investment"* (p. 1). De OECD heeft ook een definitie met betrekking tot corporate governance vooropgesteld: *"Corporate governance involves a set of relationships between company's management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined. Good corporate governance should provide proper incentives for the board and management to pursue objectives that are in the interests of the company and its shareholders and should facilitate effective monitoring"* (p. 11). In deze masterproef zal vooral de traditionele definitie, rekening houdend met de aandeelhouders, van belang zijn.

Om na te gaan of het Belgische quotum effectief zorgt voor een deugdelijker bestuur, zal er een kwantitatief onderzoek worden gevoerd, beginnend met een literatuurstudie. Deze masterproef zal zich beperken tot een onderzoek bij de beursgenoteerde bedrijven, omdat het regelgevende quotum niet van toepassing is op niet-beursgenoteerde ondernemingen. De overheidsbedrijven en de Nationale Loterij zullen tevens niet worden opgenomen in het onderzoek aangezien de hoeveelheid aan beschikbare data hier beperkter is.

2.2. Deelvragen

Om een duidelijk antwoord te kunnen formuleren op de centrale onderzoeksvraag, zal deze onderverdeeld worden in enkele kleinere deelvragen:

- ✓ Deelvraag 1: *Nemen bedrijven reeds het initiatief om het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur te laten toenemen en welk effect heeft dit op de demografische kenmerken van de Raad van Bestuur?*

Het is de bedoeling om de huidige stand van zaken te analyseren. Concreet houdt dit in dat er wordt nagegaan hoe het zit met de demografische kenmerken van de Raad van Bestuur. Voorbeelden hiervan zijn de gemiddelde leeftijd van de bestuurders en de verhouding tussen de interne en de externe bestuurders. Het quotum is nu reeds een jaar van kracht. Er kan nu de vraag gesteld worden of de bedrijven reeds initiatief nemen om het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur te laten toenemen of nemen ze eerder een afwachtende houding aan? De ondernemingen hebben namelijk nog enkele boekjaren de tijd om aan het quotum te voldoen (Belgisch Staatsblad, 14 september 2011). Door tijdig aan de verandering te beginnen, hebben ondernemingen rustig de tijd om naar geschikte kandidaten op zoek te gaan. Er zijn nog andere factoren die een invloed kunnen ondervinden van het quotum. Naast de verandering in het aantal vrouwen, kan er ook een verschuiving plaatsvinden tussen het aantal interne en externe bestuurders. Daarenboven kan de gemiddelde leeftijd, opleiding en ervaring van de bestuursleden wijzigen. Dit alles kan nuttige informatie opleveren met betrekking tot hetgeen allemaal verandert in de Raad van Bestuur ten gevolge van het opleggen van een quotum.

Doordat er meer vrouwen een zetel in de Raad van Bestuur kunnen bemachtigen, kan er het fenomeen "multiple directorships" mogelijk naar de voorgrond treden. In het geval dat vrouwen gelijktijdig meerdere bestuursmandaten voor hun rekening gaan nemen, is er sprake van multiple directorships. Dit aspect zal in de literatuurstudie uitgebreid aan bod komen.

✓ Deelvraag 2: *Welke invloed heeft het quotum op de prestaties van de onderneming?*

In de ondernemingen, op dewelke het quotum van toepassing is, kan reeds een effect gemeten worden van dit quotum. In veel onderzoeken wordt dit gedaan door naar de financiële prestaties van de verschillende ondernemingen te kijken. Het onderzoek in Noorwegen van Ahern en Dittmar (2012) deed dat niet anders. De beurskoers en het rendement zijn voorbeelden van financiële cijfers die onderzocht kunnen worden. Belangrijk hierbij is dat er een onderscheid gemaakt wordt tussen de invloed op de financiële prestaties ten gevolge van de stijging van het aantal vrouwen en deze door andere factoren zoals de conjunctuur (Storvik & Teigen, 2010). Volgens Nygaard (2011) is het dan weer erg belangrijk dat er een onderscheid wordt gemaakt tussen de bedrijven met en zonder een hoge informatie asymmetrie. De rede hiervoor is te vinden in het feit dat ondernemingen met een lage informatie asymmetrie minder problemen zouden ondervinden van de veranderingen in de Raden van Bestuur door het opleggen van een quotum. Onderneming met een hoge informatie asymmetrie zouden meer moeilijkheden hebben met deze verandering. Dit schrijft Nygaard (2011) in zijn artikel als reactie op

het onderzoek van Ahern en Dittmar uit 2012. Het debat omtrent het quotum beperkt zich niet enkel tot het beleid, maar ontstaat ook bij het analyseren van de resultaten.

Naast de winstgevendheid van de onderneming is de loonkost een financieel gegeven dat onderzocht kan worden. The Conference Board of Canada (2002) en Bilimoria en Piderit (2007) halen aan dat ondernemingen beter scoren op de tevredenheid van de werknemers en de omgeving wanneer er meer vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen. Volgens Adams en Funk (2009) pleiten vrouwelijke bestuurders voor hogere lonen voor de werknemers. Er zou een andere bedrijfsstrategie gehanteerd worden. Indien dit effectief het geval is, zal dit ook tot uiting komen in de jaarrekening van de onderneming. De loonkosten zullen toenemen wanneer de lonen van de werknemers stijgen. Aangezien deugdelijk bestuur betrekking heeft op de aandeelhouders, maar ook op de overige stakeholders, is het relevant om kennis te nemen van de effecten op bijvoorbeeld de werknemers.

- ✓ *Deelvraag 3: Beschikt België over de vereiste factoren om van het quotum met betrekking tot het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur een succesverhaal te maken?*

Volgens het onderzoek van Storvik en Teigen (2010) is het belangrijk dat er een goede omgeving wordt gecreëerd vooraleer het quotum een succes kan worden. Hiermee wordt bedoeld dat de overheid middelen ter beschikking moet stellen om de ondernemingen te helpen met het bereiken van het quotum. Een voorbeeld hiervan is het oprichten van een databank met alle beschikbare vrouwen om een zetel in de Raad van Bestuur te bekleden. De Noorse overheid heeft een dergelijke databank opgestart in samenwerking met NAO, de grootste werkgeversorganisatie van Noorwegen (Ahern & Dittmar, 2012). In België is er een vergelijkbaar initiatief, namelijk "Women on Board". Vijf vrouwen hebben dit project opgestart om ondernemingen te helpen met de implementatie van de Belgische Corporate Governance Code uit 2009. Het project kreeg al snel de steun van het Instituut voor Gelijke Kansen voor Mannen en Vrouwen (Women on Board, 2012). Zoals reeds eerder vermeld werd, blijkt ook het opleggen van sancties voor het niet behalen van een quotum een belangrijk gegeven te zijn (Storvik & Teigen, 2010; Nygaard, 2011). Beschikt België over een dergelijk onderbouwd ondersteuningssysteem om van de invoering van het quotum een succesverhaal te maken?

Naast het feit dat de overheid een degelijk ondersteuningssysteem op poten moet zetten, is er nog een aspect van zeer groot belang. Er mag dan wel voldoende tijd zijn om nieuwe geschikte vrouwelijke bestuurders te zoeken. Maar hebben vrouwen wel de nodige capaciteiten om de taken van een bestuurslid tot een goed einde te brengen? Dit werd reeds in twijfel getrokken in het onderzoek van Elgart (1983) waar mannen bleken

aan te geven dat er te weinig gekwalificeerde vrouwen beschikbaar zouden zijn voor de job als bestuurder. In het onderzoek van Ahern en Dittmar (2012) wordt vermeld dat veel leden van de Raad van Bestuur reeds ervaring hebben als CEO van een onderneming. Via deze weg zouden de bestuurders veel nuttige kennis hebben kunnen opdoen. In Noorwegen zijn er echter zeer weinig vrouwelijke CEO's, dus er zijn weinig vrouwelijke kandidaat bestuurders die deze CEO-ervaring hebben. Ook het clubje van de CEO's blijkt een mannenbastion te zijn. De vraag is echter of dit probleem zich ook voordoet in België. Mogelijk wordt het gebrek aan ervaring als CEO gecompenseerd door andere capaciteiten zoals het opleidingsniveau. In dit opzicht is het nuttig om na te gaan of er in België vrouwelijke CEO's kunnen doorstromen naar de Raad van Bestuur. Uit het onderzoek van het Instituut voor Gelijke Kansen voor Mannen en Vrouwen (2011) blijkt alleszins dat er voldoende hoger opgeleide vrouwen zijn in België. De resultaten van dit onderzoek worden nog verder besproken in de literatuurstudie van deze masterproef.

Hoofdstuk II: Literatuurstudie

In het onderzoeksplan werd reeds vermeld dat deze masterproef het doel heeft om te analyseren of het opleggen van een quotum, met betrekking tot het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur, tot deugdelijk bestuur leidt. Om te beginnen zal er een literatuurstudie gevoerd worden.

Het eerste aspect dat in deze literatuurstudie aan bod zal komen is de Raad van Bestuur. Vervolgens zal er een specifiekere uitleg volgen over het opleggen van het quotum met betrekking tot het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur.

1. Raad van Bestuur

De Raad van Bestuur neemt voor een deel de leiding van de onderneming voor haar rekening. Een aantal regels met betrekking tot de Raad van Bestuur werden opgenomen in het Wetboek van Vennootschappen. Daarnaast is er de Belgische Corporate Governance Code 2009 die de Belgische wetgeving aanvult. Deze Code bevat enkel richtlijnen (Belgische Corporate Governance Code, 2009).

1.1. Wettelijke grondslag

In het Wetboek van Vennootschappen worden in artikel 517 e.v. een aantal regels omtrent de Raad van Bestuur besproken. De Raad van Bestuur bestaat uit minimaal drie bestuurders die door de algemene vergadering van aandeelhouders worden benoemd. Deze benoeming kan een maximale duur van zes jaar bestrijken. De bestuurders zijn echter wel herbenoembaar, tenzij anders overeengekomen in de statuten van vennootschap. De algemene vergadering kan op eender welk moment overgaan tot het ontslag van de bestuurders.

De Raad van Bestuur heeft als taak alle handelingen uit te voeren om het doel van de onderneming te verwezenlijken. Daarnaast is de Raad van Bestuur bevoegd om een aantal comités op te richten binnen de vennootschap indien zij dit nodig acht. Het gaat hier specifiek om adviserende comités zoals een directiecomité. De taken van de Raad van Bestuur kunnen in de statuten echter beperkt worden (Wetboek van Vennootschappen).

Zoals verder nog aan bod zal komen, gebeurde er in 2011 een aanpassing van de wetgeving met betrekking tot de samenstelling van de Raad van Bestuur. Op dat moment werd er een quotum opgelegd met betrekking tot het aantal vrouwen in de Raden van Bestuur.

1.2. Deugdelijk bestuur

De Belgische wetgeving legt een aantal regels vast waaraan de Raad van Bestuur moet voldoen. In 2004 werd de Commissie Corporate Governance opgericht. Dit was een initiatief van de Commissie voor het bank-, financie- en assuratiewezen, het Verbond van Belgische ondernemingen en Euronext Brussel. In datzelfde jaar kwam de eerste Belgische Corporate Governance Code uit. Dit is een aanvulling op de Belgische wetgeving voor beursgenoteerde ondernemingen. Ondernemingen hebben op de website de kans om omtrent de code suggesties te doen bij de Commissie. De Commissie zal deze suggesties analyseren en eventueel opnemen in de vernieuwde versie van de Code. De meest recente Belgische Corporate Governance Code dateert uit 2009 (Commissie Corporate Governance, 2012).

In de centrale onderzoeksvraag werd de vraag gesteld of het opleggen van een quotum zorgt voor een deugdelijker bestuur. Belangrijk om te weten is echter wat deugdelijk bestuur precies inhoudt. Maar hier is geen eenduidig antwoord op te geven. Er zal ook gebruik gemaakt worden van de naam "corporate governance", dit is de universele naam van deugdelijk bestuur.

Corporate governance is in feite ontstaan door het werk "The Modern Corporation and Private Property" van Berle en Means dat in 1932 verscheen. Er kwam steeds vaker een scheiding tussen het management en de eigendom van een onderneming. Berle en Means (1932) waren bezorgd om deze scheiding omdat er een agent – principaal relatie ontstond tussen het management en de aandeelhouders van de onderneming. De agency theorie geeft aan dat managers hun eigen belangen vooropstellen in plaats van deze van de aandeelhouders (Tirole, 2001).

De Belgische Corporate Governance Code (2009) maakt vermelding van een vrij algemene definitie van deugdelijk bestuur: *"Corporate Governance omvat een reeks regels en gedragingen die bepalen hoe vennootschappen worden bestuurd en gecontroleerd. Een goed corporate governance model zal zijn doel bereiken door het juiste evenwicht te vinden tussen leiderschap en ondernemerschap en prestaties enerzijds, alsook controle en conformiteit met deze regels anderzijds"* (p. 7).

"Defense of shareholders interest" (p. 1) is een standaarddefinitie van corporate governance die wordt aangehaald door Jean Tirole (2001). In dit opzicht is het belangrijk om managers aan te werven die de doelstellingen van de aandeelhouders nastreven. Ook Shleifer en Vishny (1997) geven een vergelijkbare definitie: *"The ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment"* (p. 1). Williamson (1984) beperkt zich in zijn definitie van corporate governance tevens tot de belangen van de aandeelhouders: *"Corporate governance refers to the integrated set*

of internal and external controls that harmonize manager-shareholder (agency) conflicts of interest resulting from the separation of ownership and control” (p. 1197).

Tegenwoordig zijn er economisten die nog een stapje verder durven gaan wanneer er wordt gesproken over corporate governance. Ze hebben een bredere kijk op de zaak, die ook wel eens stakeholder society wordt genoemd. Dit houdt in dat niet enkel de belangen van de aandeelhouders voorop worden gesteld, maar dat er ook rekening dient gehouden te worden met alle andere stakeholders (Tirole, 2001). Wade (2006) gaf hier volgende definitie voor: *“Where companies are expected to be accountable not only to shareholders for financial performance, but to stakeholders for their wider economic, environmental en societal impacts” (p. 227).* In het onderzoeksplan werd reeds verwezen naar een dergelijke definitie van de FOD Economie en de OECD.

Op dit vlak kan er dus besloten worden dat deugdelijk bestuur of corporate governance een zeer ruim begrip is waar iedereen een eigen invulling aan kan geven. Voor deze masterproef zal er voornamelijk rekening gehouden worden met de belangen van de aandeelhouders, hoewel deze van de stakeholders ook enige aandacht krijgen. Aangezien de literatuur aan de twee belangengroepen aandacht besteedt, zou het zonde zijn om enkel te focussen op één categorie.

2. Het gebrek aan vrouwen in topfuncties

De Europese Commissie heeft begin 2012 gerapporteerd dat in Europa slechts 13,9 procent van degenen die een zetel in de Raad van Bestuur hebben kunnen verwerven een vrouw is. België scoort echter nog lager dan dit gemiddelde, namelijk 11 procent. Hiermee staat België op gelijke voet met Oostenrijk en Spanje. Het land met het laagste aantal vrouwelijk bestuurders is Malta met slechts 3 procent. Noorwegen scoort het best met 42 procent.

Ondanks het feit dat in België het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur erg beperkt blijft, zijn er voldoende hoger opgeleide vrouwen in België. Dit wordt aangegeven door "Share of women in tertiary education (2009)". Concreet houdt dit in dat in België ongeveer 55 procent van studenten in het hoger onderwijs een vrouw is. Ook in andere landen zien we dat er een hoog percentage vrouwen een hogere opleiding volgt (Europese Commissie, 2012). De verhouding tussen de mannelijke en vrouwelijke bestuurders en hun opleidingsniveau wordt weergegeven in figuur 1.

Figuur 1: Vrouwen en mannen in de Raden van Bestuur van de grootste beursgenoteerde ondernemingen – Januari 2012

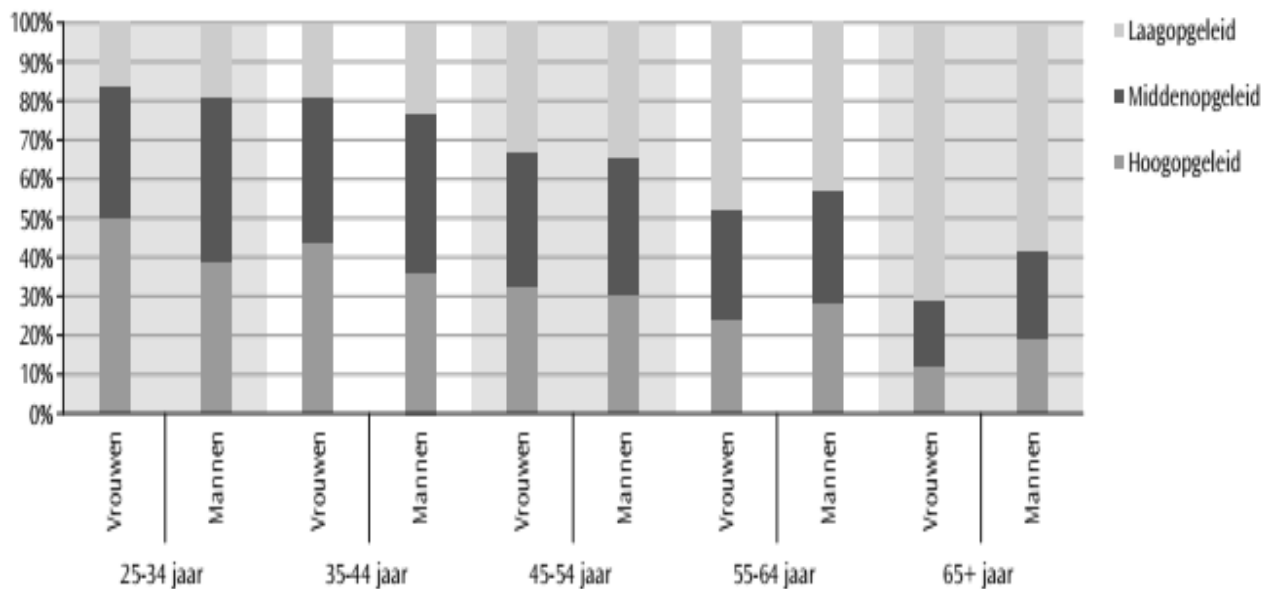


Bron: Europese Commissie, 2012

Het Instituut voor Gelijke Kansen voor Mannen en Vrouwen (2011) geeft aan dat het aantal hoger opgeleide vrouwen de laatste jaren erg is toegenomen. Deze stijging was zelfs zo sterk dat er onder de jongere generaties meer hoogopgeleide vrouwen dan hoogopgeleide mannen zijn. Dit is vergelijkbaar met de resultaten die worden

weergegeven in het artikel van de Europese Commissie (2012). De bevindingen van het Instituut voor Gelijke Kansen voor Mannen en Vrouwen worden weergegeven in figuur 2.

Figuur 2: Verdeling van de Belgische bevolking ouder dan 25 jaar, naar opleidingsniveau, leeftijd en geslacht (2010)



Bron: Instituut voor Gelijke Kansen voor Mannen en Vrouwen, 2011

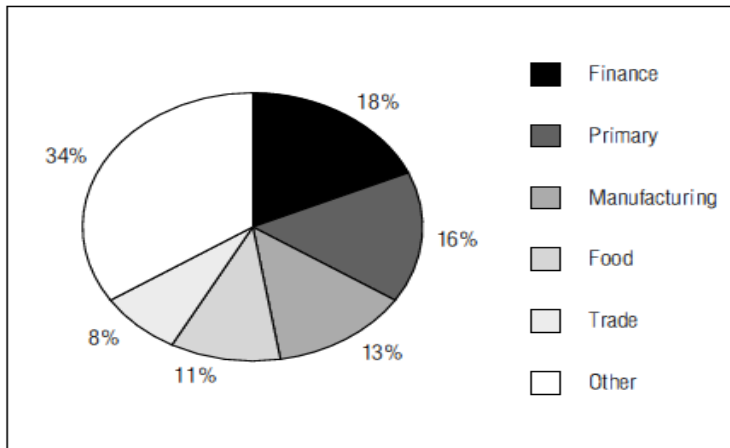
The Conference Board of Canada (2002) geeft aan dat het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur ook sterk verschilt naargelang de sector. Figuur 3 geeft weer dat 18 procent van de ondernemingen in de financiële sector geen enkel vrouwelijk bestuurslid heeft. Volgens figuur 4 heeft nochtans 34 procent van de ondernemingen in dezelfde sector minimaal 3 vrouwelijke bestuurders in haar Raad van Bestuur. Er kan dus gesteld worden dat er sterke verschillen zijn binnen de sector.

Daarnaast blijkt de overheid, gevolgd door de gezondheidszorg en het onderwijs en tot slot het transport en de energie tot de 3 sectoren te behoren waarin minimaal 3 vrouwen lid zijn van de Raad van Bestuur. De primaire, producerende en voedingssector daarentegen zijn na de financiële sector de 3 sectoren met de meeste ondernemingen waar enkel mannen in de Raad van Bestuur zetelen (The Conference Board of Canada, 2002).

Door onderzoekers worden er verscheidene redenen aangekaart waarom er zo weinig vrouwen in de Raden van Bestuur zetelen. In het onderzoeksplan werd reeds vermelding gemaakt van het feit dat er te weinig gekwalificeerde vrouwen beschikbaar zijn om de taken van een bestuurder tot een goed einde te brengen. Dit wordt volgens het

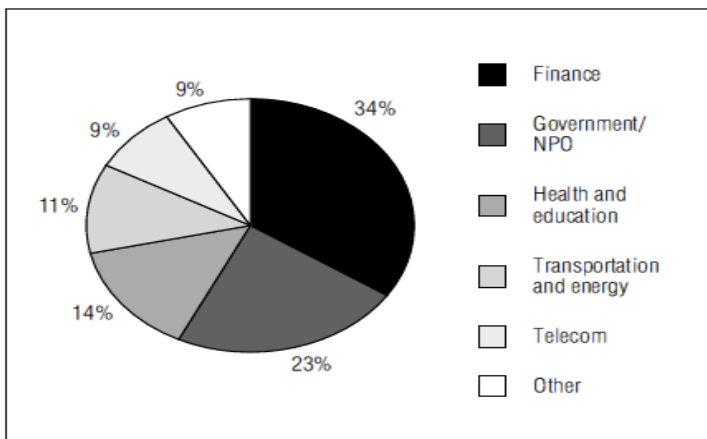
onderzoek van Elgart (1983) aangegeven door het mannenclub van de Raad van Bestuur.

Figuur 3: Industry Profile of All-male Boards (percentage of organizations in each industry)



Bron: The Conference Board of Canada, 2002

Figuur 4: Industry Profile of Boards with 3 or More Women (percentage of organizations in each industry)



Bron: The Conference Board of Canada, 2002

Een andere reden die reeds werd aangereikt in het onderzoeksplan, is het feit dat de CEO van de onderneming te veel inspraak heeft in de selectie van de bestuursleden. De selectie van de leden van de Raad van Bestuur gebeurt te weinig door de aandeelhouders, op basis van de capaciteiten van de kandidaten. De CEO heeft echter veel inspraak en promoot mensen uit zijn sociale netwerk. Dit levert hem uiteraard voordelen op. De Raad van Bestuur heeft een controlerende rol ten opzichte van het management. Door de vriendjespolitiek beoogt de CEO betere medewerking en minder strenge controle van de Raad van Bestuur. Aangezien vrouwen minder deelnemen aan

netwerken, worden zij automatisch minder naar voor geschoven als kandidaat-bestuurder (Nygaard, 2011).

