

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

Masterproef
CEO dualiteit en onafhankelijkheid van de raad van bestuur

Promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

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

2012•2013

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

CEO dualiteit en onafhankelijkheid van de raad van
bestuur

Promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Aurélie Vanoorbeek

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

VOORWOORD

In het kader van mijn opleiding Bedrijfseconomische Wetenschappen: Handelsingenieur met afstudeerrichting Accountancy en Financiering aan de Universiteit Hasselt bestudeert deze masterproef het effect van CEO dualiteit op een corporate governance aspect, namelijk de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur. Het schrijven van dit sluitwerk was niet mogelijk geweest zonder de hulp van bepaalde personen. Aan hen richt ik via deze weg een speciaal woord van dank.

Eerst en vooral wil ik mijn promotor, prof. dr. Roger Mercken, bedanken voor zijn professionele begeleiding gedurende het laatste jaar. Zonder zijn deskundig advies en nuttige bemerkingen was de masterproef nooit in zijn huidige vorm tot stand gekomen.

Daarnaast wil ik graag mevrouw Sarah Leroi-Werelds vermelden omwille van de begeleiding met het statistisch gedeelte van het praktijkonderzoek.

Verder zou ik graag mijn ouders bedanken voor de kans om verder te studeren aan de universiteit en voor de onvoorwaardelijke steun die ze mij geboden hebben gedurende deze studie. Als laatste verdienen mijn overige familieleden en vrienden een dankwoord. Zonder hun aanmoediging en vertrouwen in mij was dit alles niet mogelijk geweest.

Aurélie Vanoorbeek

Mei 2013

SAMENVATTING

In het recente verleden hebben er zich door een gebrekkige werking van de Raad van Bestuur heel wat schandalen voorgedaan. Zo hadden bepaalde beursgenoteerde bedrijven de boekhouding gemanipuleerd, zonder enig verzet van hun Raad van Bestuur, om een vals beeld van de gezondheid en de groeivoorzichten van de onderneming te geven. Buitenlandse voorbeelden zijn Enron, WorldCom, Shell en Royal Ahold. Het meest bekende fraudeschandaal in België is ontegensprekelijk Lernout&Hauspie. Om deze schandalen te vermijden in de toekomst, wordt er naast de traditionele functies van risk management en audit steeds vaker verwezen naar corporate governance, wat deugdelijk bestuur betekent. Het theoretisch concept achter corporate governance wordt verklaard door de agency theorie. In de agency theorie worden eigendom en controle gescheiden. Deze scheiding kan aanleiding geven tot managementdominantie met eventueel opportunistisch gedrag als gevolg (Dalton, Daily, Ellstrand & Johnson, 1998). Er zal dus mogelijk niet altijd gehandeld worden naar de belangen van de aandeelhouders. CEO dualiteit is volgens het agency perspectief één van de fenomenen die zulk gedrag in de hand werkt. Want wie zal de CEO controleren indien hij of zij ook de voorzitter is van de Raad van Bestuur (Pi & Temme, 1993)? Om agency problemen, zoals opportunistisch gedrag, op te lossen, wordt er door corporate governance steeds meer nadruk gelegd op de inrichting van een effectieve Raad van Bestuur. Onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur vormt hierbij een sleutelkenmerk, daar onafhankelijke bestuurders het opportunistisch gedrag van uitvoerende bestuurders en managers neutraliseren en zo ervoor zorgen dat de beste beslissingen aangaande de onderneming genomen worden.

De agency mening omtrent CEO dualiteit wordt echter niet door iedereen gedeeld. Voorstanders van de duale leiderschapsstructuur verkondigen een positieve uitwerking op de onderneming en baseren zich hiervoor op de stewardship theorie. Anderen halen de resource dependency theorie aan om de irrelevantie van dualiteit te beargumenteren. Het praktijkprobleem (**hoofdstuk één**) betreft dus het bepalen van het werkelijk effect van dualiteit. Er is reeds heel wat wetenschappelijk onderzoek gebeurd naar de relatie tussen CEO dualiteit en elementen zoals bedrijfsprestaties, resultaatsturing, CEO/bestuurderscompensatie en auditkosten. Het verband tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur is daarentegen nog een relatief onverkend onderzoeksgebied. Om deze reden streeft deze masterproef naar het beantwoorden van de volgende onderzoeksvraag: "Wat is de invloed van CEO dualiteit op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur binnen Belgische ondernemingen?"

In **Hoofdstuk twee** wordt de Belgische corporate governance regelgeving en de bijhorende taak van een Raad van Bestuur toegelicht. Dit gebeurt aan de hand van de agency theorie. Vervolgens worden de overige rollen van een Raad van Bestuur theoretisch uiteengezet. De theorieën betreffen de stewardship theorie, de resource dependency theorie, de resource-based view, de stakeholder theorie, de institutional theorie en de managerial hegemony theorie. In de laatste secties worden de twee centrale begrippen van deze masterproef 'CEO dualiteit' en

'onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur' uitgebreid geschetst op basis van corporate governance en het Belgisch wettelijk kader.

Hoofdstuk drie behandelt de onderbouwing van de hypothesen omtrent de relatie CEO dualiteit - onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur. Daar er tot op heden weinig onderzoek is gedaan naar het direct effect van dualiteit op onafhankelijkheid wordt er beroep gedaan op wetenschappelijke onderzoeken die de twee elementen bestudeerden ten opzichte van ondernemingsprestaties, resultaatsturing, CEO compensatie en auditkosten. Sommige onderzoeken spreken de agency theorie tegen door een positieve invloed van CEO dualiteit of een negatieve invloed van onafhankelijke Raden op de bedrijfswerking te observeren. Er zijn eveneens heel wat studies die geen associatie vonden tussen CEO dualiteit, respectievelijk onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur, en de vier besproken onderwerpen. De stewardship en resource dependency theorie verklaren deze inconsistenties. Daar elke theorie CEO dualiteit en onafhankelijkheid vanuit een eigen perspectief bekijkt, is het niet mogelijk een eenduidige hypothese te identificeren voor de relatie tussen beide elementen. Er worden dus in totaal drie hypothesen geformuleerd, die door het praktijkonderzoek bevestigd of ontkracht zullen worden.

Vooraleer met het praktijkgericht onderzoek te beginnen, dient het onderzoeksopzet vermeld te worden. Dit gebeurt in **hoofdstuk vier**. Het geeft allereerst een overzicht van de gemotiveerde onderzoeksvragen, bestaande uit een centrale vraag en vijf deelvragen. In de tweede sectie worden via literatuurstudie de belangrijkste determinanten ter verklaring van de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur (afhankelijke variabele) besproken. In dezelfde sectie vindt de operationalisering van alle modelvariabelen plaats. De derde sectie heeft betrekking op het conceptueel model en de vierde en laatste sectie licht alles omtrent gegevensverzameling toe, namelijk de bronnen, de veronderstellingen, de steekproef en de uiteindelijke dataset.

Het praktijkgericht onderzoek wordt beschreven in **hoofdstuk vijf**. Het is opgedeeld in vier studies. Als eerste wordt er een cross-sectioneel onderzoek uitgevoerd om de impact van CEO dualiteit op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur te meten voor het jaar 2011. In het tweede onderzoek wordt hetzelfde fenomeen bestudeerd over een langere periode, namelijk 2009, 2010 en 2011 (longitudinaal onderzoek). Vervolgens worden de bevindingen van beide onderzoeken vergeleken met een cross-sectioneel en longitudinaal onderzoek naar de relatie tussen CEO dualiteit en ondernemingsprestaties. CEO dualiteit beïnvloedt immers verschillende aspecten van deugdelijk bestuur. Op deze wijze wordt er geen eenzijdige conclusie getrokken omtrent de impact van machtsconcentratie. Als laatste vindt er een exploratorisch onderzoek voor beursgenoteerde bedrijven plaats door twee additionele controlevariabelen op te nemen in het model. Deze werden oorspronkelijk uit het basismodel gelaten omwille van de beperkte gegevens beschikbaar voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. De regressieresultaten van al deze onderzoeken worden uitvoerig besproken.