Pande en Ford (2011) hebben een aantal barrières opgesteld die vrouwen tegenhouden om een topfunctie te bekleden. Er kan een onderscheid gemaakt worden tussen de aanbodzijde en vraagzijde van vrouwen in topfuncties.

2.1. Barrière langs de aanbodzijde

De aanbodzijde van topfuncties voor vrouwen stelt drie barrières voorop, namelijk voorkeuren en toetredingskosten, ambities en competitieaversie (Pande & Ford, 2011). Deze drie barrières zullen nu afzonderlijk besproken worden.

De eerste categorie "Voorkeuren en toetredingskosten" verwijst naar het feit dat vrouwen meer onderbrekingen in hun carrière kennen, met als gevolg dat ze minder uren werken en dus minder ervaring opdoen. Ervaring is net de springplank naar een hogere functie. De reden dat vrouwen vaker hun carrière onderbreken dan mannen is de kindervens. Dit zorgt voor hogere toetredingskosten of kosten van het verder zetten van de job (Pande & Ford, 2011). Het argument dat ervaring zeer belangrijk is, werd ook aangekaart door Storvik en Teigen (2010).

De tweede barrière die door Pande en Ford (2011) wordt aangehaald is "Ambitie". Deze barrière verwijst naar het feit dat vrouwen minder ambitieus zijn. Doordat er een gebrek is aan vrouwen als rolmodellen, zullen vrouwen minder gemotiveerd zijn om zich kandidaat te stellen voor een hogere functie. Pas wanneer iemand deze stap zet, zullen andere vrouwen dat voorbeeld volgen. Volgens het onderzoek van Constantini (1990) is er een duidelijk ambitiekloof tussen mannen en vrouwen.

De laatste barrière aan de aanbodzijde is "Competitieaversie". Vrouwen blijken geen competitiebeesten te zijn die alles op alles zullen zetten om de race voor een bepaalde functie te winnen. Mannen blijken deze strijdlust wel te hebben waardoor ze meer kans hebben om een topfunctie te bekleden. Uit het onderzoek van Gneezy, Niederle en Rustichini (2003) is gebleken dat vrouwen minder competitief zijn wanneer ze de strijd moeten aangaan tegen mannen dan tegen vrouwen. Dit bemoeilijkt uiteraard het wegwerken van de mannenbastions in de topfuncties (Pande & Ford, 2011).

2.2. Barrière langs de vraagzijde

Vrouwen ondervinden ook barrières via de vraagzijde van topfuncties. Net zoals aan de aanbodzijde, zijn ook hier drie soorten barrières vastgesteld, namelijk smaakdiscriminatie, statistische discriminatie en selectie via bevooroordeeld systeem (Pande & Ford, 2011). Ook de drie barrières langs de vraagzijde worden afzonderlijk toegelicht.

“Smaakdiscriminatie” is de eerste categorie. De selectie van de kandidaten gebeurt niet altijd objectief. Vaak speelt de persoonlijke voorkeur een belangrijke rol. Er zijn echter nog veel mensen die een vooroordeel hebben over het feit dat vrouwen niet over de juiste capaciteiten beschikken om een leidende functie op zich te nemen. Er wordt gezegd dat mannen betere leiders zijn dan vrouwen waardoor bij de aanwerving de voorkeur uitgaat naar mannen (Pande & Ford, 2011).

De tweede barrière waar vrouwen mee in contact komen is de “statistische discriminatie”. Er is weinig geweten over de vaardigheden van vrouwen op het vlak van leiderschap. Het onderzoek dat er naar gevoerd wordt, dient zich te focussen op een erg beperkte groep aangezien er maar weinig vrouwen een leidinggevende functie uitoefenen. Door de kleine groep van representanten wordt er getwijfeld aan de representativiteit van het onderzoek. Doordat er zo weinig geweten is over de prestaties van vrouwen, wordt er sneller op zeker gespeeld en wordt er een man aangesteld (Pande & Ford, 2011).

Tot slot is er nog de categorie “Selectie via bevooroordeeld systeem”. Dit houdt in dat er momenteel nog veel gebruik wordt gemaakt van verouderde selectiesystemen waar voornamelijk mannen in voor komen. Dit probleem zou uit de wereld kunnen geholpen worden door gebruik te maken van proportionele representatie systemen. Dit zijn systemen die zorgen voor een gelijke verhouding tussen mannen en vrouwen. In Europa hebben dergelijke systemen reeds hun intreden gemaakt, maar dit is zeker niet het geval in alle landen ter wereld. Daarnaast gebeurt de selectie van nieuwe leden van de Raad van Bestuur vaak via het netwerk van de bestaande bestuurders en het senior management. Aangezien vrouwen zelden deelnemen aan dit soort informele netwerken, verkleinen hun kansen op het behalen van een topfunctie (Pande & Ford, 2011). Dit laatste argument werd ook aangehaald door Nygaard (2011).

3. Quota voor de Raad van Bestuur

Aangezien het aantal vrouwen in de Raden van Bestuur erg beperkt blijft, worden er de laatste jaren regelmatig quota ingevoerd om dit aantal te laten toenemen. Noorwegen is een soort van spilfiguur in het opleggen van dergelijk quotum. Pande en Ford (2011) geven aan dat de inspanning geleverd door The Norwegian Confederation of Enterprises van cruciaal belang is geweest in het veranderingsproces in de Raden van Bestuur. De organisatie heeft vrouwen getraind om een functie als bestuurslid naar behoren te kunnen uitoefenen. Daarna hebben ze de vrouwelijke kandidaat-bestuurders aan verscheidene ondernemingen gekoppeld.

Volgens Pande en Ford (2011) hebben de landen bij het opleggen van een quotum de keuze tussen twee verschillende soorten van quota, namelijk een regelgevend quotum of een vrijwillig quotum. Verder volgt een beschrijving van deze twee quota.

3.1. Regelgevend quotum

Een regelgevend quotum wordt door de overheid opgelegd aan een bepaalde groep van bedrijven. Een dergelijk quotum werd ook ingevoerd in Noorwegen waar het quotum betrekking had op overheidsbedrijven en inter-municipality companies. Het is de bedoeling dat de bedrijven na een overgangperiode een bepaald aantal vrouwen in de Raden van Bestuur laten zetelen. Indien de ondernemingen niet aan het quotum voldoen, zullen ze hiervoor gesanctioneerd worden. België, Frankrijk, Spanje, Italië, Canada en Nederland hebben het voorbeeld van Noorwegen gevolgd en hebben een quotum opgelegd (Pande & Ford, 2011).

3.2. Vrijwillig quotum

Een vrijwillig quotum houdt in dat ondernemingen zich vrijwillig kunnen engageren om aan het quotum te voldoen. Echter weinig ondernemingen reageren op een dergelijk initiatief. Daimler en Deutsche Telekom waren twee uitzonderingen die een quotum voor zichzelf hebben opgelegd. Een gaf ook te blijken dat er ze erg geïnteresseerd waren, maar er werden geen concrete doelstellingen vooropgesteld (Pande & Ford, 2011). Zoals reeds eerder werd aangehaald is het quotum dat opgelegd werd door de Europese Commissie een voorbeeld van een vrijwillig quotum (Europese Commissie, 2012).

3.3. Het quotum in België

Zoals reeds eerder werd vermeld, is België één van de landen die het voorbeeld van Noorwegen heeft gevolgd en dus een regelgevend quotum heeft opgelegd. Aangezien het onderzoek van deze masterproef betrekking heeft op de Belgische ondernemingen, is het interessant om dieper in te gaan op het quotum in België.

De Belgische overheid heeft een quotum opgelegd aan overheidsbedrijven, beursgenoteerde bedrijven en de Nationale Loterij. Op 14 september 2011 stond in het Belgisch Staatsblad te lezen dat deze bedrijven binnen een aantal boekjaren er voor moeten zorgen dat minimaal één derde van de leden van de Raad van Bestuur van het andere geslacht is dan de overige leden. De ondernemingen krijgen echter een aantal boekjaren de tijd om deze overgang door te voeren. Dit aantal is verschillend naargelang het soort onderneming en de grootte van de onderneming.

Wat de gevolgen zijn indien er een tekort is aan één van de geslachten, is afhankelijk van het soort bedrijf. De overheidsbedrijven en de Nationale Loterij zullen bij de volgende benoeming van een bestuurslid moeten kiezen voor een persoon van het geslacht waarvan er een tekort blijkt te zijn. Indien dit niet gebeurt, is de benoeming van het nieuwe bestuurslid nietig. De benoeming van een nieuw bestuurslid is tevens nietig indien de benoeming er voor zorgt dat het minimum aantal leden van een bepaald geslacht niet langer gehaald wordt. De regels voor beursgenoteerde bedrijven wijken licht af van de voorgaande regels. Wanneer blijkt dat de Raad van Bestuur niet aan het quotum voldoet, moet er op de eerst volgende algemene vergadering een nieuwe Raad van Bestuur worden samengesteld die wel aan de normen voldoet. Gebeurt dit echter niet, dan zullen de voordelen voor de bestuurders verbonden aan de uitoefening van de mandaten geschorst worden. Daarnaast is de benoeming van het nieuwe bestuurslid nietig, wanneer er niet het quotum voldaan wordt. Dit geldt tevens wanneer de nieuwe benoeming er voor zorgt dat het quotum niet langer bereikt wordt (Belgisch Staatsblad, 14 september 2011).

4. Waarom een quotum invoeren?

De Commissie Corporate Governance heeft in 2009 de Belgische Corporate Governance Code herzien, rekening houdend met de suggesties van de ondernemingen. De Code is opgebouwd uit een aantal principes, bepalingen en richtlijnen waaraan bedrijven zichzelf kunnen toetsen. Wanneer ze hier niet aan voldoen, moeten de ondernemingen uitleggen waarom ze er niet aan voldoen. Dit noemt men de "pas toe of leg uit - benadering". De Code richt zich voor een groot deel op de Raad van Bestuur, maar ook de algemene vergadering van de aandeelhouders krijgt enkele richtlijnen (Belgische Corporate Governance Code, 2009).

Er zijn een aantal voordelen verbonden aan de aanpak van de Belgische Corporate Governance Code 2009. Ten eerste kunnen ondernemingen zichzelf op een objectieve manier toetsen aan de principes, bepalingen en richtlijnen met betrekking tot het bestuur van de ondernemingen. Vervolgens leidt de Code tot meer transparantie aangezien de ondernemingen moeten rapporteren aan welke voorwaarden ze niet voldaan hebben en waarom. Een volgend voordeel is dat de transparantie er voor zal zorgen dat ondernemingen meer hun best zullen doen om aan de Code te voldoen. Het vierde voordeel is de flexibiliteit van de Code. De Corporate Governance Code kan sneller reageren op veranderingen, met betrekking tot handelspraktijken en behoeften van stakeholders, dan de wetgeving. Dat de bestaande wetgeving wordt aangevuld door de Corporate Governance Code is het laatste voordeel. Samen kunnen zij er voor zorgen dat de beursgenoteerde bedrijven deugdelijk bestuur nastreven (Belgische Corporate Governance Code, 2009).

Het doel van de Belgische Corporate Governance Code 2009 is waarde creëren op lange termijn, zowel voor de aandeelhouders als voor alle andere stakeholders. Maar wat heeft dit nu voor belang in dit onderzoek naar vrouwen in de Raad van Bestuur? Daarvoor dient er een blik te worden geworpen op principe 2 uit de Belgische Corporate Governance Code. Deze luidt als volgt: "*De vennootschap heeft een doeltreffende en efficiënte Raad van Bestuur die beslissingen neemt in het vennootschapsbelang*" (p. 13). Aangezien dit principe erg vaag is, wordt dit verder uitgelegd aan de hand van enkele bepalingen en richtlijnen. De bepaling die hier echter van belang is, is de volgende: "*De samenstelling van de Raad van Bestuur dient te waarborgen dat beslissingen genomen worden in het vennootschapsbelang. Deze samenstelling wordt bepaald op basis van de genderdiversiteit en diversiteit in het algemeen, alsook complementariteit inzake bekwaamheden, ervaring en kennis. De CG-Verklaring bevat een lijst met leden van de Raad van Bestuur.*" (Belgische Corporate Governance Code, 2009, p. 13).

Uit deze bepaling kan er afgeleid worden dat er bij het opstellen van de Belgische Corporate Governance Code (2009) ook al rekening werd gehouden met de verhouding tussen mannen en vrouwen in de Raad van Bestuur.

Naast de Belgische Corporate Governance Code, die van toepassing is op beursgenoteerde ondernemingen, werden er reeds enkele jaren geleden initiatieven opgestart om het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur te laten toenemen. Voorbeelden hiervan zijn Women on Board en Guberna. Dit zijn twee organisaties die samenwerken met vrouwen en ondernemingen om een goede match te vinden. Women on Board werd opgericht om ondernemingen bij te staan en hen te helpen bij de toepassing van de principes uit de Belgische Corporate Governance Code uit 2009 (Women on Board, 2012). Daarnaast is er ook nog de Code Buysse II die in 2005 werd opgesteld. Deze code is vergelijkbaar met de Belgische Corporate Governance Code uit 2009, maar is van toepassing op niet-beursgenoteerde ondernemingen (Code Buysse II, 2005).

Het aantal vrouwen in de Raden van Bestuur bleek in België nog steeds zeer laag te zijn ondanks de initiatieven die reeds op poten werden gezet. Na het succes van het quotum in Noorwegen, heeft de Belgische overheid beslist om een dergelijke quotum op te leggen (Europese Commissie, 2012). Door het opleggen van een quotum wordt de bepaling met betrekking tot genderdiversiteit uit de Belgische Corporate Governance Code (2009) concreet gemaakt. Ondernemingen kunnen niet langer uitleggen waarom ze niet kiezen voor meer diversiteit in de Raad van Bestuur, maar worden nu verplicht om het quotum te volgen. Opgelet, het gaat hier enkel over overheidsbedrijven, beursgenoteerde ondernemingen en de Nationale Loterij.

Nochtans zijn er veel voor- en tegenstanders van het quotum. In het onderzoeksplan werden reeds enkele pro's en contra's van het quotum aangehaald. Dit zal nu nog verder uitgebreid worden.

4.1. Voordelen van een quotum

In het onderzoeksplan werden volgende elementen reeds aangehaald als voordelen verbonden aan het quotum:

- ✓ Gelijkheid tussen mannen en vrouwen als één van de grondrechten van de mens ;
- ✓ Democratisch;
- ✓ Meer creativiteit ten gevolge van de meerdere perspectieven die bekeken worden;
- ✓ Verbetering van de prestaties van de ondernemingen;
- ✓ Beter managen en controleren van risico's;
- ✓ Oplossing voor de vergrijzing van de arbeidsmarkt.

Aangezien deze argumenten pro het quotum reeds uitgebreid aan bod zijn gekomen in het onderzoeksplan, zal hier niet nogmaals dieper op ingegaan worden.

Pande en Ford (2011) reiken nog enkele andere voordelen aan die verbonden zijn aan het quotum. Ten eerste zorgt het voor een vrij directe stijging van het aantal vrouwen in leidinggevende functies. Daarnaast zou het de smaakdiscriminatie kunnen wegwerken. Wanneer vrouwen de kans krijgen om zich te bewijzen, zal op lange termijn de voorkeur voor mannen verminderen. Als meer vrouwen de kans krijgen om zich te bewijzen, kan er ook meer onderzoek gebeuren naar de prestaties van deze vrouwen. Dit zou ook het probleem van statistische discriminatie kunnen wegwerken. Doordat het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur zal toenemen, kunnen deze vrouwen fungeren als rolmodellen. Ze kunnen andere vrouwen inspireren en de ambitie van andere vrouwen prikkelen. Wanneer vrouwen het gevoel hebben dat ze een gelijke kans hebben, zullen zij ook beter presteren. Tot slot geven Pande en Ford (2011) aan dat vrouwen die het gevoel hebben dat ze geen kans hebben op een leidinggevende functie, minder zullen investeren in hun menselijk kapitaal. De invoering van een quotum zou een incentive kunnen zijn voor vrouwen om meer te investeren in hun opleiding en carrière.

Volgens Esteban-Salvador (2011) kunnen bedrijven uit de dienstverlenende en vastgoedsector een competitief voordeel behalen ten opzichte van hun concurrenten door vrouwen te laten zetelen in de Raad van Bestuur. Vrouwen blijken empathischer te zijn dan mannen op het vlak van de relaties met klanten, leveranciers en andere stakeholders. Hierdoor kan de handel verbeterd en uitgebreid worden. Het feit dat vrouwen meer rekening houden met alle stakeholders, kan in verband gebracht worden met de recente ideeën over deugdelijk bestuur. Zoals reeds in het onderzoeksplan en in het begin van deze literatuurstudie werd vermeld, hebben sommige definities van deugdelijk bestuur niet langer enkel betrekking op de aandeelhouders, maar ook op de andere stakeholders.

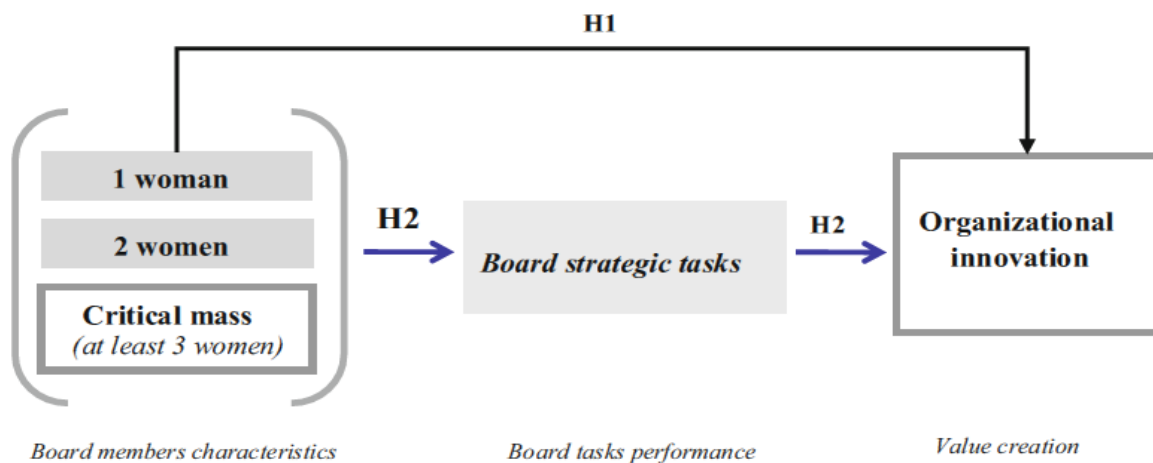
Een volgende voordeel wordt aangehaald door Adams en Ferreira (2009). Zij hebben geconstateerd dat de aanwezigheid tijdens de Raad van Bestuur hoger ligt wanneer er vrouwen in zetelen. Daarnaast werd ook de beloning van de bestuurders aangehaald. De lonen van de bestuursleden worden bepaald aan de hand van de waarde van de aandelen. Deze onderzoekers hebben kunnen concluderen dat de betalingen aan de leden van de Raad van Bestuur billijker zijn wanneer er niet alleen mannelijke bestuurders zijn. Op deze manier vertonen de doelstellingen van de Raad van Bestuur meer gelijkenissen met deze van de aandeelhouders, de agency theorie wordt hier beperkt.

Uit het onderzoek van Konrad en Kramer (2006) blijkt dat vrouwen een belangrijke rol spelen in de Raad van Bestuur. In de eerste plaats zorgen vrouwen voor een betere communicatie tussen de leden van de Raad van Bestuur, maar ook tussen de Raad van Bestuur en de managers. Dit leidt tot een soort van collectief leiderschap. Daarnaast vertegenwoordigen vrouwen beter de belangen van de stakeholders. Tot slot ontwijken vrouwen minder snel moeilijke vragen of problemen.

Vrouwen mogen dan wel een belangrijke rol spelen in de Raad van Bestuur, maar volgens Konrad en Kramer (2006) is één vrouwelijke bestuurslid echter niet voldoende. Deze vrouw kan dan als het ware geïsoleerd worden door de andere bestuursleden. Mannen houden op dat moment nog maar weinig rekening met de mening van een vrouw. Dit betert indien er een tweede vrouw bijkomt. Vanaf het moment dat er drie vrouwelijke bestuursleden zijn, worden zij pas als gelijke behandeld door de mannelijke bestuurders. Er blijkt dan een einde te komen aan de strijd om gehoord te worden tijdens de Raad van Bestuur. Door het invoeren van een quotum zetelen er uiteraard meerdere vrouwen in de Raad van Bestuur waardoor dit probleem van de kaart wordt geveegd. De resultaten van het onderzoek van Konrad en Kramer (2006) kunnen in verband gebracht worden met de "Critical Mass Theory". Deze theorie werd ondermeer onderzocht door Torchia, Calabrò en Huse (2011). Om de Critical Mass Theory met betrekking tot het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur te onderzoeken hebben ze figuur 5 als hypothese vooropgesteld. Uit hun onderzoek is gebleken dat vanaf het moment dat er minimaal drie vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen er een positief en significant effect is op de innovatie van de organisatie. Vervolgens gingen de drie onderzoekers op zoek naar de invloed van de Raad van Bestuur op de strategische processen in de onderneming. Uit de resultaten is gebleken dat de Raad van Bestuur bestaande uit minstens drie vrouwen meer invloed heeft op de strategische processen van de onderneming. Dit heeft op zijn beurt een positieve invloed op de innovatie. De strategische processen van de ondernemingen kunnen dus gezien worden als een mediërende variabele. Er kan dus gesteld worden dat een Raad van Bestuur met minimaal drie vrouwelijke bestuurders rechtstreeks en onrechtstreeks een positieve invloed heeft op de innovatie van de onderneming.

Bear, Rahman en Post (2010) hebben tevens een onderzoek gevoerd naar de gevolgen van meer vrouwen in de Raad van Bestuur. Deze drie onderzoekers wilden weten of meer vrouwen in de Raad van Bestuur een positieve invloed hebben op de reputatie van de onderneming. De reputatie van de organisatie heeft namelijk een invloed op het personeelsverloop, corporate branding, de financiële prestaties, investeringen en de aandelenprijs. In hun onderzoek maken Bear, Rahman en Post (2010) gebruik van de mediërende variabele 'Corporate Social Responsibility' (CSR).

Figuur 5: Research model and hypotheses



Bron: Torchia, Calabrò en Huse (2011)

CSR houdt in dat de onderneming het sociale welzijn probeert te verbeteren wat op zijn beurt zorgt voor een betere relatie met de stakeholders. Ze hebben echter kunnen concluderen dat vrouwen in de Raad van Bestuur inderdaad een positief effect hebben op CSR. Hoe meer vrouwen er zetelen, hoe hoger de score op het vlak van CSR. Dit zal tevens een positief effect hebben op de reputatie van de onderneming (Bear et al, 2010). Het feit dat ondernemingen met meer vrouwen in de Raad van Bestuur deelnemen aan activiteiten met betrekking tot Corporate Social Responsibility werd reeds aangetoond door Williams (2003). Deze resultaten zijn vergelijkbaar met deze van Konrad en Kramer (2006) en Torchia, Calabrò en Huse (2011), het is belangrijk dat er voldoende vrouwelijke bestuursleden zijn.