De belangrijkste bevindingen van de regressieanalyses worden gekoppeld aan theoretische aspecten in de algemene conclusie (**hoofdstuk zes**). Het praktijkonderzoek toont globaal een

negatief verband aan tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur, wat aansluit bij de agency theorie. De sterkte en richting van deze relatie hangt echter sterk af van de context waarin de onderneming zich bevindt (bedrijfsgrootte, leeftijd, sector, CEO gezag en beursnotering). Het is eveneens tijdsgebonden. Zo wordt er voor het jaar 2011 geen relatie gevonden tussen dualiteit en het percentage onafhankelijke bestuurders (stewardship/resource dependency theorie) terwijl er over de periode 2009-2011 een negatief verband bestaat tussen beide elementen. Een positief effect wordt daarentegen nooit opgetekend. Dit alles laat toe de opname van de richtlijn omtrent functiescheiding in de Belgische Corporate Governance Codes te verantwoorden vanuit het onafhankelijkheidsprincipe. Het onderzoek met ondernemingsprestaties als afhankelijke variabele spreekt dan weer de opname van de richtlijn tegen, daar er een positieve invloed van CEO dualiteit wordt waargenomen. Bijgevolg kan er geconcludeerd worden dat er geen eenduidig antwoord bestaat voor de functiescheidingproblematiek in België.

Tot slot worden enkele problemen van deze masterproef en suggesties voor verder onderzoek aangehaald in **hoofdstuk zeven**.

INHOUDSOPGAVE

VOORWOORD

SAMENVATTING

INHOUDSOPGAVE

HOOFDSTUK 1: DE PROBLEEMSTELLING	9
HOOFDSTUK 2: CORPORATE GOVERNANCE & DE RAAD VAN BESTUUR	13
2.1 Corporate governance.....	13
2.2 De Raad van Bestuur als controlemechanisme	14
2.3 Raad van Bestuur: overige rollen.....	16
2.3.1 Stakeholder theorie	16
2.3.2 Institutional theorie	17
2.3.3 Stewardship theorie.....	17
2.3.4 Resource dependency theorie	18
2.3.5 Resource-based view	19
2.3.6 Managerial hegemony theorie	19
2.4 Onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur.....	20
2.5 CEO dualiteit.....	22
HOOFDSTUK 3: RELATIE CEO DUALITEIT–ONAFHANKELIJKHEID RAAD VAN BESTUUR ..	23
3.1 CEO dualiteit en onafhankelijkheid RvB: theoretisch onderzoek	23
3.2 CEO dualiteit en onafhankelijkheid: empirisch onderzoek	26
3.2.1 Ondernemingsprestaties	26
3.2.1.1 Agency theorie.....	26
3.2.1.2 Stewardship theorie & resource dependency theorie	28
3.2.2 Resultaatsturing.....	30
3.2.2.1 Agency theorie.....	30
3.2.2.2 Stewardship theorie & resource dependency theorie	32
3.2.3 CEO compensatie	32
3.2.3.1 Agency theorie.....	32
3.2.3.2 Stewardship theorie & resource dependency theorie	33
3.2.4 Auditkosten	34
3.2.4.1 Agency theorie.....	34
3.2.4.2 Stewardship theorie & resource dependency theorie	35
3.3 Hypothesen	36
3.3.1 Agency theorie.....	36
3.3.2 Stewardship theorie & resource dependency theorie	36
3.3.3 CEO dualiteit en onafhankelijkheid RvB: positief verband	37

HOOFSTUK 4: ONDERZOEKSOPZET	39
4.1 Onderzoeksvragen.....	39
4.2 Operationalisering van de variabelen	41
4.2.1 Afhankelijke variabele: onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur	41
4.2.2 Onafhankelijke variabele: CEO dualiteit.....	41
4.2.3 Controlevariabelen	42
4.2.4 Modererende variabelen	43
4.3 Onderzoeksmodel.....	45
4.4 Gegevensverzameling	47
HOOFDSTUK 5: PRAKTIJKONDERZOEK	51
5.1 Cross-sectioneel onderzoek	51
5.1.1 Beschrijvende statistieken	51
5.1.2 Assumpties.....	53
5.1.3 CEO dualiteit en onafhankelijkheid Raad van Bestuur.....	56
5.1.4 Modererend effect: bedrijfsgrootte	58
5.1.5 Modererend effect: leeftijd	59
5.1.6 Modererend effect: bedrijfstak	60
5.1.7 Modererend effect: CEO gezag	62
5.1.8 Modererend effect: beursnotering.....	63
5.2 Longitudinaal onderzoek.....	65
5.2.1 Beschrijvende statistieken	65
5.2.2 Assumpties.....	66
5.2.3 CEO dualiteit en onafhankelijkheid Raad van Bestuur.....	66
5.3 Vergelijkend onderzoek: ondernemingsprestaties	67
5.4 Exploratorisch onderzoek: uitbreiding regressiemodel	71
HOOFDSTUK 6: CONCLUSIES	75
HOOFDSTUK 7: BEPERKINGEN EN SUGGESTIES VOOR VERDER ONDERZOEK.....	79
BIBLIOGRAFIE	81
BIJLAGEN	89

HOOFDSTUK 1: DE PROBLEEMSTELLING

De laatste jaren wordt er een hevig corporate governance debat gevoerd omtrent de scheiding van functies. CEO dualiteit (CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur eenzelfde persoon) wordt vaak geacht één van de oorzaken te zijn van falen bij ondernemingsreuzen zoals Enron, WorldCom en HIH (Deakin & Konzelman, 2004; Knapp & Knapp, 2007; Kraus & Britzelmaier, 2011). De meeste corporate governance hervormingen wereldwijd dragen de ondernemingen dan ook op om de functie van CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur te scheiden. Deze filosofie steunt voornamelijk op de agency theorie. Volgens de agency theorie zal machtsconcentratie leiden tot opportunistisch en inefficiënt gedrag. Wanneer de CEO alle macht in handen heeft, kan hij of zij de Raad van Bestuur in onwetendheid laten op tal van vlakken, waaronder financiële cijfers en beleidsbeslissingen. De Raad zal bijgevolg niet in staat zijn om de CEO objectief te evalueren en kritische vragen te stellen (Jackling & Johl, 2009). Er kan dus met andere woorden geen effectieve controle uitgevoerd worden op de beslissingen van de CEO/voorzitter van de Raad van Bestuur (Chahine & Tohmé, 2009). Bovendien wordt CEO dualiteit mogelijk door potentiële investeerders als een negatief signaal gepercipieerd, waardoor het voor de onderneming moeilijker wordt om nieuw kapitaal te verkrijgen (Byttebier, Piu, & Roeland, 2003).

Andere theorieën beschouwen dualiteit daarentegen als iets positiefs of staan er neutraal tegenover. In deze masterproef zal naast de agency theorie voornamelijk gekeken worden naar de stewardship theorie en de resource dependency theorie. Volgens de stewardship theorie betekent dualiteit één leider aan het hoofd van de onderneming, waardoor beslissingen sneller genomen en geïmplementeerd kunnen worden. Door macht en autoriteit te concentreren in één persoon zullen er immers minder conflicten plaatsvinden (Donaldson & Davis, 1991). Hierdoor kunnen ze zich sneller en beter aanpassen aan veranderende marktcondities. Het zorgt voor sterk leiderschap en geeft de mogelijkheid om in te spelen op groeiopportuniteiten die bij de scheiding van functies niet benut zouden worden (Allen & Berkley, 2003; Finkelstein & D'Aveni, 1994). Dit zou bijvoorbeeld het geval zijn bij een uitgesproken risicoaverse voorzitter van de Raad van Bestuur. Dualiteit zou eveneens tot verhoogde bedrijfsprestaties leiden in markten waar schaarsheid van middelen en/of zeer hoge complexiteit heerst, bijvoorbeeld ontwikkelende markten (Chahine & Tohmé, 2009). Kortom: CEO dualiteit wordt bij deze theorie beschouwd als een positief element voor de onderneming.