Brammer, Millington en Pavelin (2009) hebben tevens een onderzoek gevoerd naar de invloed van vrouwelijke bestuurders op de reputatie van de onderneming. Ze hebben geconstateerd dat het effect op de reputatie afhankelijk is van de sector waarin de onderneming zich bevindt. Deze invloed blijkt ook niet altijd van positieve aard te zijn. Vrouwelijke bestuurders zorgen voor een betere reputatie van de onderneming in de sector consumentenservice (dit zijn ondernemingen die dicht bij de finale consument staan) maar voor een slechtere reputatie in de sector producentenservice (hier gaat het om business to business). Fombrun en Shanley (1990) hebben eerder al aangetoond dat het inderdaad belangrijk is om een onderscheid te maken tussen de verschillende sectoren.

Bernardi, Bosco en Reis (2004) hebben aangetoond dat er een positieve relatie is tussen het aantal vrouwen in het topmanagement en het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur. Later is uit het onderzoek van Bernardi, Bosco en Vassill (2006) gebleken waarom het nuttig is om meer vrouwen in de Raad van Bestuur te laten zetelen. Het is

namelijk zo dat ondernemingen met een hoger percentage aan vrouwen in de Raad van Bestuur, meer kans hebben om te worden opgenomen in de "Fortune's '100 Best Companies to Work For' List".

Volgens het artikel van Crerar (2012) is het invoeren van een quotum zeer nuttig voor ondernemingen. Het is namelijk zo dat ondernemingen met vrouwen in de Raad van Bestuur beter zouden presteren. Specifiek zou het hier gaan om een hoger rendement op verkoop van 42 procent, op geïnvesteerd kapitaal 66 procent en tot slot 53 procent op het eigen vermogen. Crerar citeert Ansgar Gabrielsen, Noorse minister van handel bij de invoering van het quotum: "*The law was not about getting equality between the sexes; it was about the fact that diversity is a value itself, that it creates wealth*" (p. 1).

4.2. Nadelen van het quotum

Het quotum wordt natuurlijk niet door iedereen even positief onthaald. In het onderzoeksplan werden al enkele voorbeelden gegeven van de negatieve keerzijde van het quotum, namelijk dat de aanwerving te zeer op het geslacht gebaseerd zou zijn in plaats van op de capaciteiten van de kandidaten, externen kennen het bedrijf onvoldoende aangezien de benodigde kennis wordt opgebouwd in de lagere rangen van de onderneming en tot slot hebben de aandeelhouders niet langer de kans om vrij te kiezen door wie ze hun geld laten beheren (Storvik & Teigen, 2010). Deze argumenten werden reeds besproken in het onderzoeksplan en zullen hier dus niet meer verder worden uitgewerkt.

Dit zijn uiteraard niet de enige argumenten contra het quotum. Cameron (2010) beschrijft in haar artikel ondermeer de situatie in Frankrijk. Volgens haar zullen er in de komende jaren 170 vrouwelijke bestuurders moeten aangeworven worden. De topprioriteit van de ondernemingen ligt echter niet meer bij de capaciteiten van de bestuurders, maar wel in het behalen van het quotum. Cameron (2010) geeft een schokkend voorbeeld: Bernadette Chirac wordt aangenomen als bestuurslid van de groep Moët Hennessy Louis Vuitton omdat ze als first lady veel aandacht heeft besteed aan mode en omdat ze vaak aanwezig was op catwalk shows. Het gaat hier dus niet langer over de persoonlijke capaciteiten van mevrouw Chirac. Haar dochter blijkt echter hoofd van de afdeling communicatie te zijn van de betrokken onderneming. Nochtans geeft Cameron (2010) in hetzelfde artikel aan dat vele Franse ondernemingen er liever voor kiezen om een boete te betalen dan aan het quotum te voldoen.

Pande en Ford (2011) halen aan dat een quotum er voor kan zorgen dat andere ondergewaardeerde groepen nog minder de kans zullen krijgen om een zetel in de Raad van Bestuur te veroveren. Aangezien er nu al meer rekening dient gehouden te worden

met vrouwen, zal er minder aandacht besteed worden aan gemarginaliseerde etnische en socio-economische groepen.

Er dient ook rekening gehouden te worden met het feit dat de leiderschapcapaciteiten effectief kunnen verschillen naargelang het geslacht. Indien blijkt dat de leiderschapcapaciteiten van vrouwen minder goed zijn dan deze van mannen, is het geen goed idee om een quotum op te leggen aangezien dit er voor zou zorgen dat er mindere bekwame bestuurders in de Raden van Bestuur zullen zetelen (Pande & Ford, 2011).

Ten derde halen Pande en Ford (2011) nog enkele negatieve externaliteiten aan. Door het invoeren van een quotum kunnen vrouwen het gevoel krijgen dat ze de functie als bestuurder te gemakkelijk kunnen verwerven. Hierdoor kunnen ze de extra incentive verliezen en zullen ze minder gaan investeren in hun persoonlijke ontwikkeling. Daarnaast kunnen de stemgerechtigden het gevoel hebben dat hun keuzevrijheid wordt beperkt door het opleggen van een quotum. Dit kan er voor zorgen dat ze zich tegen de vrouwen zullen keren. Tevens kan het opleggen van een quotum zorgen voor een soort van discriminatie omdat mannen moeten wijken voor het behalen van het quotum. Tot slot kan een quotum leiden tot een stereotypering door de collega's. Hiermee wordt bedoeld dat vrouwelijke leiders als minder gekwalificeerd worden beschouwd door hun ondergeschikten omdat ze geselecteerd werden omwille van hun geslacht in plaats van om hun capaciteiten. Dit kan er voor zorgen dat de voordelen van een vrouwelijke bestuurder teniet worden gedaan.

Door het invoeren van een quotum wordt de keuzevrijheid beperkt bij het selecteren van nieuwe bestuurders. Door een quotum op te leggen wordt er niet meer gekeken naar de capaciteiten van de kandidaten, maar enkel nog naar het geslacht. Dit zou niet mogen aangezien de algemene vergadering van aandeelhouders bestuurders moet selecteren die bij de onderneming passen. Het gaat hier dan om personen met uiteenlopende talenten, die samen een goed geheel vormen. Er zouden dus effectief vrouwen in de Raad van Bestuur moeten zetelen vermits dit zorgt voor meer verscheidenheid binnen de Raad van Bestuur, maar dit zou niet verwezenlijkt mogen worden door het opleggen van een quotum. Op deze manier zal het uiteraard veel langer duren voor er een gelijkheid is tussen het aantal mannen en vrouwen in de Raad van Bestuur (People Management, 2006).

4.3. De impact van een quotum

Noorwegen is momenteel het enige land waar de overgangperiode om aan het quotum te voldoen reeds verstreken is. Midden 2008 hebben alle ondernemingen op wie het quotum van toepassing was aan de vereisten voldaan. Sommige ondernemingen hebben

echter het quotum proberen te omzeilen, namelijk door van ondernemingsvorm te veranderen. Net zoals in België is het quotum enkel van toepassing op de beursgenoteerde ondernemingen en niet op de private ondernemingen. In die periode waren er veel ondernemingen die van een publieke onderneming overschakelden op een private onderneming. Uiteraard is het onmogelijk om empirisch te testen dat het quotum effectief de reden is dat ondernemingen van vorm veranderden (Pande & Ford, 2011). Dit werd ook aangegeven door Ahern en Dittmar (2012). In Noorwegen hebben er sinds de invoering van het quotum 280 van de 640 beursgenoteerde ondernemingen de Oslo stock Exchange verlaten. Toch moet er met enige voorzichtigheid naar deze cijfers gekeken worden aangezien het mogelijk is dat de ondernemingen door een andere rede de beurs verlaten hebben, bijvoorbeeld omwille van de financiële crisis (Crerar, 2012).

Het aantal vrouwen in de Noorse Raden van Bestuur is toegenomen. Daarnaast werd er ook een stijging van het aantal zetels dat door één vrouw wordt bekleed vastgesteld. Voorheen zetelde een vrouw gemiddeld in vier Raden van Bestuur, nu is dit gemiddelde gestegen tot acht (Seierstad & Opsahl, 2010). Het is dus niet zo dat het aantal vrouwelijke bestuurders is toegenomen, maar er treden muliple directorships op. Dezelfde ervaren vrouwelijke bestuurders worden door meerdere ondernemingen aangetrokken om in de Raad van Bestuur te zetelen. Het aantal vrouwen dat de functie als bestuurslid op zich neemt, blijft dus nog steeds beperkt (Pande & Ford, 2011). Dit wordt bevestigd in het artikel van Cameron (2010). Dankzij het quotum in Noorwegen werd in 2008 ongeveer 44 procent van de zetels in de Raad van Bestuur bekleed door een vrouw. Maar ook volgens Benja Stig Fagerland zijn het dezelfde vrouwen die steeds opnieuw in meerdere Raden van Bestuur optreden. In het artikel van Cameron (2010) wordt verwezen naar het volgende citaat van Fagerland: *"The all-men's club has been replaced by an all-women's club. It's still about knowing the right people"* (p. 1).

Harris en Shimizu (2004) geven aan dat er een balans dient te zijn tussen het aantal interne en externe bestuurders. De interne bestuurders kunnen nuttige informatie inbrengen over de dagelijkse werking van de onderneming. Maar om te voorkomen dat de interne bestuurders te zeer hun eigen belangen vooropstellen, zijn er externe bestuurders vereist. Het is echter zo dat deze externe bestuurders vaak meerdere mandaten gelijktijdig op zich nemen. De vraag is echter of het voor bestuurders wel mogelijk is om meerdere mandaten gelijktijdig naar behoren uit te voeren. Dit aspect zal verder in de literatuurstudie uitgebreid aan bod komen.

In het artikel van Pande en Ford (2011) werd vermelding gemaakt van het onderzoek van Matsa en Miller uit 2011 waarin ze hebben aangetoond dat er een positief verband bestaat tussen het aantal vrouwelijke leden van de Raad van Bestuur en vrouwen in topfuncties van het bedrijf. Wanneer het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur het ene

jaar is gestegen, zal het aantal vrouwen in de topfuncties van dat bedrijf het daarop volgende jaar ook stijgen. Er kan dus gesteld worden dat het opleggen van een quotum een positief effect heeft op de vrouwelijke participatie in de hogere rangen van de onderneming. Pande en Ford (2011) zijn echter toch voorzichtig met het overnemen van de theorie van Matsa en Miller aangezien dit voorlopig enkel in de Verenigde Staten werd aangetoond.

De taak van de Raad van Bestuur is het monitoren en controleren van het management. Daarnaast sturen ze het management bij en geven advies waar nodig. Aangezien mannen en vrouwen kunnen verschillen qua management en andere capaciteiten, zal de samenstelling van de Raad van Bestuur een invloed hebben op de werking van de Raad van Bestuur (Pande & Ford, 2011). Volgens psychologische literatuur blijken vrouwen democratische, transformationele en inspirerende leiderschapstijlen te hanteren. Mannen daarentegen zijn eerder taakgericht, autocratisch en transactioneel (Eagly & Carli, 2003). Bryant-Anderson en Roby (2012) geven in hun artikel een vergelijkbaar resultaat met betrekking tot leiderschapstijlen weer. Vrouwen blijken inderdaad een transformationele leiderschapsstijl te hebben. Concreet houdt dit in dat vrouwen gericht zijn op zorg, hulp en samenwerking. Hiërarchie is veel minder belangrijk. Daarenboven vinden vrouwen het belangrijk dat er gepraat wordt *met* de medewerkers en niet *tegen* de medewerkers. Deze leiderschapsstijl wordt dus gekenmerkt door mentoring, rol-modelering en vertrouwen. De transformationele leiderschapsstijl van vrouwen staat recht tegenover de transactionele leiderschapsstijl van mannen. Deze laatste vernoemde stijl wordt gekarakteriseerd door een meer traditioneel strafsysteem waar alles op zijn beloop wordt gelaten (*laissez-faire*). Bryant-Anderson en Roby (2012) geven aan dat de transformationele stijl van vrouwen de meest effectieve leiderschapsstijl zou zijn. Door de effectievere aanpak van vrouwen, zouden vrouwen in leidinggevende functies kunnen zorgen voor betere financiële prestaties van ondernemingen.

Zoals reeds in het onderzoeksplan werd vermeld, geven de Europese Commissie (2012), Storvik en Teigen (2010) en Nygaard (2011) aan dat vrouwen in de Raad van Bestuur een positieve invloed hebben op de financiële prestaties van de onderneming. Tevens werd er gewaarschuwd voor het feit dat er voorzichtig moet omgesprongen worden met het suggereren van een causaal verband aangezien er niet altijd duidelijk kan gesteld worden dat de financiële prestaties van de onderneming stijgen doordat er meer vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen. Dit zou ook eerder toevallig kunnen zijn (Storvik & Teigen, 2010). Uit het artikel van Pande en Ford (2011) blijkt dat er nog andere studies hebben aangetoond dat er een correlatie zou bestaan tussen het aantal vrouwelijke bestuurders en de financiële prestaties van de onderneming. Toch wijzen Pande en Ford (2011) er echter op dat de impact van de vrouwelijke bestuurders niet kan gemeten

worden. Het is namelijk mogelijk dat ondernemingen die financieel sterk presteren er voor kiezen om meer vrouwelijke bestuurders aan te nemen.

Het onderzoek van Matsa en Miller uit 2011 spreekt de hierboven beschreven onderzoeken echter tegen (Pande & Ford, 2011). Na hun onderzoek in Scandinavische ondernemingen hebben ze kunnen besluiten dat het opleggen van een quotum zorgt voor een daling van de winst op korte termijn. Dit wordt verklaard door een toename van de arbeidskosten. Concreet heeft de invoering van het quotum geleid tot een stijging van de arbeidskosten met 21 procent en een daling van de korte termijn winst met 3 procent. Dit betekent niet onmiddellijk dat bedrijven slechter presteren wanneer er vrouwen lid zijn van de Raad van Bestuur. Matsa en Miller verklaren dit wel door het feit dat vrouwen in de Raad van Bestuur kunnen zorgen voor een andere bedrijfsstrategie (Pande & Ford, 2011). In dit opzicht worden ze bijgestaan door Adams en Funk (2009). Volgens hun zijn vrouwen meer begaan met de stakeholders waardoor ze het dus meer zullen opnemen voor de werknemers en mogelijk zullen pleiten voor hogere lonen.

Ahern en Dittmar (2012) hadden ook de bedoeling om na te gaan wat de invloed van een quotum was op de financiële prestaties van de onderneming. Uiteindelijk is gebleken dat de verhouding mannen – vrouwen geen invloed heeft. Uit hun resultaten hebben ze kunnen concluderen dat het de persoonlijke karakteristieken van de bestuurders zijn die een invloed uitoefenen op de financiële prestaties van de onderneming.

The Conference Board of Canada (2002) heeft tevens een onderzoek uitgevoerd naar de impact van vrouwen in de Raad van Bestuur. Hieruit is gebleken dat vrouwen zorgen voor een hogere klantentevredenheid, werknemerstevredenheid en het aantal vrouwen in het management. Wanneer minimaal één vrouw in de Raad van Bestuur zetelt, zien we een sterke stijging van deze 3 aspecten. Er is echter nog een lichte toename wanneer er 2 of meer vrouwen lid zijn van de Raad van Bestuur. Dit is ook te zien op figuur 6. Het feit dat er reeds een duidelijk merkbaar effect is vanaf het moment dat er één vrouwelijk bestuurslid is, spreekt enigszins de critical mass theory van Torchia, Calabrò en Post uit 2010 tegen. De twee onderzoeken focussen echter op een ander merkbaar effect, dus dit zou het verschil in kritieke waarde kunnen verklaren.

The Conference Board of Canada (2002) omschrijft vrouwen in de Raad van Bestuur als volgt: *"In short, women on boards is not only the "right" thing to do, it is also the "bright" thing to do" (p. 1)*. Het is volgens hun van minder groot belang hoe het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur toeneemt, het is vooral belangrijk dat het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur effectief toeneemt.

Figuur 6: A Wider Net (percentage of boards that regularly review these measures)



Bron: The Conference Board of Canada, 2002

Tot slot stellen Pande en Ford (2011) dat er nog geen concreet besluit kan genomen worden met betrekking tot het al dan niet nuttig zijn van een quotum aangezien er nog geen onderzoek kan gevoerd worden naar de lange termijn gevolgen van het quotum. Uit bovenstaande gegevens kan er alleszins afgeleid worden dat verschillende onderzoeken zeer tegenstrijdige effecten hebben kunnen waarnemen.

4.4. Van een quotum tot een succesverhaal

In het onderzoeksplan werd reeds aangegeven dat het belangrijk is dat het quotum in de juiste omgeving wordt ingevoerd. De vraag is echter of België aan deze ideale omstandigheden voldoet. In het artikel van Storvik en Teigen (2010) worden een aantal aspecten opgesomd die in Noorwegen de basis vormden om van het opleggen van een quotum een succesverhaal te maken.

- ✓ Politieke ondersteuning van het quotum;
- ✓ Ruimte voor een politiek en publiek debat waar alle voor- en tegenstanders hun zegje kunnen doen vooraleer het parlement een beslissing neemt. Op deze manier kan er een duidelijk afweging gemaakt worden tussen de argumenten pro en contra het quotum;
- ✓ Het opleggen van sancties voor het niet voldoen aan het quotum. Indien er geen sancties zijn, nemen ondernemingen niet vrijwillig het initiatief om een dergelijke verandering door te voeren in de Raad van Bestuur;
- ✓ De overgangperiode moet voldoende lang zijn. In Noorwegen bedroeg dit vier jaar;

- ✓ Oprichten van een database waar vrouwelijke kandidaten zich kunnen inschrijven en die door ondernemingen kan geraadpleegd worden;
- ✓ Het oprichten van trainingsprogramma's voor vrouwen waar ondernemingen hun werknemers naar toe kunnen sturen voor een extra opleiding. "Female Future" werd opgericht door de Noorse werkgeversorganisatie.

5. Multiple directorship

Door het invoeren van het quotum zijn er veel beschikbare bestuurdersmandaten voor vrouwen. De vraag naar vrouwelijke bestuurders neemt toe en zal in de komende jaren nog verder toenemen aangezien de ondernemingen aan het quotum moeten voldoen. Maar het aanbod volgt niet in dezelfde mate. Women on Board heeft een database opgericht waar vrouwelijke kandidaten zich kunnen inschrijven om via deze weg in contact te komen met bedrijven. In januari 2013 bestond deze database uit 126 leden, zowel uit het binnenland als het buitenland. Dit is erg weinig in verhouding met het aantal bedrijven dat aan het quotum moet voldoen. Ook Guberna heeft een online databank opgericht voor kandidaat-bestuurders. In totaal zijn er 376 vrouwelijke leden. Dit zijn er al een stuk meer dan de databank van Women on Board, maar ook dit aantal blijft beperkt.

Dit kan in verband gebracht worden met "multiple directorships". Multiple directorship houdt in dat bestuurders zetelen in meerdere Raden van Bestuur. Dit is een zeer actueel thema binnen het corporate governance gebeuren. Vermits er weinig vrouwelijke kandidaat-bestuurders zijn, zou het quotum er toe kunnen leiden dat er zich meer multiple directorships zullen voordoen bij de vrouwelijke bestuurders. In hetgeen er volgt, zal een korte beschrijving gegeven worden omtrent multiple directorship.

Multiple directorships worden in de eerste plaats aangekaart in de Belgische Corporate Governance Code van 2009. Concreet gaat het hier om de selectie van nieuwe bestuurders. Zo geeft de Code aan dat de voorzitter van de Raad van Bestuur over voldoende informatie van de nieuwe kandidaat-bestuurder moet beschikken. Dit houdt in dat er moet geweten zijn welke functies de kandidaat reeds vervult. Op deze manier kan er bij de stemming een duidelijke afweging gemaakt worden of de kandidaat al dan niet geschikt is voor de job. Daarnaast moeten niet-uitvoerende of externe bestuurders op de hoogte gebracht worden van de omvang van hun takenpakket. Dit geeft hen de mogelijkheid zelf te bepalen of ze al dan niet voldoende tijd hebben om het bestuursmandaat naar behoren uit te oefenen. Wanneer het quotum er voor zorgt dat vrouwen daadwerkelijke gelijktijdig meerdere mandaten zullen uitvoeren, is het dus zeer belangrijk dat hier rekening mee wordt gehouden bij de keuze van een nieuwe bestuurder. Dat de bestuurder voldoende tijd moet hebben voor het uitvoeren van zijn taken, geldt uiteraard ook voor vrouwelijke bestuurders. Dit wordt ook aangegeven in de Belgische Corporate Governance Code (2009). Deze beveelt namelijk aan dat externe bestuurders niet meer dan vijf bestuursmandaten gelijktijdig mogen uitoefenen in beursgenoteerde ondernemingen. Dit zorgt voor een beperking van multiple directorships, ook bij vrouwelijke bestuurders.

In de literatuurstudie van Harris en Shimizu (2004) wordt aangereikt dat een bestuurder met meerdere mandaten een indirecte connectie oplevert met andere ondernemingen. De Belgische Corporate Governance Code (2009) vermeldt omtrent dit gegeven dat bestuurders hun eigen persoonlijke en zakelijke belangen mogen regelen, maar dat ze er voor moeten zorgen er geen belangenconflicten ontstaan tussen de verschillende vennootschappen waarvan zij bestuurslid zijn. Dit betekent dat ook de transacties tussen deze vennootschappen moeten gebeuren volgens de gebruikelijke marktvoorwaarden.

Jiraporn, Davidson, DaDalt en Ning (2009) hebben onderzoek gevoerd naar het aantal extra bestuursmandaten dat een bestuurder op zich neemt. Dit wordt weergegeven in tabel 1. Enige verduidelijking bij de tabel is echter nodig: 'Number of outside directorships' geeft weer hoeveel mandaten een bestuurder gelijktijdig uitvoert, naast zijn oorspronkelijke bestuursmandaat. Dus wanneer er nul staat, wil dit zeggen dat de bestuurder slechts in één Raad van Bestuur zetelt, wanneer er één staat, wil dit zeggen dat de bestuurder in twee Raden van Bestuur zetelt. Uit de resultaten blijkt dat slechts een kleine 40 procent van de bestuurders slechts in één Raad van Bestuur zetelt. Bijna 50 procent van de bestuurders voert twee tot vier bestuursmandaten gelijktijdig uit. De overige 10 procent van de bestuurders zetelt in meer dan vijf Raden van Bestuur. De cijfers van dit onderzoek kunnen niet vergeleken worden met de voorschriften van de Belgische Corporate Governance Code aangezien het onderzoek gebeurde bij alle ondernemingen en dus niet enkel de beursgenoteerde ondernemingen. Bovendien dateert het onderzoek uit 2009, het jaar dat de nieuwe Belgische Code verscheen. Wanneer dit onderzoek nu opnieuw zou gebeuren, zou het aantal multiple directorships mogelijk nog hoger kunnen liggen doordat een vrouw, ten gevolge van de invoering van het quotum, wordt gevraagd om meerdere Raden van Bestuur te zetelen.