De resource dependency theorie hecht geen belang aan de structuur van een Raad van Bestuur en ook niet aan CEO dualiteit. De Raad van Bestuur heeft hier een netwerkrol. Hij linkt de onderneming met de nodige middelen uit de externe omgeving om de overlevingskans van de onderneming te maximaliseren. De CEO en zijn managementteam worden geacht bekwame en professionele managers te zijn, waardoor de controletaak van de Raad van Bestuur niet centraal staat. De variabelen die bij deze theorie wel bepalend zijn, zijn de grootte van een Raad van Bestuur (Jackling & Johl, 2009) en de diversiteit. Iedere bestuurder heeft immers zijn eigen connecties met de buitenwereld en hoe meer links een Raad van Bestuur heeft, hoe beter de

toegang is tot externe middelen. Deze ondernemingen hebben bijgevolg meer kans op overleven. Bovendien hebben talrijke onderzoeken aangetoond dat grotere Raden van Bestuur de dominantie van een CEO beter kunnen temperen (Forbes & Milliken, 1999; Goodstein, Gautam, & Boeker, 1994). Toch is dit geen algemeen erkend gegeven, daar heel wat onderzoekers, waaronder Yermack (1996), het tegengestelde verband terugvonden. Deze bevindingen sluiten aan bij de agency theorie.

Overeenstemmend met deze conflicterende perspectieven wordt er in de wetenschappelijke literatuur geen consistente mening met betrekking tot CEO dualiteit geformuleerd. Finkelstein en D'aveni (1994) geven aan dat CEO dualiteit een zwaard is dat aan twee kanten snijdt. In sommige gevallen is machtsconcentratie voordelig terwijl het in andere situaties eerder nadelen met zich meebrengt. Finkelstein en D'aveni (1994) vertrekken van het standpunt dat er steeds een waakzame Raad van Bestuur zetelt in de onderneming. Met waakzaamheid wordt verwezen naar de motivatie en stimulans van de bestuurders om effectieve controle uit te voeren op en tuchtsancties op te leggen aan CEO's. Dit wordt op zijn beurt bepaald door de verhouding externe – interne bestuurders. Ze concludeerden dat een Raad haar positie ten opzichte van macht en autoriteit aanpast aan veranderingen in de informele macht van de CEO of de ondernemingsprestaties (Finkelstein & D'aveni, 1994). Met informele macht wordt niet de status van de CEO binnen de onderneming bedoeld maar wel de verworven invloed door middel van professionele relaties met andere organisaties. Wanneer er sprake is van veel informele macht of goede bedrijfsresultaten zal een waakzame Raad van Bestuur eerder geneigd zijn de functies te scheiden. Indien in dit geval de Raad van Bestuur toch CEO dualiteit zou toelaten, zal mogelijk de reputatie van de CEO toenemen en bijgevolg ook de informele macht. Hierdoor kan hij of zij de Raad van Bestuur zodanig domineren dat er geen effectieve controle meer plaatsvindt. Wanneer de CEO veel informele macht bezit en er goede ondernemingsprestaties geboekt zijn, zal de negatieve associatie tussen een waakzaam bestuur en CEO dualiteit sterker worden. Het omgekeerde, namelijk een positief verband, geldt voor ondernemingen waar weinig informele macht en/of slechte resultaten gevonden wordt. Deze ondernemingen hebben immers nood aan eenduidig en sterk leiderschap.

Ook Dahya en Travlos (2000) beweren dat CEO dualiteit zijn voor- en nadelen heeft. Om te bepalen of machtsconcentratie al dan niet aangewezen is binnen de onderneming, moet de desbetreffende onderneming rekening houden met enerzijds de agency kosten en anderzijds de informatie- en controlekosten (Dahya & Travlos, 2000). De agency kosten ontstaan doordat de belangen van managers en aandeelhouders niet overeenstemmen. Deze zullen hoger zijn bij CEO dualiteit. De informatie- en controlekosten zullen daarentegen lager uitvallen bij CEO dualiteit. De oorzaak hiervan is tweevoudig. Ten eerste moet er minder tijd besteed worden om de voorzitter van de Raad van Bestuur op de hoogte te brengen van het ondernemingsbeleid. Ten tweede moet er minder controle uitgeoefend worden op het management, daar de voorzitter deel uitmaakt van het managementteam. Het minimum van de kostenfunctie bestaande uit deze twee groepen

bepaalt de optimale samenstelling van de Raad van Bestuur, en dus ook de bezetting van de voorzittersfunctie. Deze optimale structuur varieert naargelang het bedrijf en doorheen de tijd.