Tabel 1: Distribution of multiple directorships

Number of outside directorships	Total sample		
	Frequency	Percent (%)	Cumulative percent (%)
0	2900	39.9	39.9%
1	1653	22.8	62.7
2	1297	17.9	80.6
3	737	10.2	90.7
4	370	5.1	95.8
5	162	2.2	98.0
6	71	1.0	99.0
7	36	0.5	99.5
8	16	0.2	99.7
9	14	0.2	99.9
10	5	0.1	100.0
Total	7261	100.0	-

Bron: Jiraporn et al (2009)

Bestuurders nemen nochtans een weloverwogen beslissing wanneer ze een nieuw bestuursmandaat aannemen. Ferris, Jagannathan en Pritchard (2003) geven namelijk in hun artikel aan dat 65 procent van de externe bestuurders een aanbod heeft afgewezen om in een additionele Raad van Bestuur te zetelen. Het feit dat de bestuurders te weinig tijd en aandacht konden besteden aan hun taken, werd aangereikt als reden voor de afwijzing van het aanbod. Door meerdere bestuursmandaten gelijktijdig uit te voeren, zouden de bestuurders onvoldoende kunnen deelnemen aan het monitoren van het management.

Vele bestuurders kiezen er voor om nog een extra bestuursmandaat af te wijzen, maar zijn bestuurders überhaupt in staat om meerdere bestuursmandaten naar behoren uit te voeren? In de eerste plaats kan er gekeken worden naar de behaalde resultaten van de onderneming wanneer bestuurders meerdere bestuursmandaten op zich nemen. Vervolgens komt de aanwezigheid tijdens de vergaderingen van de Raad van Bestuur aan bod.

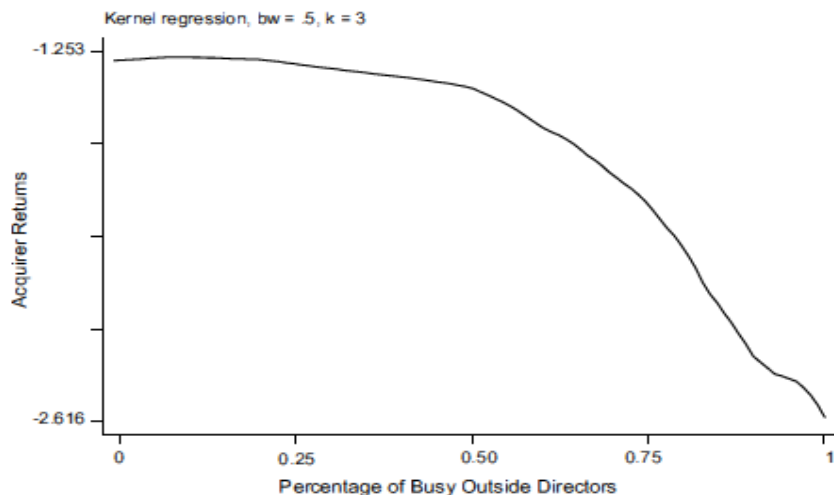
5.1. Effect op de resultaten van de onderneming

Ahn, Jiraporn en Kim (2010) geven in hun artikel weer dat bestuurders met multiple directorships kunnen beperkt worden in het geven van bruikbare adviezen. De reden hiervoor zou zijn dat individuen gelimiteerd worden door de beperkte aandacht die ze kunnen besteden aan hun taken en door de tijdsdruk. Deze problemen zouden voornamelijk opduiken wanneer er belangrijke beslissingen moeten genomen worden met betrekking tot fusies en overnames.

Ahn et al (2010) geven twee hypothesen weer als gevolg van multiple directorships tijdens fusies en overnames. Ten eerste is er de *reputation hypothesis*. Dit houdt in dat externe bestuurders garant staan voor een betere kwaliteit aangezien zij meer ervaring hebben en dus beter advies kunnen geven. Het voordeel hiervan is dat de agency kosten worden verlaagd en dat waarde verminderende overnames worden ontmoedigd. Ten tweede is er sprake van de *busyness hypothesis*. Deze hypothese verwijst naar het feit bestuurders die in te veel Raden van Bestuur zetelen, het zo druk hebben dat ze hun taken niet op een effectieve manier kunnen uitvoeren. Dit zou kunnen leiden tot meer agency conflicten doordat bestuurders hun eigen belangen vooropstellen in plaats van deze van de aandeelhouders. Deze hypothese voorspelt een inverse relatie tussen het aantal externe bestuurders per Raad van Bestuur en de reactie van de aandelenmarkt. Hoe drukker de bestuurders bezet zijn, hoe sterker de reactie van de markt. Nochtans blijkt het hier niet om een lineaire relatie te gaan. Het is namelijk zo dat het effect pas merkbaar is vanaf het moment dat er een bepaalde hoeveelheid aan niet-uitvoerende zetels wordt bereikt. Uit het onderzoek van Ahn et al (2010) is gebleken dat de return on assets vrij constant blijft wanneer het aantal externe bestuurders binnen de Raad van

Bestuur de drempelwaarde van 25 procent niet overstijgt. Dit is ook te zien in figuur 7. Deze figuur geeft het niet-lineaire verband aan tussen de return on assets en het stijgend aantal externe bestuurders.

Figuur 7: Non-parametric kernel estimation of acquirer returns on the percentage of busy outside directors



Bron: Ahn et al (2010)

Fich en Shivdasani (2006) hebben een onderzoek gevoerd naar de gevolgen van drukbezette Raden van Bestuur. Maar wat zijn nu drukbezette Raden van Bestuur? Concreet houdt dit in dat minstens 50 procent van de bestuurders in drie of meer Raden van Bestuur zetelt. Tijdens hun onderzoek gingen de onderzoekers op zoek naar een verband tussen de drukbezette Raden van Bestuur en de financiële prestaties van de onderneming. Fich en Shivdasani (2006) hebben kunnen concluderen dat de operationele winstgevendheid negatief gecorreleerd is aan drukbezette Raden van Bestuur. Dit betekent dat ondernemingen met een drukbezette Raad van Bestuur minder goede financiële resultaten behalen. Fich en Shivdasani (2006) hebben tevens kunnen aantonen dat drukbezette bestuurders meer de neiging hebben om te vertrekken, zeker wanneer de onderneming slecht presteert. Fich en Shivdasani (2006) raden dan ook aan om het aantal gelijktijdige bestuursmandaten te beperken. Zoals reeds eerder werd beschreven, heeft de Belgische Corporate Governance Code (2009) een dergelijke beperking aanbevolen.

Ook Harris en Shimizo (2004) vermelden dat bestuurders met meerdere mandaten mogelijk minder tijd hebben om zich grondig voor te bereiden op een Raad van Bestuur. Dit kan tot gevolg hebben dat ze onvoldoende kennis hebben over de huidige situatie en dus niet op een effectieve manier kunnen deelnemen aan de strategische besluitvorming. Nochtans heeft hun onderzoek aangetoond dat er geen probleem zou zijn wanneer een

bestuurder gelijktijdig meerdere mandaten uitvoert. Er zou zelfs een positieve relatie zijn tussen “overboarded directors” en het abnormale rendement van een onderneming. Dit zou te wijten kunnen zijn aan de uitgebreide kennis die zij kunnen opdoen in de verschillende bedrijven.

5.2. Effect op de aanwezigheid tijdens de vergaderingen

Jiraporn et al (2009) zijn op zoek gegaan naar de aanwezigheid van de bestuurders tijdens de vergaderingen van de Raad van Bestuur. Ze stelden zich namelijk de vraag of bestuurders met meerdere mandaten al dan niet minder vaak aanwezig zijn tijdens de vergaderingen. Indien de bestuurders minder vaak aanwezig zijn, kan dit nefaste gevolgen hebben. Het is namelijk zo dat het niet aanwezig zijn op de vergaderingen kan leiden tot een minder effectieve uitvoering van de taak als bestuurder omdat er minder kennis wordt opgedaan over het bedrijf.

Jiraporn et al (2009) hebben kunnen concluderen dat bestuurders die in meerdere Raden van Bestuur zetelen, minder vaak aanwezig zijn tijdens de vergaderingen. Dit blijkt niet anders te zijn wanneer de bestuurders tevens aandeelhouder zijn van de onderneming. Er is wel een verschil merkbaar naargelang de grootte van de Raad van Bestuur. Hoe groter de Raad van Bestuur, hoe minder de afwezigheid tijdens de vergadering. Dit is opmerkelijk aangezien de onderzoekers verwachtten dat er net minder aanwezigen zouden zijn wanneer de Raad van Bestuur groter is. Tot slot heeft het onderzoek uitgewezen dat Raden van Bestuur met meer onafhankelijke bestuurders, minder afwezige bestuurders hebben tijdens de vergaderingen. Interne bestuurders blijken ook vaker aanwezig te zijn tijdens de vergaderingen doordat zij meer druk ondervinden om aanwezig te zijn tijdens de vergaderingen.

Hoofdstuk III: Hypothesen opstellen

Vooraleer te starten met het analyseren van de data, zullen er een aantal hypothesen worden opgesteld. Deze hypothesen zullen dan verder in dit onderzoek getoetst worden.

- ✓ Hypothese 1: *Vrouwen in de Raad van Bestuur laten zetelen heeft een positief effect op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.*

Deze hypothese verwijst naar het feit dat vrouwelijke bestuurders een positieve invloed zouden hebben op de financiële prestaties van de beursgenoteerde ondernemingen. Het is de bedoeling dat het effect van vrouwen op de financiële prestaties wordt gemeten gedurende de afgelopen 10 boekjaren. De return on equity, de return on investment en Tobins' Q zijn de drie ratio's die aangewend worden als indicatoren van de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

- ✓ Hypothese 2: *Er dient een minimaal aantal vrouwen in de Raad van Bestuur te zetelen vooraleer er een positief effect merkbaar is op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.*

Hypothese 2 kan in verband gebracht worden met de Critical Mass Theory die tevens in het onderzoek van Torchia et al (2011) aan bod komt. Hier wordt namelijk geconstateerd dat vrouwelijke bestuurders pas een positieve invloed hebben wanneer ze in groep kunnen optreden. Concreet betekent dit dat er minstens drie vrouwelijke bestuurders in de Raad van Bestuur zouden moeten zetelen vooraleer de vrouwelijke bestuurders een invloed kunnen uitoefenen. Om deze hypothese te toetsen zal er een onderzoek gevoerd worden naar de Critical Mass Theory met betrekking tot vrouwen in de Raden van Bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen van de afgelopen tien boekjaren.

Hoofdstuk IV: Empirisch onderzoek

Het vierde hoofdstuk van deze masterproef bespreekt het empirisch onderzoek. In dit onderdeel wordt er getracht een antwoord te formuleren op de drie deelvragen die werden vooropgesteld in het onderzoeksplan. Om een antwoord te kunnen formuleren op de eerste twee deelvragen zal er data verzameld worden van 84 Belgische beursgenoteerde ondernemingen van de afgelopen tien boekjaren. Concreet betekent dit vanaf boekjaar 2003 tot en met boekjaar 2012. Dit zorgt er voor dat er in totaal 840 observaties zijn. De verzamelde data zijn afkomstig van Belfirst en van de jaarrekeningen van de ondernemingen. In het onderzoek zullen geen financiële instellingen en investeringsmaatschappijen worden opgenomen omwille van hun specifieke samenstelling van het actief. De grote portefeuilles van deze ondernemingen kunnen een vertekend beeld geven aan het onderzoek. De lijst met Belgische beursgenoteerde ondernemingen die in het onderzoek worden opgenomen, is terug te vinden in bijlage 1 van deze masterproef. De derde deelvraag zal opgelost worden door een aantal succesfactoren van het quotum in Noorwegen te toetsen aan de Belgische context.

Het empirisch onderzoek zal starten met de analyse van de demografische kenmerken van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Vervolgens zal het effect van de vrouwelijke bestuurders op de financiële prestaties van de onderneming gemeten worden. Tot slot wordt er nagegaan of België zich al dan niet in de juiste context bevindt om een regelgevend quotum, met betrekking tot het aantal vrouwelijke bestuurders, in te voeren.

1. Demografische kenmerken Raad van Bestuur

Het onderzoek naar de demografische kenmerken van de Raad van Bestuur vloeit voort uit de eerste deelvraag van deze masterproef. Om te beginnen komt de verhouding tussen het aantal vrouwelijke en mannelijke bestuurders aan bod. Vervolgens zullen de multiple directorships van de bestuurders onder de loep genomen worden. Als laatste onderdeel van de demografische kenmerken zal er een analyse gemaakt worden van de externe bestuurders.

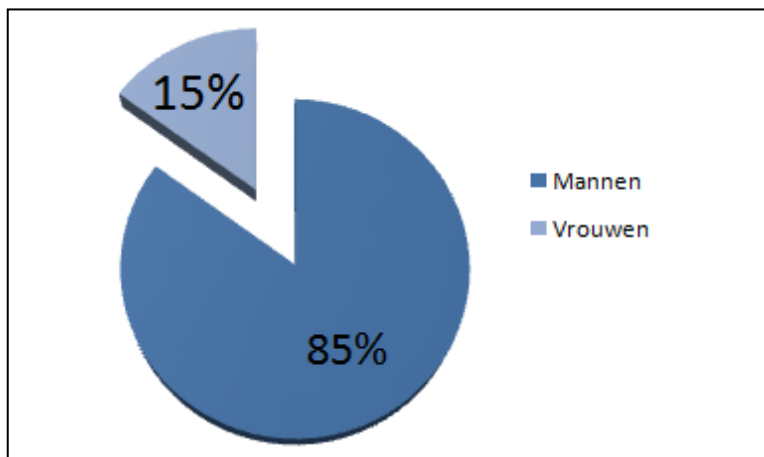
1.1. Verhouding mannelijke en vrouwelijke bestuurders

De laatste jaren is er veel te doen om het aantal vrouwen in de Raden van Bestuur. De Belgische wetgever heeft een quotum ingevoerd met betrekking tot het aantal vrouwelijke bestuurders. De Belgische beursgenoteerde ondernemingen hebben nog

enkele boekjaren de tijd om aan het quotum te voldoen. Momenteel bevinden ze zich nog in de overgangperiode.

Om te beginnen werd er nagegaan hoeveel vrouwelijke bestuurders er momenteel in de Raden van Bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen zetelen. Het resultaat hiervan wordt getoond in figuur 8. Uit het onderzoek is gebleken dat de ondernemingen die deel uit maakten van de steekproef samen 728 zetels te verdelen hebben in hun Raden van Bestuur. Van deze 728 zetels werden er in 2012 slechts 109 bekleed door een vrouw. Dit stemt overeen met 15 procent. Het percentage vrouwelijke bestuurders blijft momenteel nog steeds beperkt. Binnen enkele boekjaren zal dit percentage moeten verdubbelen indien de Belgische beursgenoteerde ondernemingen aan het quotum willen voldoen. Er kan dus gesteld worden dat er nog werk aan de winkel is voor deze ondernemingen.

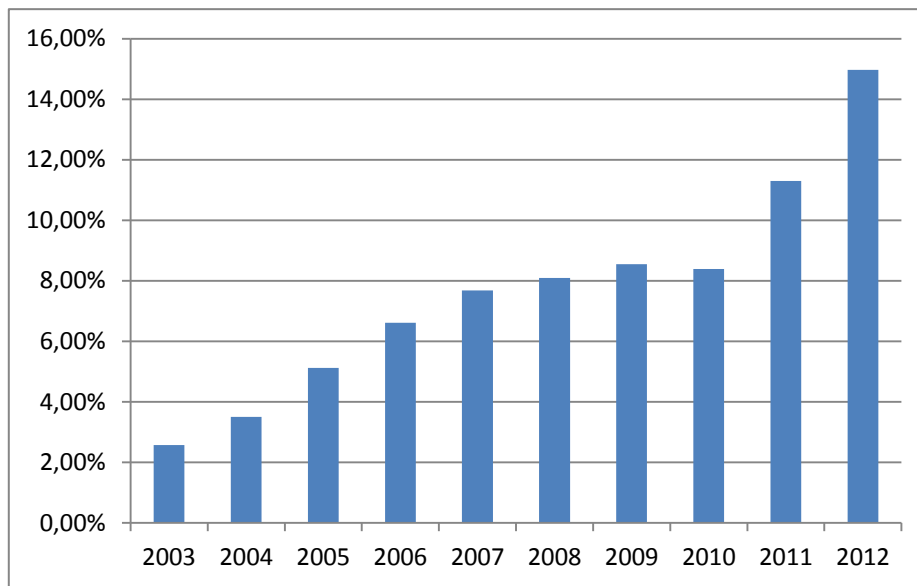
Figuur 8: Verhouding tussen mannelijke en vrouwelijke bestuurders (2012)



Het percentage vrouwelijke bestuurders mag dan wel beperkt blijven, dat wil niet zeggen dat er geen evolutie in het aantal vrouwelijke bestuurders merkbaar kan zijn. Om deze evolutie te onderzoeken werd er informatie verzameld over het aantal vrouwelijke bestuurders tijdens de afgelopen tien boekjaren. De evolutie wordt weergegeven in figuur 9 van deze masterproef.

Op basis van figuur 9 kan er geconcludeerd worden dat het percentage vrouwelijke bestuurders de afgelopen boekjaren sterk is toegenomen. In boekjaar 2003 werd slechts iets meer dan twee procent van de zetels in de Raad van Bestuur bekleed door een vrouw. Vanaf boekjaar 2004 is er een groei merkbaar. Dit zou mogelijk verklaard kunnen worden door de eerste Belgische Corporate Governance Code die in 2004 verscheen. Hierin werden ondernemingen reeds aangespoord om meer diversiteit in hun Raden van Bestuur te brengen. Deze groei blijft enkele jaren merkbaar.

Figuur 9: Evolutie percentage vrouwelijke bestuurders



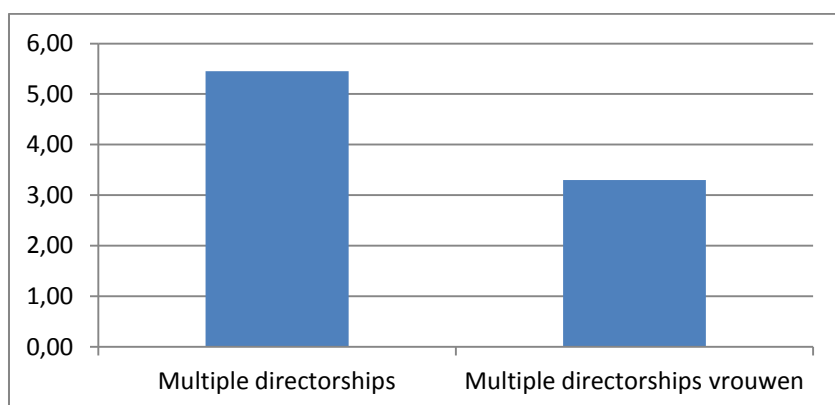
Vanaf boekjaar 2007 stagneert de groei echter. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de ondernemingen die de aanbeveling van de Code in acht wilden nemen, dit reeds in de voorgaande boekjaren hadden gedaan. Ook bij de vernieuwde versie van de Belgische Corporate Governance in 2009 bleef de reactie van de ondernemingen uit. Zolang de ondernemingen niet verplicht werden om het aantal vrouwelijke bestuurders sterker te laten toenemen dan gewenst, hebben ze dit ook niet gedaan. Hier kwam echter verandering in vanaf 2011. In het Belgisch Staatsblad stond op 14 september 2011 te lezen dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen binnen enkele boekjaren minstens een derde van hun zetels moesten laten bekleden door personen van het andere geslacht dan het overige gedeelte. Uit het onderzoek is gebleken dat vanaf boekjaar 2011 het aantal vrouwelijke bestuurders sterk is toegenomen. De Belgische beursgenoteerde ondernemingen nemen dus reeds het initiatief om binnen enkele boekjaren aan het regelgevend quotum te voldoen. Ze wachten niet af tot het laatste moment. Maar zoals eerder gezegd blijft het aantal vrouwelijke bestuurders nog steeds erg beperkt en zullen de Belgische beursgenoteerde ondernemingen in de komende jaren een tandje moeten bijsteken.

1.2. Multiple directorships

Multiple directorships is het volgende aspect dat zal besproken worden als onderdeel van de demografische kenmerken van de Raden van Bestuur. Kort samengevat houdt multiple directorships in dat bestuurders gelijktijdig in meerdere Raden van Bestuur zetelen. De bedoeling is dan ook om na te gaan of er zich veel multiple directorships voor doen in de Raden van Bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Net zoals voor het berekenen van het aantal vrouwelijke bestuurders, wordt er hier gebruik gemaakt van 84 Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Aangezien het om dezelfde pool van ondernemingen gaat, kunnen de resultaten gemakkelijk vergeleken worden. In dit onderdeel zal er een onderscheid gemaakt worden tussen de multiple directorships van alle bestuurders en deze van de vrouwelijke bestuurders. De multiple directorships die worden weergegeven zijn het aantal andere bestuursmandaten die de bestuurder nog uitvoert buiten de ondernemingen waar hij of zij reeds in zetelt. Dus wanneer een bestuurder slechts in één onderneming bestuurslid is, dan is het aantal multiple directorships voor deze bestuurder gelijk aan nul. Wanneer hij in twee ondernemingen zetelt, dan bedraagt het aantal multiple directorships één. Door de cijfers op deze manier te bekijken, krijgen de ondernemingen een beter zicht op het aantal bestuursmandaten die er nog worden uitgeoefend naast het mandaat in de eigen onderneming. Dit zou er toe kunnen leiden dat de aandeelhouders een beter inzicht krijgen in de tijdsbesteding van de (kandidaat-)bestuurders.

Figuur 10: Multiple directorships in 2012



Figuur 10 geeft duidelijk weer dat er in de Belgische beursgenoteerde ondernemingen sprake is van multiple directorships. De vrouwelijke bestuurders houden het aantal gelijktijdige bestuursmandaten momenteel nog vrij beperkt. Ze hebben gemiddeld twee bestuursmandaten minder dan het gemiddeld aantal van alle bestuurders van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Op deze manier komt de teller van het aantal multiple directorships bij de vrouwelijke bestuurders op drie te staan, terwijl het globaal cijfer vijf bedraagt.

Het aantal multiple directorships dat in figuur 10 wordt weergegeven is vrij hoog. Dit kan verklaard worden door de piramidestructuren. Dit betekent dat een onderneming wordt onderverdeeld in verschillende takken met ieder een eigen Raad van Bestuur, naast een overkoepelende Raad van Bestuur voor alle takken. De bestuurders van de afzonderlijke takken zetelen meestal ook in de overkoepelende Raad van Bestuur. In feite oefenen ze

slechts één mandaat uit in de onderneming, hoewel de teller van het aantal multiple directorships bijvoorbeeld één kan aangeven. Het aantal multiple directorships zou dus kunnen afnemen indien de dubbeltellingen, als gevolg van de piramidestructuren, zouden geëlimineerd worden.

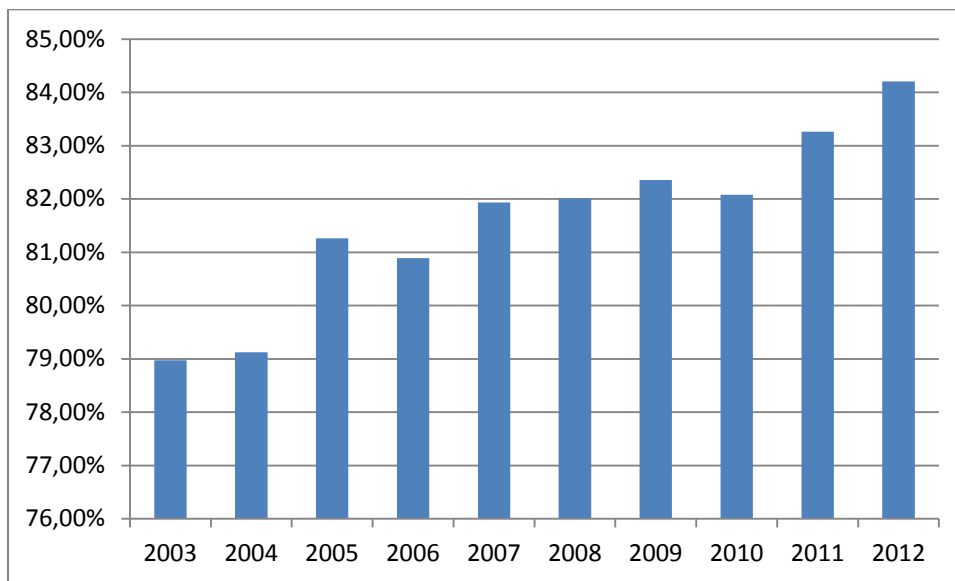
Het aantal multiple directorships zal in de komende jaren mogelijk nog sterk toenemen. In 2012 waren er 728 zetels te bekleden in de Raden van Bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Om het quotum met betrekking tot het aantal vrouwen in de Raden van Bestuur te behalen, zouden er ongeveer een derde van deze zetels bekleed moeten worden door een vrouw. Dat stemt overeen met 243 zetels. Dit betekent een verdubbeling ten opzichte van het aantal vrouwelijke bestuursleden die er anno 2012 waren. De teller van het aantal vrouwelijke kandidaat-bestuurders van de databank van Women on Board stond begin 2013 slechts op 126. Het aanbod aan vrouwelijke bestuurders is dus veel te klein. Indien er op korte termijn geen stijging zal plaatsvinden in dit aanbod, zal er zich vermoedelijk een stijging van het aantal multiple directorships voordoen. De online databank van Guberna is echter wel iets groter dan deze van Women on Board, deze telt namelijk 376 vrouwelijke leden. Ook dit aantal is nog erg beperkt. De aandeelhouders moeten kunnen kiezen voor een vrouwelijke bestuurder die bij de onderneming past. Naast de 84 ondernemingen die in dit onderzoek werden opgenomen, zijn er nog verschillende Belgische beursgenoteerde ondernemingen die aan het quotum moeten voldoen. Ook deze ondernemingen zullen dus uit deze pool van vrouwelijke kandidaat-bestuurders moeten kiezen.

1.3. Externe bestuurders

Het laatste onderdeel van de sectie "Demografische kenmerken van de Raad van Bestuur" zijn de externe bestuurders. Tot de externe bestuurders behoren alle bestuurders die naast hun mandaat als bestuurder geen andere functie meer uitoefenen in de onderneming waarvan ze bestuurslid zijn. Het onderzoek heeft aangetoond dat er veel externe bestuurders in de Raden van Bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen zetelen. De resultaten van dit onderzoek worden weergegeven in figuur 11. De grafiek geeft een evolutie weer van de afgelopen tien boekjaren. Er is duidelijk een opwaartse beweging te zien in het percentage externe bestuurders.

De vraag is nu echter waardoor de stijging van het percentage externe bestuurders te verklaren is. Pande en Ford (2011) geven aan dat er weinig vrouwen een leidinggevende functie op zich nemen. Daar het aantal vrouwen in topfuncties beperkt is, zullen er vermoedelijk ook weinig vrouwen zijn die een functie in de onderneming uitoefenen en tevens in de Raad van Bestuur van deze onderneming zetelen. Daarom is het interessant om na te gaan of er een verband is tussen het stijgend aantal vrouwelijke bestuurders en het stijgend aantal externe bestuurders.

Figuur 11: Evolutie percentage externe bestuurders



Om na te gaan of er daadwerkelijk een verband is, tussen het aantal vrouwelijke bestuurders en het aantal externe bestuurders in de Raden van Bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen, zal de correlatie tussen deze twee variabelen berekend worden. De berekening zal gebeuren in het softwareprogramma STATA.

Tabel 2: Correlatie tussen aantal vrouwelijke bestuurders en aantal externe bestuurders

```

. correlate vrouwen Externen
(obs=813)

```

	Vrouwen Externen	
Vrouwen	1.0000	
Externen	0.4113	1.0000

De correlatie tussen het aantal vrouwelijke bestuurders en het aantal externe bestuurders werd berekend op basis van 813 observaties. Dit betekent dat er niet voor alle 84 ondernemingen gegevens beschikbaar waren gedurende de tien boekjaren. Tabel 2 van deze masterproef geeft aan dat er een correlatie is van 0.4113 tussen het aantal vrouwelijke bestuurders en het aantal externe bestuurders. Dit betekent dat er een sterke positieve correlatie is tussen de twee bovenvernoemde variabelen. De toename van het aantal externe bestuurders gedurende de afgelopen tien boekjaren kan verklaard worden door een stijging van het aantal vrouwelijke bestuurders in de Raden van Bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Uiteraard kunnen er nog andere oorzaken aan de basis van het toenemend aantal externe bestuurders liggen.

1.4. Conclusie

In deze conclusie zal er getracht worden een antwoord te formuleren op de eerste deelvraag van deze masterproef:

- ✓ Deelvraag 1: *"Nemen bedrijven reeds het initiatief om het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur te laten toenemen en welk effect heeft dit op de demografische kenmerken van de Raad van Bestuur?"*

Deze deelvraag kan in twee delen opgesplitst worden. Als eerste zal er een antwoord worden geformuleerd op de vraag of de Belgische beursgenoteerde ondernemingen het aantal vrouwelijke bestuurders reeds laten toenemen. Daarna komen de demografische kenmerken aan bod.

Het empirisch onderzoek van deze masterproef ging van start met de analyse van het aantal vrouwelijke bestuurders in de Belgische beursgenoteerde ondernemingen tijdens de afgelopen tien boekjaren. In dit decennium is er een duidelijke evolutie zichtbaar. Na de stagnerende groei in het midden en op het einde van de jaren 2000, is er vanaf boekjaar 2011 een duidelijke stijging van het percentage vrouwelijke bestuurders zichtbaar. En laat boekjaar 2011 nu net het jaar zijn waarin het quotum door de Belgische overheid werd ingevoerd. Uiteraard kan de stijging van eerder toevallige aard zijn, maar het ziet er toch naar uit dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen reeds van in het begin van de overgangperiode initiatief nemen om het aantal vrouwelijke bestuurders te laten toenemen zodat er binnen enkele boekjaren aan het quotum voldaan wordt. Momenteel wordt 15 procent van de zetels in de Raden van Bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen bekleed door een vrouw. Dit betekent dat de bedrijven nog een lange weg af te leggen hebben vooraleer het quotum wordt bereikt.

Het tweede deel van deze conclusie wordt gewijd aan de demografische kenmerken van de Raden van Bestuur. Hier treden de multiple directorships en de externe bestuurders naar de voorgrond. In de eerste plaats kan er gesteld worden dat er zich multiple directorships voordoen in de Raden van Bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Gemiddeld oefenen de bestuurders van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen vijf mandaten gelijktijdig uit. Bij de vrouwelijke bestuurders blijft het gemiddeld aantal multiple directorships nog beperkt tot drie. Zij halen het gemiddelde momenteel nog naar beneden. In de toekomst zou hier mogelijk verandering in kunnen komen. Aangezien het aantal beschikbare vrouwelijke kandidaat-bestuurders erg beperkt is, zullen bedrijven mogelijk aan vrouwelijke bestuurders vragen om meerdere mandaten gelijktijdig op zich te nemen. Dit zou er dus toe kunnen leiden dat het aantal multiple directorships bij de vrouwelijke bestuursleden in de toekomst een stijgende lijn zal

kennen. Nochtans is het aantal multiple directorships op dit moment al erg hoog. Dit zou kunnen verklaard worden door de piramidestructuren die zich in verschillende ondernemingen voordoen.

Het vervolg van het onderzoek heeft aangetoond dat er een sterke positieve correlatie is tussen het aantal vrouwelijke bestuurders en het aantal externe bestuurders in de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De toename van het aantal externe bestuurders zou dus te wijten kunnen zijn aan de toename van het aantal vrouwelijke bestuurders. Dit zou betekenen dat de vrouwelijke bestuurders voornamelijk externe bestuurders zijn.

De Belgische Corporate Governance Code van 2009 geeft een aanbeveling weer omtrent de externe bestuurders. De Code stelt namelijk dat de externe bestuurders maximaal vijf mandaten gelijktijdig zouden mogen uitoefenen in beursgenoteerde ondernemingen. Op deze manier kunnen de bestuurders nog voldoende engagement tonen voor de onderneming. In de toekomst zal er op deze aanbeveling mogelijk meer aandacht gevestigd moeten worden bij de vrouwelijke bestuurders aangezien er een sterke positieve correlatie is tussen het aantal vrouwelijke bestuurders en het aantal externe bestuurders. Daarnaast bedragen de multiple directorships bij de vrouwelijke bestuurders momenteel reeds drie. Vermoedelijk zullen deze in de toekomst een stijgende trend kennen.

Er kan dus geconcludeerd worden dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen reeds het initiatief nemen om het aantal vrouwelijke bestuurders te laten toenemen. Dit heeft een stijging van het aantal externe bestuurders tot gevolg. Er is momenteel al sprake van multiple directorships bij de vrouwelijke bestuurders, maar mogelijk zal dit fenomeen in de komende jaren sterker naar de voorgrond treden.

2. Invloed van het quotum op de financiële prestaties

Het tweede onderdeel van het empirisch onderzoek van deze masterproef zal gewijd worden aan de invloed van het regelgevend quotum op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Ten eerste zullen de verschillende variabelen die in de regressieanalyse aan bod komen besproken worden. Vervolgens wordt er overgegaan tot de eigenlijke regressies. Door een lineaire regressie met panel data uit te voeren in STATA zal er worden nagegaan of hypothese 1 al dan niet aanvaard kan worden. Daarnaast zal er ook de Critical Mass Theory onder de loep genomen worden. Dit sluit aan bij de tweede hypothese die reeds eerder in deze masterproef werd opgesteld. Aan de hand van deze verschillende aspecten, zal er getracht worden om een antwoord te formuleren op de tweede deelvraag van deze masterproef.

2.1. Variabelen

Alvorens tot de eigenlijke regressieanalyses over te gaan zullen de verschillende variabelen, die worden opgenomen in de regressies, toegelicht worden. Tevens zullen de beschrijvende statistieken en de correlatie tussen deze verschillende variabelen worden weergegeven.

De financiële prestaties zullen gemeten worden aan de hand van drie maatstaven, namelijk de return on equity, return on investment en Tobins' Q. Deze drie indicatoren werden geselecteerd voor dit onderzoek aangezien zij de verschillende aspecten van de financiële prestaties van de onderneming belichten. Deze maatstaven geven een verhouding weer waardoor deze een vergelijking tussen verschillende ondernemingen toelaten. De return on equity (ROE) geeft de verhouding tussen de netto winst en het eigen vermogen van de onderneming weer. De return on investment (ROI) daarentegen is gelijk aan de netto winst van het boekjaar gedeeld door het totaal actief van de onderneming. Tobins' Q tot slot duidt op de verhouding tussen de marktwaarde van de onderneming en de totaal actief van de onderneming. De marktwaarde van de onderneming wordt bepaald door het aantal aandelen te vermenigvuldigen met de aandelenprijs op het einde van het boekjaar. De return on equity, de return on investment en Tobins' Q zijn de drie afhankelijke variabelen die worden opgenomen in dit onderzoek. Voor elk van deze drie variabelen zullen er afzonderlijke regressies worden uitgevoerd.

Aangezien het de bedoeling is om na te gaan welke invloed de vrouwelijke bestuurders hebben op de financiële prestaties van de onderneming, is het logisch dat de vrouwelijke bestuurders de rol als onafhankelijke variabele op zich nemen. De vrouwelijke bestuurders worden op twee verschillende manieren opgenomen in de regressieanalyses. In de eerste plaats komen ze tot uiting als het aantal vrouwelijk bestuurders. Deze

variabele zal de naam "Vrouwen" dragen. Daarnaast worden dezelfde regressies ook uitgevoerd met het percentage vrouwelijke bestuurders. In de regressies krijgt deze variabele de naam "Perc_Vrouwen". Het percentage sluit sterk aan bij het regelgevend quotum dat een invloed wenst uit te oefenen op de verhouding tussen het aantal mannelijke en vrouwelijke bestuurders.

Tot slot worden er ook nog enkele controle variabele opgenomen in de regressies, namelijk de grootte van de onderneming, de grootte van de Raad van Bestuur en de leeftijd van de onderneming. De *grootte van de onderneming* wordt gemeten door het natuurlijk logaritme van het totaal actief van de onderneming. Dat er wordt gekozen voor het natuurlijk logaritme kan verklaard worden door het feit dat op deze manier heteroscedasticiteitsproblemen worden vermeden. Daarnaast worden vertekeningen door sterke outliers geneutraliseerd. De keuze van deze controle variabele ligt in lijn met het onderzoek van Carter, D'Souza, Simpkins en Simpson (2010). In dat onderzoek wordt aangereikt dat de grootte van de onderneming vaak gerelateerd is aan de markttrendementen. In de regressies komt deze variabele tot uiting als "LN_actief". De *grootte van de Raad van Bestuur* is de tweede controle variabele die deel uit maakt van dit onderzoek. Ook deze keuze is gebaseerd op het onderzoek van Carter et al (2010). Grotere Raden van Bestuur zouden een positief effect hebben op de financiële prestaties van de onderneming aangezien de bestuurders dan meer kennis en informatie in de onderneming kunnen brengen. Nochtans zouden er ook agency problemen kunnen optreden. De laatste reden, waarom het nuttig is om de grootte van de Raad van Bestuur op te nemen als controle variabele, is omwille van het feit dat er in sommige regressies gebruik wordt gemaakt van de variabele "aantal vrouwelijke bestuurders" en niet van het percentage bestuurders. In de regressies krijgt deze variabele de naam "Bestuurders". De laatste controle variabele die onderdeel uitmaakt van het onderzoek is de *leeftijd van de onderneming*. Volgens het onderzoek van He en Huang (2011) zal de leeftijd van de onderneming een invloed hebben op de financiële prestaties van de onderneming. Deze laatste controle variabele draagt in de regressies de naam "Leeftijd".

Om deze sectie af te sluiten, wordt er nog kort ingegaan op de beschrijvende statistieken en de correlatie tussen de verschillende variabelen. Tabel 3a en 3b geven de beschrijvende statistieken weer. Tabel 4 geeft een overzicht van de correlaties tussen de verschillende variabelen.

Tabel 3a geeft een overzicht weer van alle variabelen, samen met het aantal observaties, de gemiddelde waarden en de standaarddeviatie van iedere variabele. Tot slot worden ook de minimale en maximale waarden van de variabelen weergegeven. Van de variabelen "Onderneming" en "Boekjaar" zijn er 840 observaties beschikbaar. Dit verwijst naar de 84 ondernemingen waarvan 10 boekjaren werden geanalyseerd. Het maximaal

aantal vrouwelijke bestuurders bedraagt tien. Het percentage vrouwen heeft een maximale waarde van 100 procent. Dit betekent dat er in minstens één Raad van Bestuur enkel vrouwelijke bestuurders zetelen. Ook dit is niet toegestaan volgens de regelgevend quotum dat door de Belgische overheid werd opgelegd. De return on equity van de geobserveerde ondernemingen bedraagt gemiddeld 7,81 procent, de return on investment 1,68 procent en Tobins' Q 15.1 procent. Tussen de verschillende data werden een aantal outliers vastgesteld. Deze werden uit het onderzoek verwijderd zodat deze extreme waarden het onderzoek niet konden beïnvloeden.

Tabel 3b geeft het vervolg van de beschrijvende statistieken weer. Het onderzoek heeft aangetoond dat in 61,4 procent van de gevallen geen enkele vrouw in de Raad van Bestuur zetelt. Slechts 4,7 procent van de Raden van Bestuur bestaat uit drie of meer vrouwelijke bestuurders. Gemiddeld worden de zetels in de Raad van bestuur voor 81,6 procent bekleed door externe bestuurders.

Tabel 3a: Beschrijvende statistieken

Variabele	Observaties	Gemiddelde	Std. Dev.	Min	Max
<i>Onderneming</i>	840	42.5	24.26	1	840
<i>Boekjaar</i>	840	5.50	2.87	1	10
<i>Bestuurders</i>	813	8.40	3.60	3	26
<i>Vrouwen</i>	840	0.65	1.16	0	10
<i>Perc_Vrouwen</i>	840	7.91	12.85	0	100
<i>Externen</i>	813	6.85	3.61	2	25
<i>LN_Actief</i>	756	17.35	1.96	12.27	29.22
<i>Leeftijd</i>	840	52.51	49.41	0	211
<i>ROE</i>	723	7.81	23.61	-88.91	97.62
<i>ROI</i>	745	1.68	16.71	-97.5	65.59
<i>Tobins_Q</i>	398	15.10	68.81	0.001	494.01

Tabel 3b: Beschrijvende statistieken (vervolg)

Variabele	Percentage
Vrouwen = 0	61.4
Vrouwen = 1	24.9
Vrouwen = 2	9.0
Vrouwen >= 3	4.7
Externe bestuurders	81.6

De correlatie tussen de verschillende variabelen wordt weergegeven in tabel 4 van deze masterproef. Er blijkt een negatief verband te zijn tussen het aantal vrouwelijke bestuurders en het natuurlijk logaritme van het totaal actief respectievelijk de leeftijd van de onderneming. De correlatietabel geeft tevens aan dat er een sterke correlatie is

tussen het aantal bestuurders en het aantal vrouwen. Dit toont aan dat het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur hoger is wanneer het aantal leden van de Raad van Bestuur groter is. Maar dit positieve verband is niet merkbaar wanneer er gebruikt wordt gemaakt van het percentage vrouwelijk bestuurders. Dit betekent dat het percentage vrouwen in de Raad van Bestuur niet toeneemt wanneer het aantal bestuursleden toeneemt. Ook is er een duidelijk positief verband tussen het aantal vrouwelijke bestuurders en Tobins' Q.

Een zeer sterke positieve correlatie werd gemeten tussen de return on equity en de return on investment. Deze correlatie bedraagt zelfs 63,57 procent. Daarnaast blijken zowel de leeftijd van de onderneming en de grootte van de onderneming als de grootte van de Raad van Bestuur en Tobins' Q in sterke mate positief met elkaar gecorreleerd te zijn. Terwijl deze laatste een hoge negatieve correlatie heeft met de grootte van de onderneming.

Tabel 4: Correlatietabel

```
. correlate Vrouwen Perc_Vrouwen LN_Actief Bestuurders Leeftijd ROE ROI Tobins_Q
(obs=370)
```

	Vrouwen	Perc_V~n	LN_Act~f	Bestuu~s	Leeftijd	ROE	ROI	Tobins_Q
Vrouwen	1.0000							
Perc_Vrouwen	0.7192	1.0000						
LN_Actief	-0.2188	-0.2691	1.0000					
Bestuurders	0.5389	-0.0106	0.1509	1.0000				
Leeftijd	-0.1774	-0.2220	0.3740	0.1004	1.0000			
ROE	0.0912	0.1258	0.0660	0.0058	0.1045	1.0000		
ROI	0.0237	0.0040	0.1220	0.0473	0.2199	0.6357	1.0000	
Tobins_Q	0.3428	0.1819	-0.3171	0.3260	-0.0178	0.0306	0.0462	1.0000

2.2. Return on equity

Het empirisch onderzoek van deze masterproef start met het uitvoeren van twee regressies met de return on equity als afhankelijke variabele. De eerste regressie heeft het aantal vrouwen als onafhankelijke variabele terwijl het percentage vrouwelijke bestuurders dient als onafhankelijke variabele voor de tweede regressieanalyse. Om deze regressie uit te voeren kwamen er 716 van de 840 observaties in aanmerking. Een eerste reden dat een aantal observaties niet bruikbaar waren, is te verklaren door het feit dat de financiële resultaten van boekjaar 2012 van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen op dit moment nog niet openbaar werden gemaakt. Daarnaast was er van enkele ondernemingen te weinig informatie beschikbaar over de controle variabelen. Dus ook deze werd geweerd uit het onderzoek. Tot slot werden er een aantal outliers verwijderd om het onderzoek niet te beïnvloeden. Het resultaat van deze regressies

wordt weergegeven in tabel 5a en tabel 5b. Deze twee tabellen zullen nu afzonderlijk worden toegelicht.

Een eerste aspect uit tabel 5a dat aan bod komt is de R-squared. Deze geeft aan in welke mate het regressiemodel de afhankelijke variabele verklaart. In dit geval bedraagt deze slechts 0,012 wat erg weinig is. Vervolgens zullen de verschillende variabelen geanalyseerd worden. Aan de hand van de p-waarden kan bepaald worden dat het aantal vrouwen, het aantal bestuurders en de leeftijd van de onderneming een significant effect hebben op de return on equity van de Belgisch beursgenoteerde ondernemingen. De grootte van de onderneming is echter niet significant. De F-test van deze regressie geeft echter aan dat het regressiemodel geen significant effect vertoont op de return on equity. Op basis van deze regressie kan er dus geen besluit genomen worden over het feit of vrouwelijke bestuurders al dan niet een positief effect hebben op de return on equity van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Tabel 5a: Regressieanalyse met return on equity en aantal vrouwen

. reg \$ylist \$xlist \$controlvars

Source	SS	df	MS			
Model	4884.14188	4	1221.03547	Number of obs =	716	
Residual	401144.439	711	564.197523	F(4, 711) =	2.16	
Total	406028.581	715	567.872141	Prob > F =	0.0714	
				R-squared =	0.0120	
				Adj R-squared =	0.0065	
				Root MSE =	23.753	

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Vrouwen	1.635935	.9075039	1.80	0.072	-.1457732	3.417643
LN_Actief	-.0039917	.0042398	-0.94	0.347	-.0123157	.0043323
Bestuurders	-.4641789	.2678212	-1.73	0.083	-.9899938	.061636
Leeftijd	.0426828	.0187434	2.28	0.023	.0058838	.0794818
_cons	9.774613	2.637297	3.71	0.000	4.596791	14.95244

Vervolgens wordt er verdergegaan met de bespreking van tabel 5b die een weergave is van de regressieanalyse met de return on equity als afhankelijke variabele en het percentage vrouwen als onafhankelijke variabele.

Het percentage vrouwelijke bestuurders en de leeftijd van de onderneming hebben een significantie van 5 procent. Wanneer het percentage vrouwen met één toeneemt, dan zal de return on equity met 0.2591292 verhogen. De return on equity zal met 0,0415842 stijgen per jaar dat de onderneming bestaat. De grootte van de onderneming en het aantal bestuurders blijken echter geen significant effect te hebben op het rendement op het eigen vermogen. De constante waarde bedraagt 7,176147.