Er is dus onenigheid tussen de wetenschappelijke theorieën betreffende de vraag: "Moet de functie van CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur gescheiden zijn binnen een onderneming of niet?". In deze masterproef wordt er getracht deze vraag te beantwoorden door de invloed van CEO dualiteit op één bepaald aspect van corporate governance, namelijk de onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur, te onderzoeken.

HOOFDSTUK 2: CORPORATE GOVERNANCE & DE RAAD VAN BESTUUR

2.1 Corporate governance

Corporate governance is een verzameling van richtlijnen om ervoor te zorgen dat de belangen van de samenleving, aandeelhouders, werknemers en andere belanghebbende partijen worden behartigd. Corporate governance draait rond de juiste dingen doen én de dingen juist doen door middel van verdeling van bevoegdheden en verantwoordelijkheden binnen een onderneming. Er dient bemerkt te worden dat het bestaan van corporate governance richtlijnen geen 100 procent garantie biedt tegen toekomstige bedrijfsschandalen.

De grondslag van de huidige Belgische Corporate Governance Code ligt bij het EU-actieplan van mei 2003. Het hoofddoel van dit plan was een verbetering van de corporate governance binnen de Europese Unie om zo de rechten van de stakeholders beter te beschermen en het concurrentievermogen te verhogen. Om dit te bekomen, werd elk EU-lidstaat verplicht een eigen referentiekader voor ondernemingen uit te schrijven. Ter naleving van het Europees plan richtte België op 22 januari 2004 een Commissie Corporate Governance op met Maurice Lippens als voorzitter. Op 9 december 2004, nog geen jaar na de oprichting, werd de Belgian Corporate Governance Code, ook wel de Code Lippens genoemd, gepubliceerd. Op 12 maart 2009 heeft de Commissie Corporate Governance een vernieuwde versie van de Belgische Corporate Governance Code, kortweg de Code 2009 of Code Daems, openbaar gemaakt om de internationale ontwikkelingen in de economische wereld tegemoet te komen. Deze Code vormt een referentiekader voor de Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Belangrijk om hierbij te vermelden is dat de Belgische Code opgebouwd is rond aanbevelingen. Niet elk element van de Corporate Governance Code moet dus noodzakelijk worden nageleefd door de ondernemingen. Er geldt wel een 'comply or explain'-verplichting waardoor ondernemingen een verklaring moeten afleggen indien ze afwijken van de Corporate Governance Code. Recent onderzoek (2011) van GUBERNA (Instituut voor Bestuurders) en het Verbond van Belgische Ondernemingen (VBO) met betrekking tot de naleving van de Code 2009 geeft een vooruitgang weer in vergelijking met voorgaande jaren. Één aspect van vooruitgang is de aanwezigheid van een intern reglement. Zo is er in alle 18 onderzochte BEL20-vennootschappen een intern reglement opgesteld voor de Raad van Bestuur, het operationeel management en de verschillende comités. Op deze manier wordt er intern en ten opzichte van aandeelhouders duidelijkheid geschapen omtrent de verantwoordelijkheden, plichten, samenstelling en werking van de verschillende organen. Bovendien zetelen in alle BEL 20 ondernemingen minstens 50 procent externe bestuurders in de Raad van Bestuur, waarvan drie onafhankelijk. Het gemiddelde bedraagt zelfs vijf onafhankelijke bestuurders. Met betrekking tot de functiescheiding van CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur voldoen 89% van de BEL20 bedrijven aan de aanbeveling in de Code 2009. Het wettelijke 'leg uit of pas toe'-principe (Wet van 6 april 2010) wordt daarentegen nog niet door alle beursgenoteerde ondernemingen correct toegepast.