Het regressiemodel, dat wordt weergegeven in tabel 5b, verklaart voor 1,40 procent de return on equity. Deze R-squared is dus erg laag. De F-test van de regressieanalyse geeft aan dat het model significant is op 5 procent. Er kan dus gesteld worden dat het regressiemodel met het percentage vrouwelijke bestuurders een positief effect heeft op de return on equity van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Tabel 5b: Regressieanalyse met return on equity en percentage vrouwen

. reg \$ylist \$xlist \$controlvars

Source	SS	df	MS			
Model	5665.25038	4	1416.31259	Number of obs =	716	
Residual	400363.331	711	563.098918	F(4, 711) =	2.52	
Total	406028.581	715	567.872141	Prob > F =	0.0404	
				R-squared =	0.0140	
				Adj R-squared =	0.0084	
				Root MSE =	23.73	

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Perc_Vrouwen	.2591292	.120257	2.15	0.032	.0230278	.4952305
LN_Actief	-.0036845	.0042406	-0.87	0.385	-.0120101	.0046411
Bestuurders	-.221184	.2451834	-0.90	0.367	-.702554	.260186
Leeftijd	.0415842	.0186027	2.24	0.026	.0050614	.0781071
_cons	7.176147	2.898596	2.48	0.014	1.485315	12.86698

2.3. Return on investment

De return on investment is de tweede afhankelijke variabele die reeds eerder in deze masterproef werd aangehaald. Net zoals bij de return on equity zullen er twee regressieanalyses worden uitgevoerd om na te gaan of vrouwelijke bestuurders een effect hebben op deze indicator van de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen, met name de return on investment. In totaal zijn er 740 bruikbare observaties voor de regressieanalyses met de return on investment als afhankelijke variabele. De eerste reden dat niet alle 840 observaties konden gebruikt worden voor de regressies is te verklaren door het feit dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen hun financiële resultaten van boekjaar 2012 nog niet openbaar gemaakt hebben op het moment dat de data verzameld moesten worden. Daarnaast werden een aantal outliers uit het onderzoek geweerd. Tot slot waren er niet voor alle controle variabelen 840 observaties beschikbaar.

Tabel 6a geeft de eerste regressieanalyse weer, met de return on investment als afhankelijke variabele en het aantal vrouwelijke bestuurders als onafhankelijke variabele. Het aantal vrouwen blijkt echter geen significant effect te hebben op de return on investment. De grootte en de leeftijd van de onderneming blijken beiden significant te zijn op 1 procent, het aantal bestuurders is significant op 10 procent. Dit kan geconcludeerd worden op basis van de p-waarde van deze variabele.

Het regressiemodel in zijn geheel heeft een significantieniveau van 1 procent. Deze conclusie kan getrokken worden uit de F-waarde van deze regressie. Het regressiemodel mag dan wel de return on investment beïnvloeden, maar het aantal vrouwelijke bestuurders heeft als onderdeel van het regressiemodel geen significant effect op de indicator. Dus er kan niet gezegd worden dat het aantal vrouwelijke bestuurders een positief effect heeft op de return on investment. Het regressiemodel in zijn geheel verklaart voor 4,41 procent de return on investment van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Tabel 6a: Regressieanalyse met return on investment en aantal vrouwen

. reg \$ylist \$xlist \$controlvars

Source	SS	df	MS			
Model	12659.7551	4	3164.93878	Number of obs =	740	
Residual	274247.528	735	373.125888	F(4, 735) =	8.48	
Total	286907.283	739	388.237189	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.0441	
				Adj R-squared =	0.0389	
				Root MSE =	19.316	

ROI	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Vrouwen	.7102798	.7205949	0.99	0.325	-.7043898	2.124949
LN_Actief	.0094392	.0033659	2.80	0.005	.0028312	.0160471
Bestuurders	.4125132	.2155721	1.91	0.056	-.0106973	.8357238
Leeftijd	.0489376	.0150999	3.24	0.001	.0192936	.0785816
_cons	-8.617189	2.100817	-4.10	0.000	-12.74151	-4.492872

Vervolgens wordt er verdergegaan met de bespreking van de resultaten van de regressie met het percentage vrouwelijke bestuurders als onafhankelijke variabele, deze worden weergegeven in tabel 6b.

Door een blik te werpen op de p-waarden van deze regressie, wordt al snel duidelijk dat elke variabele die werd opgenomen in deze regressies significant is. Met uitzondering van het percentage vrouwelijke bestuurders hebben de variabelen een significantieniveau van 1 procent. Het percentage vrouwelijke bestuurders is significant op 5 procent. Door het percentage vrouwen met één te laten toenemen, zal de return on equity met 0,1939197 verhogen. Dit wordt in de tabel weergegeven in de kolom van de coëfficiënten. Een toename met één van het natuurlijk logaritme van het totaal actief, van het aantal bestuurders en van de leeftijd van de onderneming, zorgt voor een toename van de return on investment met 0,009976 respectievelijk 0,5338429 respectievelijk 0,0498439.

De return on investment wordt voor 4,32 procent verklaard door het regressiemodel dat in tabel 6b wordt weergegeven. De invloed van het regressiemodel is significant op 1 procent. Er kan geconcludeerd worden dat het percentage vrouwelijke bestuurders een

positieve invloed heeft op de return on investment van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Tabel 6b: Regressieanalyse met return on investment en percentage vrouwen

. reg \$ylist \$xlist \$controlvars

Source	SS	df	MS			
Model	13877.0257	4	3469.25644	Number of obs =	740	
Residual	273030.257	735	371.469738	F(4, 735) =	9.34	
				Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.0484	
				Adj R-squared =	0.0432	
				Root MSE =	19.274	
Total	286907.283	739	388.237189			

ROI	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Perc_Vrouwen	.1939197	.0940338	2.06	0.040	.0093129	.3785264
LN_Actief	.009976	.0033602	2.97	0.003	.0033792	.0165727
Bestuurders	.5338429	.1980447	2.70	0.007	.1450422	.9226436
Leeftijd	.0498439	.0149585	3.33	0.001	.0204774	.0792104
_cons	-10.55891	2.296841	-4.60	0.000	-15.06806	-6.04976

2.4. Tobins' Q

De laatste indicator van de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen is de Tobins' Q. Net zoals bij de twee voorgaande maatstaven zullen er twee regressieanalyses worden uitgevoerd, namelijk eentje met het aantal vrouwelijke bestuurders en eentje met het percentage vrouwelijke bestuurders. De resultaten van deze regressies worden getoond in tabel 7a en tabel 7b van deze masterproef. In totaal werden er 396 observaties gebruikt om de regressieanalyses uit te voeren. Voor een aantal boekjaren waren er geen gegevens met betrekking tot de marktwaarde van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen beschikbaar. Samen met het feit dat er enkele gegevens ontbreken in de lijst met de controle variabelen, is dit de reden dat niet alle 840 observaties werden opgenomen in het onderzoek.

Om te beginnen wordt de regressie met Tobins' Q als afhankelijke en aantal vrouwelijke bestuurders als onafhankelijke bestuurders besproken aan de hand van tabel 7a. Met uitzondering van de constante blijken alle elementen van het regressiemodel een significante invloed uit te oefenen op de Tobins' Q van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Het aantal vrouwen die in de Raad van Bestuur zetelen en de leeftijd van de onderneming hebben een significantie van 5 procent. De grootte van de onderneming en het totaal aantal bestuurders hebben een betrouwbaarheid van 99 procent. Een extra vrouw in de Raad van Bestuur laten zetelen, zal zorgen voor een toename van Tobins' Q met 6,334494. Wanneer de onderneming groeit, meer bepaald wanneer het natuurlijk logaritme van het totaal actief toeneemt, zal er een negatief

effect merkbaar zijn op Tobins' Q. Het aantal bestuurders en de leeftijd van de onderneming vertonen echter wel een positief effect op Tobins' Q.

Vervolgens wordt er overgegaan tot de bespreking van het regressiemodel in zijn geheel. Aan de hand van de waarde van R-squared kan er gesteld worden dat het regressiemodel in sterke mate de waarde van Tobins' Q bepaald. De R-squared bedraagt namelijk 0,259. Tabel 7a geeft een regressiemodel weer dat significant is op 1 procent. Het gaat dus om een zeer betrouwbaar model. Er kan dus gesteld worden dat het aantal vrouwelijke bestuurders een positief effect heeft op de Tobins' Q van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Tabel 7a: Regressieanalyse met Tobins' Q en aantal vrouwen

. reg \$ylist \$xlist \$controlvars

Source	SS	df	MS			
Model	486749.722	4	121687.43	Number of obs =	396	
Residual	1392730.25	391	3561.96994	F(4, 391) =	34.16	
Total	1879479.97	395	4758.17714	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2590	
				Adj R-squared =	0.2514	
				Root MSE =	59.682	

Tobins_Q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Vrouwen	6.334494	3.121312	2.03	0.043	.1978386	12.47115
LN_Actief	-.135745	.0168926	-8.04	0.000	-.1689567	-.1025333
Bestuurders	6.967701	1.194733	5.83	0.000	4.618798	9.316605
Leeftijd	.1673433	.0696766	2.40	0.017	.0303556	.304331
_cons	7.521349	9.916605	0.76	0.449	-11.97519	27.01789

Naast het regressiemodel met het aantal vrouwen als onafhankelijke variabelen, werd er ook een regressie uitgevoerd met het percentage vrouwen in de Raad van Bestuur als onafhankelijke variabele. Het resultaat hiervan wordt weergegeven in tabel 7b van deze masterproef.

Onderstaande tabel 7b geeft aan dat met uitzondering van de constante waarde alle variabelen een significante invloed uitoefenen op Tobins' Q. Het percentage vrouwen in de Raad van Bestuur en de leeftijd van de onderneming blijken een betrouwbaarheid van 95 procent te hebben, terwijl de betrouwbaarheid van de grootte van de onderneming en het aantal bestuurders 99 procent bedraagt. Dit kan geconcludeerd worden op basis van de verschillende p-waarden.

Net zoals in het regressiemodel met het aantal vrouwen, heeft de grootte van de onderneming een negatief effect op de waarde van Tobins' Q. Een stijging van het percentage vrouwen, het aantal bestuurders en de leeftijd van de onderneming zorgen echter wel voor een toename van Tobins' Q met 0,9715517 respectievelijk 8,298022

respectievelijk 0,1666952. Het regressiemodel dat in tabel 7b wordt weergegeven verklaard voor 26,2 procent de waarde van Tobins' Q van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Er kan gesteld worden dat het om een zeer betrouwbaar model gaat aangezien het significant is op 1 procent. Dit wordt aangegeven door de F-test.

Tabel 7b: Regressieanalyse met Tobins' Q en percentage vrouwen

. reg \$ylist \$xlist \$controlvars

Source	SS	df	MS			
Model	492450.014	4	123112.503	Number of obs =	396	
Residual	1387029.95	391	3547.39119	F(4, 391) =	34.71	
Total	1879479.97	395	4758.17714	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.2620	
				Adj R-squared =	0.2545	
				Root MSE =	59.56	

Tobins_Q	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Perc_Vrouwen	.9715517	.4054324	2.40	0.017	.1744515	1.768652
LN_Actief	-.1380674	.0165023	-8.37	0.000	-.1705117	-.1056231
Bestuurders	8.298022	.9627673	8.62	0.000	6.405173	10.19087
Leeftijd	.1666952	.0692009	2.41	0.016	.0306429	.3027475
_cons	-3.892677	10.52317	-0.37	0.712	-24.58176	16.79641

In dit opzicht kan er dus geconcludeerd worden dat vrouwen in de Raad van Bestuur laten zetelen een positief effect heeft op de Tobins' Q van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Dit wordt zowel aangereikt door het regressiemodel met het aantal vrouwen als het regressiemodel met het percentage vrouwelijke bestuurders.

2.5. Critical Mass Theory

De Critical Mass Theory werd reeds in de literatuurstudie van deze masterproef besproken. Daar wordt ondermeer het onderzoek van Torchia et al (2011) aangehaald. Hun resultaten geven namelijk weer dat er minstens drie vrouwen lid moeten zijn van de Raad van Bestuur vooraleer er een positief effect merkbaar is. In deze sectie is het de bedoeling om na te gaan of deze critical mass ook van toepassing is op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Door dit onderzoek zal er kunnen besloten worden of hypothese 2 al dan niet aanvaard kan worden. Voor het onderzoek naar de critical mass theory zullen dus enkel de observaties, waarvan het aantal vrouwelijke bestuurders minstens gelijk is aan drie, in aanmerking komen. In de regressie zal de onafhankelijke variabele de naam "Vrouwen_3" dragen, om duidelijk aan te geven dat het om minstens drie vrouwelijke bestuurders moet gaan.

Onderstaande samenvattende tabel (tabel 8) geeft de drie regressies weer waarin het effect van minstens drie vrouwelijke bestuurders op de verschillende indicatoren van de financiële prestaties werd gemeten.

De F-testen van deze regressies, met de return on equity, de return on investment en Tobins' Q als afhankelijke variabelen, weerspiegelen het feit dat geen enkel van deze regressiemodellen een significante invloed vertoont. Het niet opleveren van een significant resultaat zou kunnen verklaard worden door een te kort aan observaties. Slechts 28 respectievelijk 16 van de 840 metingen kwamen in aanmerking om de regressieanalyses uit te voeren.

Het doel van de sectie Critical Mass Theory was een onderzoek te voeren dat vergelijkbaar is met de onderzoek van Torchia et al (2011). Maar aangezien er tijdens de tien geobserveerde boekjaren slechts weinig ondernemingen meer dan drie vrouwen in hun Raad van Bestuur lieten zetelen, is het aantal bruikbare observaties erg klein. Daarom is het mogelijk interessant om hetzelfde onderzoek uit te voeren met de critical mass van het aantal vrouwelijke bestuurders gelijk aan twee. Op deze manier zou de pool aan bruikbare observatie kunnen uitgebreid worden.

Tabel 8: Samenvattende tabel critical mass = 3

	ROE (#observaties = 28)	ROI (#observaties = 28)	Tobins' Q (#observaties = 16)
Vrouwen_3	-1,275517 (0,543)	-0,6399165 (0,768)	-0,0004818 (0,998)
LN_Actief	-0,008113 (0,768)	-0,0152782 (0,594)	-0,0032224 (0,320)
Bestuurders	-0,7090449 (0,666)	-0,4060207 (0,812)	0,0954496 (0,762)
Leeftijd	0,0115647 (0,880)	0,0500185 (0,532)	-0,00044 (0,956)
Constante	17,87276 (0,181)	8,846056 (0,518)	1,581256 (0,340)
F-waarde	0,30	0,23	0,44
R²	0,05	0,0384	0,1382

*p<0.01 **p<0.05 ***p<0.1

De resultaten van het onderzoek met minstens twee vrouwelijke bestuurders worden weergegeven in tabel 9. De variabele "Vrouwen_2" wijst op minimaal twee vrouwelijke bestuurders.

Net zoals het onderzoek waar de critical mass gelijk werd gesteld aan drie vrouwelijke bestuurders, zijn er uit dit onderzoek, met minstens twee vrouwelijke bestuurders, geen significante regressiemodellen voortgevloeid. Nochtans is het aantal bruikbare

observaties opgeklimmen tot 100 respectievelijk 101 wat betreft de return on investment en de return on equity. Het aantal bruikbare observaties voor Tobins' Q blijft steken op 59.

Er kan dus geen besluit genomen worden wat betreft de Critical Mass Theory, die tevens door Torchia et al (2011) werd onderzocht. In deze masterproef werd er geen significant resultaat bekomen. Het kan dus interessant zijn om hier binnen enkele jaren verder onderzoek naar te voeren. Meerbepaald wanneer het aantal vrouwelijke bestuurders in de Raden van Bestuur sterker is toenemen. Vermoedelijk zullen er dan meer observaties kunnen opgenomen worden in de studie.

Tabel 9: Samenvattende tabel critical mass = 2

	ROE (#observaties = 101)	ROI (#observaties = 100)	Tobins' Q (#observaties = 59)
Vrouwen_2	-1,060207 (0,373)	-0,3983868 (0,689)	0,0119858 (0,905)
LN_Actief	0,006482 (0,510)	0,0087017 (0,294)	-0,0011943 (0,297)
Bestuurders	-1,586668 ** (0,022)	-0,2019615 (0,722)	0,0523522 (0,619)
Leeftijd	0,0185459 (0,639)	0,0393374 (0,234)	-0,0012072 (0,712)
Constante	19,03982 * (0,003)	-2,16451 (0,669)	1,31143 ** (0,046)
F-waarde	1,63	0,90	0,45
R²	0,0638	0,0363	0,0322

*p<0.01 **p<0.05 ***p<0.1

2.6. Conclusie

De doelstelling van deze was een antwoord formuleren op de tweede deelvraag van deze masterproef:

- ✓ Deelvraag 2: *Welke invloed heeft het quotum op de prestaties van de onderneming?*

Om een antwoord te kunnen formuleren op deze deelvraag werden er in hoofdstuk III twee hypothesen opgesteld die aan de hand van een regressieanalyse getoetst werden. De twee hypothesen zullen kort afzonderlijk worden toegelicht om daarna een globale

conclusie omtrent deze deelvraag te kunnen samenstellen. De eerste hypothese luidde als volgt:

- Hypothese 1: *Vrouwen in de Raad van Bestuur laten zetelen heeft een positief effect op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.*

De financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen worden in deze masterproef gemeten aan de hand van de return on equity, de return on investment en Tobins' Q. Om te analyseren of deze indicatoren daadwerkelijk een significante invloed ondervonden van de vrouwelijke bestuurders, werden er telkenmale twee regressieanalyses uitgevoerd, namelijk eentje met het aantal vrouwelijke bestuurders en eentje met het percentage vrouwelijke bestuurders als onafhankelijke variabele.

In de regressiemodellen bleek het aantal vrouwelijke bestuurders enkel een significante invloed te vertonen op Tobins' Q. Wanneer het percentage vrouwelijke bestuurders als onafhankelijke variabele fungeerde, kon er telkens een significant regressiemodel worden vastgesteld. Dit betekent dat voornamelijk de verhouding tussen het aantal vrouwelijke en mannelijke bestuurders van belang is en niet zo zeer het concrete aantal vrouwen. Op basis van de regressieanalyses met het percentage vrouwelijke bestuurders kan er gesteld worden dat vrouwelijke bestuurders een positieve invloed uitoefenen op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen en dat de eerste hypothese aanvaard kan worden. Wat betreft het aantal vrouwelijke bestuurders kan er geen sluitend antwoord worden geformuleerd aangezien er slechts bij één indicator een significante invloed werd aangetoond.

Vermits deze masterproef voor een groot gedeelte in het teken staat van de invoering van het regelgevend quotum, is het percentage vrouwelijke bestuurders toch wel een erg belangrijk gegeven. De Belgische wetgever heeft bij het opleggen van het quotum namelijk geopteerd voor een verhouding en geen specifiek aantal vrouwelijke bestuurders. Op basis van de resultaten die voortvloeien uit bovenstaand onderzoek kan er geconcludeerd worden dat wanneer de Belgische beursgenoteerde ondernemingen de Belgische regelgeving volgen, hun financiële prestaties op een positieve manier zullen beïnvloed worden.

- Hypothese 2: *Er dient een minimaal aantal vrouwen in de Raad van Bestuur te zetelen vooraleer er een positief effect merkbaar is op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.*

De tweede hypothese van deze masterproef werd getest door de Critical Mass Theory van Torchia et al (2011) toe te passen. Dit houdt in dat de regressies werd uitgevoerd met de observaties waar er minstens drie vrouwen in de Raad van Bestuur zetelden. Dit bleek echter geen significant resultaat op te leveren. Een te kleine hoeveelheid aan bruikbare observaties kan aan de basis liggen voor het niet vinden van significante regressiemodellen. Om die reden werd hetzelfde onderzoek uitgevoerd maar dan met minstens twee vrouwelijke bestuurders als critical mass. Op deze manier werd de pool aan observaties uitgebreid. Maar ook dit heeft geen significant regressiemodel opgeleverd.

In dit opzicht kan de tweede hypothese dus niet aanvaard worden. Minstens twee of drie vrouwen in de Raad van Bestuur laten zetelen heeft geen significant effect op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Het is in de toekomst wel interessant om verder onderzoek te voeren naar het effect op de financiële prestaties wanneer er minstens drie vrouwelijke bestuurders in de Raad van Bestuur zetelen. Momenteel is het aantal observaties zeer beperkt, maar door de invoering van het quotum zal het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur toenemen. Mogelijk leidt dit dan wel tot significante resultaten wat betreft de critical mass theory.

Als antwoord op de tweede deelvraag van deze masterproef kan er aangegeven worden dat het percentage vrouwelijke bestuurders een positieve invloed heeft op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Dit geeft een positieve toets aan de invoering van het regelgevend quotum in België.

3. De omgeving van het quotum

De Belgische overheid heeft het Noorse voorbeeld gevolgd en een quotum ingevoerd met betrekking tot het aantal vrouwen in de Raden van Bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De vraag is echter of dit wel een goed idee was. In dit onderdeel is het de bedoeling om na te gaan of het quotum zich in België in de juiste context bevindt.

Na de invoering van het quotum in Noorwegen werden door Storvik en Teigen (2010) volgende factoren aangereikt die geleid hebben tot het succes van het quotum:

- ✓ Politieke ondersteuning en ruimte voor een debat omtrent de invoering van het quotum;
- ✓ Sanctionering voor het niet naleven van het quotum;
- ✓ Een overgangperiode die voldoende lang is;
- ✓ Een database die de beschikbare kandidates weergeeft;
- ✓ Trainingprogramma's voor het opleiden van bestuurders.

Deze omgevingsfactoren zouden geleid hebben tot het succesvol implementeren van het quotum in Noorwegen. In hetgeen volgt, zullen deze factoren bekeken worden in de Belgische context en zal er worden aangegeven of deze factoren al dan niet in België aanwezig zijn. Wanneer de vijf bovenstaande omgevingsfactoren aanwezig zouden zijn in de Belgische context, zal dit nog geen garantie tot succes zijn voor het quotum in België. Ieder land is uiteraard anders.

3.1. Politieke ondersteuning en ruimte voor debat

De eerste factor die aan bod komt is 'politieke ondersteuning en ruimte voor debat'. Dit aspect kan in twee gesplitst worden. In de eerste plaats is er de politieke ondersteuning. De Belgische wetgever heeft gekozen om een quotum op te leggen met betrekking tot het aantal vrouwen in de Raden van Bestuur wanneer bleek dat de beursgenoteerde ondernemingen de aanbevelingen in de Belgische Corporate Governance Code onvoldoende volgden. De wetgeving verscheen zoals eerder gezegd in het Belgische Staatsblad op 14 september 2011. Toch bleken niet alle politieke partijen achter de invoering van het regelgevend quotum te staan. Een voorbeeld hiervan is NV-A. In het opiniestuk van Fractieleider van de Senaat Liesbeth Homans en Kamerlid Zuhail Demir (2011) wordt er aangehaald dat het quotum leidt tot een beperking van de keuzevrijheid van de aandeelhouders. Normaliter kunnen de aandeelhouders vrij bepalen wie ze aan het roer van de onderneming plaatsen, nu moeten ze rekening houden met het quotum. Daarnaast wordt er in het opiniestuk ook aangegeven dat de vrije concurrentie tussen de individuen worden verminderd doordat vrouwen nu meer kans hebben om te worden

geselecteerd. Dit kan niet volgens Demir en Homans, vrouwen moeten gelijke kansen hebben, niet meer, niet minder.

Het tweede onderdeel is de nood aan ruimte voor een debat. Het stemmen van een nieuwe wetgeving is een gecompliceerd gegeven. Er wordt zeker niet over één dag ijs gegaan en er is ruimte voor een publiek en politiek debat. Het publiek werd in dit geval vertegenwoordigd door de Kamer van Volksvertegenwoordigers die een wetsontwerp mag indienen. De politieke rol wordt vertegenwoordigd door de Senaat. De Senaat heeft de kans om amendementen toe te voegen aan het door de Kamer van Volksvertegenwoordigers ingezonden wetsontwerp. Het is dan aan de Kamer van Volksvertegenwoordigers om te beslissen of er al dan niet rekening wordt gehouden met deze amendementen. Dus er wordt om een andere opinie gevraagd. Wanneer de Kamer rekening wenst te houden met de amendementen moet een nieuw ontwerp naar de Senaat worden gestuurd. Tot slot wordt het ontwerp naar de Koning gestuurd voor de bekrachtiging (De Belgische Grondwet). Ondanks het feit dat het publiek werd vertegenwoordigd door de Kamer van Volksvertegenwoordigers, kan er niet gesproken worden van een volledig open debat. Het debat vond enkel plaats in de politieke kringen. De bedrijfswereld werd bijvoorbeeld niet gehoord.

Aangezien het quotum in 2011 wettelijk werd vastgelegd en er toen ook ruimte was voor een politiek en publiek debat omtrent dit thema, zou er een bevestigend antwoord kunnen gegeven worden op de vraag of de factor 'politieke ondersteuning en ruimte voor debat' aanwezig is in de Belgische context. Nochtans is enige voorzichtigheid vereist aangezien de politieke wereld niet voor de volle 100 procent achter het quotum stond. Daarenboven vond het debat plaats in beperkte kring.

3.2. Sanctionering

De volgende factor die in Noorwegen tot een succes geleid heeft is de factor 'sanctionering'. Dit houdt in dat er een sanctie wordt opgelegd aan de beursgenoteerde ondernemingen die het quotum niet naleven. Omtrent de sanctionering in België is heel wat te doen geweest.

De sanctionering in het oorspronkelijke wetsvoorstel gaf aan dat de beslissingen genomen door een Raad van Bestuur die niet aan het quotum voldoet, zou leiden tot een nietigverklaring van deze beslissingen. Volgens de Raad van State zou een nietigverklaring van de beslissingen kunnen leiden tot discontinuïteit van de onderneming. Dit zou natuurlijk nefaste gevolgen kunnen hebben voor de bedrijfswereld. Naar aanleiding van het advies van de Raad van State is de sanctionering versoepeld (Kluwer Easy Web, 2013).

De wet die op 14 september 2011 in het Belgisch Staatsblad verscheen, maakt vermelding van volgende sancties die worden opgelegd aan de ondernemingen die niet tijdig voldoen aan het quotum. Zo is de benoeming van de bestuurders nietig wanneer de benoeming er voor zorgt dat er niet aan het quotum wordt voldaan. Tijdens de eerst volgende Algemene Vergadering van de Aandeelhouders zal er een nieuwe Raad van Bestuur moeten samengesteld worden die wel aan de normen voldoet. Wanneer dit niet gebeurt, zal er een schorsing volgen van de voordelen die verbonden zijn aan de uitvoering van een mandaat.

Bovenstaande regels omtrent de sanctionering, zorgen er voor dat er aan de tweede factor, die leidt tot het succesvol invoeren van het quotum, voldaan is. Maar toch moet er op gelet worden dat de werking van de Raad van Bestuur en de onderneming in zijn geheel niet in gedrang komt.

3.3. Overgangperiode

De overgangperiode is de volgende factor die aan bod komt. Aangezien er zeer weinig vrouwen in de Raden van Bestuur zetelen, is het niet zo gemakkelijk om van vandaag op morgen aan het quotum te voldoen. Daarom is het belangrijk dat er een overgangperiode wordt ingelast zodat ondernemingen voldoende tijd krijgen om op zoek te gaan naar geschikte kandidaten om hun Raad van Bestuur te verwoegen. In Noorwegen bedroeg deze periode vier boekjaren. Het quotum was daar een groot succes.

De Belgische wetgever heeft de duur van de overgangperiode vastgesteld op zes boekjaren. In uitzonderlijke gevallen kan dit zelfs nog langer zijn. Dat de overgangperiode minstens zes boekjaren bedraagt, is geen toevallige keuze. De bestuursmandaten in België bedragen maximaal zes jaren. De bestuurders die benoemd werden voor de invoering van het quotum, kunnen in ieder geval hun bestuursmandaat volledig uitdoen. De bestuurders die na de bekendmaking van het quotum werden benoemd, hebben kennis kunnen nemen van de wetgeving vooraleer ze een bestuursmandaat aannemen (Bus de Warneffe & Matz, 2010).

In principe zou er kunnen gesteld worden dat de overgangperiode voldoende lang is en dat er aan de derde succesfactor in België aanwezig is. Maar dan moeten de ondernemingen in staat zijn om in deze periode voldoende geschikte vrouwelijke bestuurders aan te werven.

3.4. Database met beschikbare kandidates

Een database met beschikbare kandidates is de volgende factor die aanwezig moet zijn om van het quotum een succesverhaal te maken. Via deze database worden de ondernemingen geholpen in hun zoektocht naar geschikte bestuurders.

Na het verschijnen van de vernieuwde versie van de Belgische Corporate Governance Code in 2009, hebben vijf vrouwen het initiatief genomen om de beursgenoteerde ondernemingen te helpen met het implementeren van de aanbevelingen. Hun doel was vooral om bedrijven te helpen met het vinden van geschikte vrouwelijke leden van de Raad van Bestuur. Samen hebben ze "Women on Board" opgericht. Via deze organisatie kunnen vrouwen zich vrijwillig inschrijven in een database die de gegevens van vrouwelijke bestuurders verzamelt. Na de inschrijving volgt er een gesprek om na te gaan of de vrouwen voldoen aan de vereisten om bestuurslid te worden. Wanneer de vrouwen worden toegelaten kunnen ze via de website in contact komen met de bedrijven. Daarnaast worden ze ook uitgenodigd op de evenementen waar bedrijven en beschikbare kandidates samenkomen (Women on Board, 2012).

Zowel de beursgenoteerde als de niet-beursgenoteerde ondernemingen kunnen gebruik maken van de database van Women on Board. Er kan gesteld worden dat er toch reeds een aantal beursgenoteerde ondernemingen de weg naar Women on Board gevonden hebben. Een voorbeeld hiervan is Colruyt (Women on Board, 2012).

Het oorspronkelijke doel van Women on Board was niet de ondersteuning van het door de overheid opgelegde quotum. Maar het komt nu zeker van pas om beursgenoteerde ondernemingen te helpen in hun zoektocht naar vrouwelijke bestuurders. Begin 2013 heeft Women on Board op de website een update weergegeven van het aantal vrouwen die geregistreerd zijn in hun database. Op dat moment bestond de database uit 126 vrouwelijke bestuurders. Dit is een beperkte hoeveelheid aan vrouwelijke kandidaat-bestuurders in verhouding met het aantal Belgische beursgenoteerde ondernemingen die aan het quotum moeten voldoen.

Women on Board is niet de enige organisatie die zich bezighoudt met het ter beschikking stellen van een database met beschikbare vrouwelijke bestuurders. Ook Guberna heeft een dergelijk initiatief. Guberna is een kenniscentrum en een netwerk voor bestuurders en ondernemingen. Het doel van Guberna is het stimuleren van professionalisme en er voor zorgen dat de bestuurders, de Raden van Bestuur en de organisatie de juiste ingesteldheid hebben op het vlak van governance. Dit probeert Guberna te verwezenlijken in samenwerking met De Vlaamse Overheid, VOKA Antwerpen-Waasland en VOKA Limburg. Onder het motto "M/V United in Bestuursorganen" willen ze hun krachten bundelen om de bestaande barrières te verlagen. Dit project bestaat uit drie grote elementen, namelijk een online database, een begeleidingsprogramma en een actieplan (Guberna efficacy, 2013).

In dit onderdeel is voornamelijk de online database van belang. Deze online database richt zich zowel op vrouwelijke als mannelijke kandidaat-bestuurders. Dit zorgt er voor

dat ondernemingen een duidelijk beeld krijgen van alle personen die ze kunnen aanstellen als bestuurder van hun onderneming. De database is een handig instrument om vraag en aanbod van bestuurders samen te brengen (Guberna efficacy, 2013). De online databank van Guberna telt in totaal 2142 leden, waarvan 376 vrouwelijke en 1766 mannelijke kandidaat-bestuurders. De Belgische beursgenoteerde ondernemingen kunnen in dit geval dus uit een grotere pool van vrouwen kiezen dan in de databank van Women on Board. Maar ook dit aantal is erg beperkt.

De vierde noodzakelijke factor is dus ook in de Belgische context aanwezig maar de databanken hebben een beperkte grootte. Enkel het bestaan van een databank is niet voldoende. Het draait net om het feit dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen een aanspreekpunt zouden hebben wanneer ze op zoek zijn naar vrouwelijke bestuurders. Maar wanneer deze initiatieven geen vrouwelijke kandidaat-bestuurders kunnen voorstellen, is het hele idee weinig zinvol.

3.5. Trainingsprogramma's

De laatste factor die tot een succes heeft geleid in Noorwegen is de factor 'trainingsprogramma's'. Dit houdt in dat er specifieke opleidingen worden georganiseerd om vrouwen klaar te stomen om de taken van een bestuurslid op zich te nemen.

Dergelijke trainingsprogramma's worden in België georganiseerd door Guberna. Deze trainingsprogramma's zorgen er voor dat bestuurders hun functie optimaal kunnen uitoefenen. Er worden ondermeer opleidingen gegeven voor (toekomstige) bestuurders en bedrijfsleiders van beursgenoteerde ondernemingen en overheidsbedrijven. Het gaat om een vierdaagse opleiding waar aspecten als bestuur en strategie, financiële performantie en human resources aan bod komen (Guberna, 2013).

Dit trainingsprogramma is zeer interessant voor startende bestuurders omdat ze via deze weg een beter zicht krijgen op de werking van de Raad van Bestuur via de praktijkgetuigenissen van de ervaren sprekers. De personen die reeds bestuurder zijn, kunnen hun eigen ervaringen delen. Het doel van de opleiding is de competenties en de kennis van de (toekomstige) bestuurders optimaliseren zodat ze hun mandaat op een efficiënte manier kunnen uitoefenen (Guberna, 2013).

In het onderdeel "database met beschikbare kandidates" werd reeds aangegeven dat Guberna in samenwerking met De Vlaamse Overheid, VOKA Antwerpen-Waasland en VOKA Limburg het project M/V United heeft opgestart. Één van de aspecten van dit project is een begeleidingsprogramma voor vrouwelijke bestuurders. Via training en coaching wordt er getracht vrouwen klaar te stomen voor het uitvoeren van hun mandaat. Dit begeleidingsprogramma is erg vergelijkbaar met het "Female Future

Project” dat in Noorwegen werd georganiseerd om vrouwen voor te bereiden op hun bestuursmandaat (Guberna efficy, 2013). Storvik en Teigen (2010) geven in hun artikel aan dat het project “Female Future Project” een voornaam trainingsprogramma bleek te zijn in Noorwegen. De trainingsprogramma’s van Guberna zorgen er voor dat er aan de vijfde en laatste factor voldaan wordt. Maar de vraag is echter of vrouwen bereid zijn om een dergelijke opleiding te volgen.

3.6. Conclusie

De vijf omgevingsfactoren die geleid hebben tot het succes van het quotum in Noorwegen, blijken in zekere mate ook in België aanwezig te zijn. Kort samengevat gaat het om een regelgevend quotum met een sanctie tot gevolg voor de ondernemingen die niet voldoen aan het quotum na een ruime overgangperiode. Aan de beursgenoteerde ondernemingen wordt ondersteuning geboden om hun te helpen met een zoektocht naar geschikte kandidaten met de juiste competenties en kennis. Er is namelijk een database met beschikbare vrouwelijke bestuurders. Eventueel kunnen de bestuurders hun capaciteiten nog optimaliseren door een trainingsprogramma.

In principe zou er kunnen geconcludeerd worden dat de vijf omgevingsfactoren die hebben geleid tot het succes ook in België aanwezig zijn en dat België zich in de juiste context bevindt om van het quotum een succesverhaal te maken. Toch is enige voorzichtigheid zeker op zijn plaats. Zoals reeds eerder werd aangehaald, is ieder land anders. Het is niet omdat bepaalde omgevingsfactoren in Noorwegen geleid hebben tot het succes van het quotum, dat dezelfde factoren in België zullen zorgen voor een succesverhaal. Daarnaast staan niet alle politici achter het quotum, het debat werd gevoerd in gesloten kringen en de ondernemingen moeten de weg naar de databanken en trainingsprogramma’s vinden.

Er is zeker ondersteuning voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen in hun zoektocht naar vrouwelijke bestuurders, maar het is natuurlijk nog afwachten of deze ondersteuning voldoende is. Er zijn databanken met beschikbare vrouwelijke bestuurders. In de eerste plaats moeten de ondernemingen de weg naar deze databanken vinden. Daarnaast kunnen de databanken geen hulp bieden aan alle ondernemingen aangezien het aanbod van de vrouwelijke bestuurders erg klein is. De trainingsprogramma’s kunnen vrouwen opleiden om een bestuursmandaat te kunnen uitoefenen waardoor de keuzepool groter wordt. Maar dan moeten er nog steeds voldoende vrouwen, met de nodige capaciteiten, bereid zijn om een dergelijk trainingsprogramma te volgen. Vermoedelijk zal het enige tijd in beslag nemen vooraleer deze nieuwe bestuurders optimaal kunnen functioneren in de Raad van Bestuur aangezien ze nog veel moeten leren over hun functie.

Er kan dus geconcludeerd worden dat de vijf omgevingsfactoren die in Noorwegen tot het succes hebben geleid effectief in België aanwezig zijn, maar het is niet zeker of deze sterk genoeg geïntegreerd zijn om er voor te zorgen dat het quotum een succesverhaal wordt in België. Mogelijk zou het beter geweest zijn indien de overheid enkele jaren langer had gewacht om het quotum in te voeren. Er zijn momenteel meer jonge vrouwen die een hogere opleiding kunnen genieten. Binnen enkele jaren zouden deze vrouwen in staat kunnen zijn om de functie van een bestuurslid op zich te nemen. Wanneer er dan een regelgevend quotum wordt ingevoerd, kunnen de ondernemingen kiezen uit een grotere pool van beschikbare vrouwelijke kandidaten.

Hoofdstuk V: Conclusie

De huidige maatschappij wordt gekenmerkt door democratie en gelijkheid. Mannen en vrouwen moeten gelijke kansen krijgen, ook wat betreft hun job. Dit kan in verband gebracht worden met genderdiversiteit op het werk, dus ook in de Raden van Bestuur. De Belgische overheid heeft, in navolging van Noorwegen, een regelgevend quotum opgelegd met betrekking tot het aantal vrouwelijke bestuurders in de Raden van Bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen, de overheidsbedrijven en de Nationale Loterij. Na een overgangperiode, afhankelijk van het soort en de grootte van de onderneming, dient minstens één derde van de leden van de Raad van Bestuur van het andere geslacht te zijn dan het overige gedeelte. Dit betekent dat er niet enkel mannen in de Raad van Bestuur mogen zetelen, maar ook niet enkel vrouwen. Noorwegen was het eerste land om een dergelijk quotum in te voeren. Omdat dit een succesverhaal bleek te zijn, heeft België het Noorse voorbeeld gevolgd. Op 14 september 2011 verscheen de nieuwe wetgeving in het Belgische Staatsblad.

De Belgische overheid heeft gekozen voor het opleggen van een quotum omdat er zeer weinig vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen. Zo heeft een onderzoek van de Europese Commissie (2012) aangetoond dat in België slechts 11 procent van de zetels van de Raden van Bestuur door vrouwen wordt bekleed. In de Belgische Corporate Governance Code uit 2009 werd nochtans aan de bedrijven aanbevolen om meer vrouwen in hun Raden van Bestuur te laten zetelen. De reactie vanuit de bedrijfswereld bleef echter zeer beperkt. Er waren ook andere initiatieven door organisaties zoals Women on Board en Guberna. Maar dit alles leek onvoldoende.

Uit de literatuurstudie is gebleken dat er een aantal redenen zijn voor het beperkt aantal vrouwen in topfuncties. In de eerste plaats werden er door Pande en Ford (2011) een aantal barrières aangereikt die er toe leiden dat er weinig vrouwen doorstromen naar een topfunctie. De barrières langs de aanbodzijde zijn voorkeuren en toetredingskosten, ambities en competitieaversie. De barrières langs de vraagzijde daarentegen zijn smaakdiscriminatie, statistische discriminatie en selectie via bevooroordeeld systeem. Ten tweede blijken de cijfers erg industriegebonden te zijn. In de gezondheidszorg zijn vrouwen veel sterker vertegenwoordigd dan bijvoorbeeld in de transportsector (The Conference Board of Canada, 2002). Tot slot geeft Nygaard (2011) aan dat de CEO vaak aan vriendjespolitiek doet. Dit houdt in dat de CEO kandidaat-bestuurders zal aanraden uit zijn persoonlijke sociale netwerk. Van deze bestuurders verwacht hij betere medewerking en minder strenge controle tijdens de uitvoering van zijn functie.

Deze masterproef heeft tot doel na te gaan of vrouwelijke bestuurders al dan niet zorgen voor een deugdelijker bestuur in de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. In de eerste plaats moet er dan worden vastgesteld wat deugdelijk bestuur precies inhoudt. In deze masterproef wordt deugdelijk bestuur gezien als een Raad van Bestuur die de belangen van de aandeelhouders zo goed mogelijk verdedigt. Deze omschrijving is ondermeer gebaseerd op de definitie van deugdelijk bestuur die werd aangereikt door Jean Tirole (2001): "*Defense of shareholders interest*" (p. 1).

De afgelopen jaren is er erg veel te doen geweest omtrent het opleggen van een regelgevend quotum met betrekking tot het aantal vrouwelijke bestuurders. Het regelgevend quotum had zowel voor- als tegenstanders. De voorstanders van het quotum hebben hun standpunt beargumenteerd aan de hand van enkele voordelen. Ten eerste zou het quotum zorgen voor gelijkheid en democratie. Mannen en vrouwen zouden gelijke kansen krijgen. Daarnaast leidt het quotum tot meer creativiteit doordat er meerdere invalshoeken belicht worden. De risico's zouden beter gecontroleerd en gemanaged worden. Vervolgens zou het quotum een oplossing bieden voor de vergrijzing van de Raden van Bestuur. Tevens zouden er meer bestuurders de vergaderingen bijwonen. Doordat vrouwen empatischer zijn dan mannen, zouden vrouwelijke bestuurders er voor kunnen zorgen dat er een betere relatie is met de stakeholders. En dit zou dan kunnen leiden tot een betere reputatie van de onderneming. Tot slot zouden vrouwelijke bestuurders leiden tot betere financiële prestaties van de onderneming. Dit laatste is erg belangrijk voor deze masterproef aangezien er een empirisch onderzoek werd gevoerd naar het effect van vrouwelijke bestuurders op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Uiteraard hebben de tegenstanders van het regelgevend quotum zich verweerd door een aantal nadelen van het quotum weer te geven. De invoering van het quotum zou er namelijk toe leiden dat de aanwerving van de bestuurders niet langer gebeurt op basis van de capaciteiten van de kandidaten, maar op basis van het geslacht. De reden hiervoor is dat de samenstelling van de Raad van Bestuur moet voldoen aan het quotum. Indien dit niet het geval is, volgt er een sanctie. Daarnaast zouden er meer externe bestuurders een zetel bekleden in de Raad van Bestuur. Omdat het om externe bestuurders gaat, zouden zij minder kennis hebben over het bedrijf. Ten derde wordt er aangehaald dat de keuzevrijheid van de aandeelhouders wordt beperkt. In normale omstandigheden mogen de aandeelhouders beslissen wie hun belangen zal verdedigen in de Raad van Bestuur. Maar nu dient er rekening te worden gehouden met het quotum. En tot slot zou het quotum er toe kunnen leiden dat vrouwen hun incentives verliezen. Dit betekent dat vrouwen het gevoel krijgen dat ze te gemakkelijk een bepaalde functie kunnen krijgen waardoor ze minder gemotiveerd zijn.

In de literatuurstudie werd tevens de impact van het regelgevend quotum besproken. Zo is gebleken dat in Noorwegen veel ondernemingen de beurs hebben verlaten na de invoering van het regelgevend quotum. Het quotum was daar, net zoals in België, enkel van toepassing op de beursgenoteerde ondernemingen. Het is uiteraard niet zeker dat het quotum de effectieve reden was voor het verlaten van de beurs. Maar het zou een mogelijk verklaring kunnen zijn. Daarnaast leidt de invoering van het quotum tot multiple directorships. Dit betekent dat een bestuurder gelijktijdig meerdere bestuursmandaten voor zijn of haar rekening zal nemen. Doordat er weinig vrouwelijke bestuurders zijn, zullen vrouwelijke bestuurders gevraagd worden om gelijktijdig meerdere mandaten op zich te nemen zodat bedrijven aan het quotum kunnen voldoen en niet gesanctioneerd worden. De multiple directorships in de Belgische Raden van Bestuur zullen ook geanalyseerd worden in de empirische studie van deze masterproef. Vervolgens wordt het quotum in verband gebracht met de Critical Mass Theory. Dit houdt in dat er een minimaal aantal vrouwen in de Raad van Bestuur moet zetelen vooraleer er een effect merkbaar is op bijvoorbeeld de financiële prestaties van de onderneming. Tot slot is het belangrijk om te vermelden dat er eigenlijk nog geen kennis is over de gevolgen van het quotum op lange termijn. Noorwegen was het eerste land om een quotum in te voeren en de ondernemingen moesten in 2008 aan het quotum voldoen. Het is dus nog te vroeg om de effecten op lange termijn te meten.

Via een empirisch onderzoek werd er getracht om een antwoord te formuleren om de drie deelvragen die vooropgesteld werden. Er zal nu een korte conclusie per deelvraag worden geformuleerd om daarna over te gaan tot het beantwoorden van de centrale onderzoeksvraag. Om de data voor het onderzoek te verzamelen werden de jaarrekeningen van tien boekjaren van 84 Belgische beursgenoteerde ondernemingen geobserveerd. Daarnaast werd de databank Belfirst geraadpleegd.

- ✓ Deelvraag 1: *Nemen bedrijven reeds het initiatief om het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur te laten toenemen en welk effect heeft dit op de demografische kenmerken van de Raad van Bestuur?*

De empirische studie heeft aangetoond dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen reeds het initiatief nemen om het aantal vrouwelijke bestuurders te laten toenemen. Vanaf boekjaar 2011, het jaar waarin de Belgische overheid een regelgevend quotum heeft opgelegd met betrekking tot het aantal vrouwelijke bestuurders, kon er een stijging in het percentage vrouwelijke bestuursleden gemeten worden. Het onderzoek heeft uitgewezen dat er in 2012 reeds 15 procent van de zetels in de Raden van Bestuur door een vrouw werden bekleed. Er is uiteraard nog een hele weg af te leggen vooraleer de Belgische beursgenoteerde ondernemingen aan het regelgevend quotum zullen voldoen.

Het opleggen van een regelgevend quotum met betrekking tot de genderdiversiteit in de Raden van Bestuur heeft ook een impact op de demografische kenmerken van de Raden van Bestuur. Het onderzoek heeft namelijk aangetoond dat het aantal externe bestuurders positief gecorreleerd is met het aantal vrouwelijke bestuurders. Daarnaast treden er ook multiple directorships op bij de vrouwelijke bestuurders. In 2012 namen de vrouwelijke bestuurders gemiddeld reeds drie gelijktijdige bestuursmandaten op zich. De teller van het aantal multiple directorships van alle bestuurders samen staat op vijf. Het aantal multiple directorships dat hier wordt weergegeven, is vrij hoog. Dit zou kunnen verklaard worden door de piramidestructuren.

Women on Board en Guberna zijn twee organisaties die een online databank met vrouwelijke kandidaat-bestuurders hebben opgericht. Het aantal leden blijft zeer beperkt. Omwille van het beperkte aantal beschikbare vrouwelijke kandidaat-bestuurders, zou het aantal multiple directorships bij de vrouwelijke bestuursleden een boost kunnen krijgen wanneer alle Belgische beursgenoteerde ondernemingen aan het regelgevend quotum moeten voldoen.

Het aantal multiple directorships bij de vrouwelijke bestuurders moet nochtans in de gaten gehouden worden. De Belgische Corporate Governance Code uit 2009 beveelt namelijk aan dat externe bestuurders maximaal vijf bestuursmandaten gelijktijdig op zich zouden mogen nemen in beursgenoteerde ondernemingen. Aangezien er een positieve correlatie gemeten werd tussen het aantal vrouwelijke bestuurders en het aantal externe bestuurders, zal er in de toekomst aandacht moeten besteed worden aan deze multiple directorships. Het is belangrijk dat de bestuurders voldoende engagement kunnen tonen voor de onderneming waarvan ze bestuurslid zijn.

In hetgeen volgt, zal er ingegaan worden op de tweede deelvraag van deze masterproef:

- ✓ Deelvraag 2: *Welke invloed heeft het quotum op de prestaties van de onderneming?*

Om een antwoord te kunnen formuleren op de tweede deelvraag werd er een empirisch onderzoek gevoerd naar de invloed van de vrouwelijke bestuurders op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Deze financiële prestaties werden gemeten aan de hand van volgende drie maatstaven: return on equity, return on investment en Tobins' Q. Het effect werd berekend aan de hand van een lineaire regressieanalyse met paneldata. Per indicator werden er twee regressieanalyses uitgevoerd. In de eerste plaats fungeerde het aantal vrouwelijke bestuurders als onafhankelijke variabele, maar ook het percentage vrouwelijke bestuurders werd

gehanteerd als onafhankelijke variabele. Daarnaast werd er ook ingegaan op de Critical Mass Theory die in het onderzoek van Torchia et al (2011) naar de voorgrond trad.

De empirische studie van deze masterproef heeft aangetoond dat het percentage vrouwelijke bestuurders een positieve invloed heeft op de return on equity respectievelijk return on investment respectievelijk Tobins' Q. Wanneer echter het aantal vrouwelijke bestuurders als onafhankelijke variabele werd aangewend, werd er enkel een significante invloed opgemerkt op Tobins' Q. Dit betekent dat de eerste hypothese van deze masterproef aanvaard kan worden indien het percentage vrouwelijke bestuurders als onafhankelijke variabele optreedt. In dit opzicht heeft vrouwen in de Raad van Bestuur laten zetelen een positief effect op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Tevens werd er een onderzoek gevoerd naar de Critical Mass Theory. Dit hield in dat er werd geanalyseerd of er al dan niet een minimaal aantal vrouwelijke bestuurders in de Raad van Bestuur moest zetelen vooraleer er een positief effect meetbaar was op de financiële prestaties. Dit onderzoek werd gebaseerd op de studie van Torchia et al (2011) waar de critical mass gelijk werd gesteld aan drie. Er werd echter geen significant resultaat gevonden doordat het aantal observaties met minstens drie vrouwelijke bestuurders erg beperkt was. Om die reden werd hetzelfde onderzoek uitgevoerd, maar dan met twee vrouwelijke bestuurders als critical mass. Ook dit onderzoek heeft geen significante resultaten opgeleverd.

Het zou dus in de toekomst interessant kunnen zijn om dergelijk onderzoek opnieuw te voeren. Door de invoering van het quotum zullen er vermoedelijk meer observaties waarneembaar zijn met minstens drie vrouwelijke bestuurders waardoor er wel een significant onderzoek kan gevoerd worden. Er wordt nu aangegeven "vermoedelijk" aangezien het bijvoorbeeld mogelijk is dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen hun Raden van Bestuur zullen verkleinen waardoor ze het quotum behalen maar nog steeds geen drie vrouwen in hun Raad van Bestuur laten zetelen. Tevens zou het kunnen dat de ondernemingen er voor kiezen om de beurs te verlaten om niet aan het quotum te moeten voldoen. Het regelgevend quotum is zoals eerder vermeld niet van toepassing op de niet-beursgenoteerde ondernemingen.

Ook de derde deelvraag van deze masterproef zal kort toegelicht worden in deze conclusie:

- ✓ Deelvraag 3: *Beschikt België over de vereiste factoren om van het quotum met betrekking tot het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur een succesverhaal te maken?*

In de literatuurstudie van deze masterproef werden enkele factoren aangehaald die tot het succes van het quotum in Noorwegen hebben geleid. Om een antwoord te formuleren op de derde deelvraag werd er nagegaan of deze factoren ook in België aanwezig zijn. De eerste factor is politiek ondersteuning en ruimte voor debat. Het quotum is inderdaad een quotum dat wettelijk werd bepaald, maar zeker niet iedereen stond achter de invoering van het quotum. Bepaalde partijen hebben duidelijk hun bedenkingen laten uitschijnen. Met de publieke opinie werd enkel rekening gehouden via de Kamer van Volksvertegenwoordigers. De mening van de bedrijven werd bijvoorbeeld niet gehoord. Dus er was slechts in beperkte mate politieke ondersteuning en ruimte voor een debat omtrent de invoering van het quotum.

Ten tweede moesten de ondernemingen een sanctie krijgen voor het niet naleven van het quotum. De Belgische wetgeving geeft ondermeer aan dat de benoemingen van nieuwe bestuurders nietig zijn wanneer er na de overgangperiode niet aan het regelgevend quotum wordt voldaan. Door het nietig verklaren van de mandaten kan de werking van de Raad van Bestuur verstoord worden. Er is dus wel gezorgd voor een sanctie wanneer de ondernemingen niet voldoen aan het quotum, maar dit kan nefast zijn voor de goede werking van de Raad van Bestuur en de onderneming.

De volgende factor die aanwezig moest zijn, is een overgangperiode die voldoende lang is. Dit betekent dat de ondernemingen enkele boekjaren de tijd moeten krijgen om aan het regelgevend quotum te voldoen. In dit geval werd de overgangperiode vastgesteld op minimaal zes boekjaren voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Ondanks het feit dat er weinig vrouwelijke kandidaat-bestuurders zijn, hebben de ondernemingen in principe ruim de tijd om op zoek te gaan naar geschikte kandidaten.

De vierde factor die werd aangehaald als succesfactor in Noorwegen was een databank met beschikbare vrouwelijke kandidaat-bestuurders. In België werden er twee dergelijke databanken opgericht door Women on Board en Guberna. Het aantal vrouwen dat in deze databanken werd opgenomen, blijft echter beperkt. Het aanbod waaruit de ondernemingen moeten kiezen is dus erg klein.

Tot slot werd er aangehaald dat er een trainingsprogramma moet georganiseerd worden om vrouwelijke bestuurders klaar te maken om hun functie als bestuurslid optimaal te kunnen uitoefenen. Guberna organiseert dergelijke trainingsprogramma's, waaronder eentje deel uit maakt van "Project M/V United". Dit programma sluit in sterke mate aan bij het Noorse trainingsprogramma "Female Future Project". De gepaste trainingsprogramma's zijn in België aanwezig, maar dan moeten er voldoende vrouwen bereid zijn om een dergelijke opleiding te volgen.

De factoren die tot een succes geleid hebben in Noorwegen zijn in België ook aanwezig, maar enige voorzichtigheid is toch vereist. Niet alle factoren zijn optimaal geïntegreerd in de Belgische context. Daarenboven is ieder land verschillend. Dit betekent dat een optimale integratie van de aangereikte factoren nog geen garantie op succes is.

Aan de hand van het voorgaande zal er nu een antwoord geformuleerd worden op de centrale onderzoeksvraag van deze masterproef:

- ✓ Centrale onderzoeksvraag: *Is het opleggen van een quotum met betrekking tot het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur de sleutel tot een deugdelijker bestuur in de Belgische ondernemingen?*

In het begin van deze conclusie werd reeds aangegeven dat deugdelijk bestuur er voor zorgt dat de belangen van de aandeelhouders zo goed mogelijk verdedigd worden. De aandeelhouders van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen wensen uiteraard dat hun investering in de onderneming een zo hoog mogelijk rendement oplevert. De financiële prestaties van de ondernemingen waarin ze investeren moeten dus zo goed mogelijk zijn. Volgens het empirisch onderzoek worden enkele belangrijke maatstaven van de financiële prestaties positief beïnvloed door het percentage vrouwelijke bestuurders.

De Belgische overheid wil met het regelgevend quotum er voor zorgen dat de verhouding tussen het aantal mannelijke en vrouwelijke bestuurders in evenwicht komt. De overheid wil hiermee het percentage vrouwelijke bestuurders opkrikken, want momenteel wordt nog maar 15 procent van de zetels in de Raden van Bestuur door een vrouw bekleed. Het feit dat de overheid gekozen heeft voor een percentage is een erg belangrijk gegeven. Want het is namelijk het percentage vrouwelijke bestuurders dat een positief effect heeft op de financiële prestaties van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. In dit opzicht heeft de Belgische overheid een goede keuze gemaakt. Door het percentage vrouwelijke bestuurders te laten aangroeien, zullen de financiële prestaties van de ondernemingen verbeteren. Op deze manier worden de belangen van de aandeelhouders optimaal verdedigd. De invoering van het quotum leidt daadwerkelijk tot een deugdelijker bestuur.

Maar dit betekent nog niet dat het opleggen van een regelgevend quotum de beste oplossing is voor België. De verschillende factoren die tot het succes van het quotum kunnen leiden, zijn inderdaad in België aanwezig. Maar niet alle factoren zijn optimaal aanwezig in de Belgische context. Dus om op basis van deze factoren klaar en duidelijk te stellen dat het quotum in België een succes zal worden, is er te weinig bewijs.

Nochtans heeft het empirisch onderzoek aangetoond dat de Belgische beursgenoteerde ondernemingen reeds het initiatief nemen om het aantal vrouwelijke bestuurders in hun Raden van Bestuur te laten toenemen. Maar of de ondernemingen binnen enkele boekjaren voldoende geschikte vrouwelijke bestuurders kunnen aanwerven om aan het quotum te voldoen blijft natuurlijk nog de vraag. Hier kan momenteel nog geen antwoord op geformuleerd worden. Het aanbod aan vrouwelijke kandidaat-bestuurders is alleszins nog erg beperkt.

Mogelijk kwam de invoering van het regelgevend quotum in België enkele jaren te vroeg. Momenteel zijn er meer en meer jonge vrouwen die een hogere opleiding kunnen genieten. Wanneer deze vrouwen enkele jaren de kans krijgen om zich in de bedrijfswereld te integreren, zullen ze mogelijk kunnen doorstromen naar de Raden van Bestuur. Deze jonge vrouwen moeten eerst de kans krijgen om ervaring op te doen. Waarschijnlijk zal het aanbod aan vrouwelijke kandidaat-bestuurders binnen enkele jaren toenemen. Indien er dan een quotum zou ingevoerd worden, hebben de ondernemingen een grotere pool om uit te kiezen. Vrouwen in de Raad van Bestuur laten zetelen, zorgt inderdaad voor een deugdelijker bestuur. Maar de invoering van het quotum is momenteel niet de beste oplossing om het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur te laten toenemen.

Bronvermelding

Adams, R.B., & Ferreira, D., (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics, Vol. 94*, p291-309.

Adams, R.B., & Funk, P., (2009). Beyond the Glass Ceiling: Does Gender Matter? [Elektronische versie]. *Management Science, Vol. 58*, p219-235.

Ahern, K.R., & Dittmar, A.K., (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation (second edition) [Elektronische versie]. *Quarterly Journal of Economics, Vol. 127 Issue 1*, p137-197.

Ahn, S., Jiraporn, P., & Kim, Y.S., (2010). Multiple directorships and acquirer returns [Elektronische versie]. *Journal of Banking & Finance*, p2011-2026.

Bear, S., Rahman, N., & Post, C., (2010). The Impact on Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics, Vol. 97*, p207-221.

Belgische Corporate Governance Code 2004, Editie 1. Opgevraagd op 14 mei, 2013, via http://www.ecgi.org/codes/documents/bel_code_dec2004_nl.pdf

Belgische Corporate Governance Code 2009, Editie 2. Opgevraagd op 24 september, 2012, via <http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/final%20code/CorporateGovNLCode2009.pdf>

Belgisch Staatsblad: 2011-09-14. Opgevraagd op 7 maart, 2012, via <http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi/welcome.pl>

Berle, A. Jr., & Means, G., (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Chicago: Commerce Clearing House.

Bernardi, R.A., Bosco, S.M., & Reis, K.M., (2004). Leadership in the Fortune 500: Women at the executive level of corporate management [Elektronische versie]. *Journal of Business & Economics Research, Vol. 2*, p1-10.

Bernardi, R.A., Bosco, S.M., & Vassill, K.M., (2006). Does female representation on boards of directors associate with Fortune's 100 'Best Companies List'? [Elektronische versie]. *Business & Society, Vol. 45*, p235-248.

Billimoria, D., & Piderit, S.K., (2007). *Handbook on Women on Business And Management*. Cheltenham, Edward Elgar Publishing Limited.

Board quotas 'will not help equality' [Elektronische versie]. (2006). *People Management, Vol. 12 Issue 2*, p13.

Brammer, S., Millington, A., & Pavelin, S., (2009). Corporate Reputation and Women on the Board [Elektronische versie]. *British Journal of Management, Vol. 20*, p17-29.

Bryant-Anderson, R., & Roby, P.A., (2012). The experience of leadership: Women and men shop stewards' perspectives in ten trade unions [Elektronische versie]. *Labour Studies Journal, Vol. 37 Issue 3*, p271-292.

Bus de Warnaffe, A., & Matz, V., (2010). Belgische Senaat: Zitting 2010-2011: Wetgevingsstuk nr. 5-603/1. Opgevraagd op 10 april, 2013, via <http://www.senate.be/www/?MIval=/publications/viewPub.html&COLL=S&LEG=5&NR=603&VOLGNR=1&LANG=nl>.

Cameron, L., (2010). Europe's New Old-Girls' Club [Elektronische versie]. *Canadian Business*, July 2010, Vol. 83 Issue 10, p16.

Carter, D.A., D'Souza, F., Simkins, B.J., & Simpson, W.G, (2010). The gender and ethnic diversity of US Boards and Board Committees and firm financial performance [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 18, Nr. 5, p. 396-414.

Code Buysse II. Opgevraagd op 15 oktober, 2012, via http://www.codebuysse.be/downloads/CodeBuysseII_NL.pdf

Costantini, E., (1990). Political Women and Political Ambition: Closing the Gender Gap [Elektronische versie]. *American Journal of Political Science*, Vol. 34, p741-770.

Commissie Corporate Governance. Opgevraagd op 24 september, 2012, via <http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/home/>

Crerar, P., (2012). Does Norway know best? [Elektronische versie]. *Evening Standard*, 2p.

De Belgische Grondwet. Opgevraagd op 29 maart, 2013, via http://www.senate.be/doc/const_nl.html#c32

Eagly, A., & Carli, L., (2003). The Female Leadership Advantage: An Evaluation of the Evidence [Elektronische versie]. *The Leadership Quarterly*, Vol. 14, p807-834.

Elgart, L.D., (1983). Women on Fortune 500 Boards [Elektronische versie]. *California Management Review*, Vol. 25, Nr. 4.

Esteban-Salvador, M.L., (2011). Variables influencing the gender composition of boards: The Spanish evidence [Elektronische versie]. *Journal of Women, Politics & Policy*, Vol. 32 Issue 4, p305-332.

Europese Commissie, (2012). Women in economic decision-making in the EU: Progress report (A Europe 2020 initiative) [Elektronische versie].

Ferris, S.P., Jagannathan, M., Pritchard, A.C., (2003). Too busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, Vol. 58, Issue 3, p. 1087-1111.

Fich, E.M., & Shivdasani, A., (2006). Are busy boards effective monitors? [Elektronische versie]. *The journal of finance*, Vol. 61, Nr. 2.

FOD Economie: Corporate Governance. Opgevraagd op 15 oktober, 2012, via http://economie.fgov.be/nl/ondernemingen/leven_onderneming/Maatschappelijk_verantwoord_ondernemen/Corporate_governance/

Fombrun, C., & Shanley, M., (1990). What's in a name? Reputation building and corporate strategy [Elektronische versie] *Academy of Management Journal*, Vol. 33, p233-258.

Gneezy, U., Niederle, M., & Rustichini, A., (2003). Performance in Competitive Environments: Gender Differences [Elektronische versie]. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, p1049-1074.

Guberna. Opgevraagd op 2 april, 2013, via <http://www.guberna.be>.

Guberna efficacy: Project M/V United. Opgevraagd op 10 april, 2013, via <http://guberna.efficacy.com/efficacy.dll/guest?app=guberna&cont=&page=guberna/index.htm&lang=nl>.

Harris, I.C., Shimizu, K., (2004). Too Busy To Serve? An Examination of the Influence of Overboarded Directors [Elektronische versie]. *Journal of Management Studies*, Vol. 41, Issue 5, p. 775-798.

He, J., & Huang, Z., (2011). Board informal hierarchy and firm financial performance: exploring a tacit structure guiding boardroom interactions [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, Vol. 5, Issue 6, p. 119-1139.

Hillman, A.J. , Shropshire, C. , & Cannella Jr., A.A., (2007). Organizational predictors of women on corporate boards [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, Vol. 50 Issue 4, p941-952.

Homans, L., & Demir, Z., (2011). Opiniestuk: Vrouwen tegen quota: "Gelijke kansen, niet meer, niet minder". Opgevraagd op 11 april, 2013, via <http://www.nva.be/nieuws/opinie/vrouwen-tegen-quota-gelijke-kansen-niet-meer-niet-minder>.

Instituut voor de Gelijkheid van Vrouwen en Mannen, (2011). Vrouwen en mannen in België: Genderstatistieken en -indicatoren: Deel 2 [Elektronische versie].

Jiraporn, P., Davidson, W.N., DaDalt, P., Ning, Y., (2009). Too busy to show up? An analysis of directors' absences [Elektronische versie]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 49, p1159-1171.

Kluwer Easy Web: Quota voor vrouwen in de Raad van Bestuur. Opgevraagd op 11 april, 2013, via <http://www.kluwereasyweb.be/documents/voorbeeld-artikels/20111005-quota-frauenquote-quota-femmes-.xml?lang=nl>.

Konrad, A.M., Kramer, V.W., (2006). 'How many women do boards need?', *Harvard Business Review*, Vol. 84 Issue 12, p22-22.

Nygaard, K., (2011). Forced board changes: Evidence from Norway", *Norwegian School of Economics and Business Administration*.

OECD Principles of Corporate Governance (2004). Opgevraagd op 5 oktober, 2012, via <http://www.oecd.org/corporate/corporateaffairs/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>

Pande, R., & Ford, D., (2011). Gender Quotas and Female Leadership: A Review. (Background Paper for the World Development Report on Gender) [Elektronische versie] *Harvard University*.

People Management (2006). Board quotas 'will not help equality' [Elektronische versie]. *People Management*. Vol. 12 Issue 2, p. 13.

Seierstad, C., & Opsahl, T., (2011). For the few not the many? The effect of affirmative action on presence, prominence, and social capital of women directors in Norway [Elektronische versie]. *Scandinavian Journal of Management*, Vol. 27 Issue 1, p44-54.

Shleifer, A., & Vishny, R., (1997). A Survey of Corporate Governance [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, Vol. 52, p737-783.

Simpson, W.G., Carter, D.A., & D'Souza, F., (2010). What do we know about Women on Boards? [Elektronische versie]. *Journal of Applied Finance*, Vol. 20 Issue 2, p27-39.

Storvik, A., & Teigen, M., (2010). Women on Board: The Norwegian Experience [Elektronische versie].

The Conference Board of Canada (by Brown, D.A.H., Brown, D.L., & Anastasopoulos, V., (2002). Women on Boards: Not Just the Right Thing... But the 'Bright' Thing [Elektronische versie].

Tirole, J., (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, Vol. 69, Nr. 1, p1-35.

Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M., (2011). Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, Vol. 102, p299-317.

Wade, M., (2006). Developing Leaders for Sustainable Business [Elektronische versie]. *Responsible Leadership*, p227-244.

Wetboek van Vennootschappen. Opgevraagd op 24 oktober, 2012, via <http://www.mesotten.be/inhoudstafel.htm>

Williams, R.J., (2003). Women on Corporate Boards of Directors and their Influence on Corporate Philanthropy [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, Vol. 42, Issue 1, p. 1-10.

Williamson, O.E., (1984). Corporate Governance [Elektronische versie]. *Yale Law Journal*, 1984, Vol. 93, Nr. 7, p1197-1230.

Women on Board. Opgevraagd op 26 oktober, 2012, via de website <http://www.womenonboard.be/index.html>

Women on Board. Opgevraagd op 2 april, 2013, via de website <http://www.womenonboard.be/index.html>

Bijlagen

Bijlage 1

In onderstaande tabel worden de Belgische beursgenoteerde ondernemingen weergegeven die werden geselecteerd voor het empirisch onderzoek van deze masterproef.

Onderneming	
Etablissements FR. Colruyt	Eckert & Ziegler Bebig
Groep Delhaize	Reibel
Umicore	Fountain
Belgacom	Hamon & Cie (international)
D'ieteren	Zetes industries
Mobistar	Ice concept
Elia system operator	Brouwerij - Handelsmaatschappij
Agfa-Gevaert	Vision IT Group
Barco	Management, consulting and list broking services
Fluxys Belgium	Cimescaut
Anheuser-Busch Inbev	U & I Learning
Tessengerlo Chemie	Personalized nursing services
NV Bekaert S.A.	Emakina group
Solvay	Newton 21 Europe
Aannemingsmaatschappij CFE	Image recognition integrated systems group
Recticel	Deficom group
Picanol	MDXHealth
Roularta Media Group	SA Floridienne NV
Euronav	Keyware technologies
Sipef	SAPEC
Ion Beam Applications	Team international marketing
Deceuninck	EXMAR
Van de velde	Tigenix
Lotus Bakeries	Evadix
Rosier	Thenergo
Société Belge de construction aeronautiques	Think-media
Sioen Industries	Spector Photo Group
Spadel	Flexos

Campine NV	Arpadis group
Duvel Moortgat	Moury construct
EVS Broadcast Equipment	Punch international
Connect Group	VPK Packaging group
Resilux	UCB
Melexis	P C B
Scheerders Van Kerchove's verenigde fabrieken	Zenitel
Papeteries Catala	Miko
EMD Music	Ter Beke
Option	Realco
Kinepolis Group	Auriga international
Galapagos	Eryplast
Jensen Group	Newtree
Ablynx	Telenet group holding

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Vrouwen in de raden van bestuur als sleutel tot deugdelijk bestuur.

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

Jaar: **2013**

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,

Appeltans, Stephanie

Datum: **1/06/2013**