In België zijn er echter veel meer kleine en middelgrote ondernemingen (KMO's) gevestigd. Volgens de Europese commissie is maar liefst 99,8 procent van de Belgische ondernemingen een KMO (SBA fact sheet België 2012, z.d.). Dit heeft aanleiding gegeven tot de creatie van een vrijwillige Corporate Governance Code voor niet-beursgenoteerde bedrijven, namelijk de Code Buysse, op 21 september 2005. Op deze manier beschikken ook kleinere ondernemingen over een referentiekader qua deugdelijk bestuur. Ook hier werd in 2009 een revisie op de Code, namelijk Code Buysse II, voorgesteld.

Zowel in de Code 2009 als in de Code Buysse II worden bepalingen opgenomen met betrekking tot de organisatie en werking van verschillende organen in een onderneming. Zo zijn er richtlijnen vastgelegd voor de omvang en samenstelling van de Raad van Bestuur. Beide Codes voorzien een aanbeveling om externe en onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur op te nemen. Volgens de Code 2009 moeten er minstens 50 procent externe bestuurders aanwezig zijn, waarvan drie onafhankelijk terwijl bij de Code Buysse II het aantal afhangt van de omvang, structuur en groeifase van de onderneming. De Code Buysse II benadrukt dat in kleine en middelgrote ondernemingen de competenties van de externe bestuurders belangrijker zijn dan hun onafhankelijkheid in strikte zin, hoewel onafhankelijkheid van de externe bestuurders aanbevelingswaardig is. Wat CEO dualiteit betreft, bevelen beide Codes een scheiding van functies aan. Ook het remuneratiebeleid is een belangrijk topic in beide Codes. Daar het praktijkonderzoek zich specifiek richt op CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur, en de beide Codes ongeveer hetzelfde vermelden in verband met deze topics, legt de masterproef de nadruk op de richtlijnen van de Belgische Corporate Governance 2009.

2.2 De Raad van Bestuur als controlemechanisme

Dankzij de groeiende internationale aandacht voor corporate governance neemt het belang van een Raad van Bestuur als intern controlemechanisme toe. Een Raad van Bestuur is het hoogste leidinggevende orgaan binnen een onderneming en ziet er op toe dat het gedrag van het management de belangen van de investeerders weerspiegelt. Het is feitelijk een beslisser die de eindverantwoordelijkheid van het succes van de onderneming draagt (Forbes & Milliken, 1999; Sonnenfeld, 2002). Een Raad van Bestuur kan zelfs overgaan tot vervanging van de CEO of andere leden van het management, hoewel dit slechts in uitzonderlijke gevallen gebeurt (Hart, 1995). Het orgaan is dus geen klankbord.

De theoretische achtergrond van de Raad van Bestuur als controlemechanisme wordt verklaard door de agency theorie. Bij de agency theorie staat de relatie tussen aandeelhouders en managers centraal waarbij de aandeelhouders, die in ruil voor het verschaffen van kapitaal de onderneming bezitten, taken en verantwoordelijkheden overdragen aan het management zodat het management deze kan uitvoeren (Eisenhart, 1989). Tussen beide belangengroepen ontstaat er met andere woorden een agency relatie gebaseerd op scheiding van eigendom en controle (Hung, 1998). Deze scheiding van eigendom en controle kan leiden tot een belangenconflict tussen de principalen

(aandeelhouders) en de agenten (operationele managers). De principalen willen immers rendement op hun investering terwijl de agenten persoonlijke winstmaximalisatie en risicominimalisatie beogen ten koste van de welvaart van de principalen (Fama & Jensen, 1983). Zo willen de agenten bijvoorbeeld graag een machtsimperium uitbouwen of overdreven voordelen bekomen. Hierdoor ontstaat er een differentiatie in risicovoorkeuren, die de handelingen van de agenten beïnvloeden. Het probleem van moral hazard treedt hoofdzakelijk op wanneer de agent weinig of geen financiële gevolgen moet dragen voor zijn handelingen. Dit is onder andere het geval wanneer de agent geen aandelen in de onderneming bezit. Er zal bovendien sprake zijn van informatieasymmetrie. De agenten beschikken in tegenstelling tot de principalen over meer bedrijfsinformatie waardoor de principalen geen optimale controle kunnen uitvoeren op de agenten (Eisenhardt, 1989). Informatieasymmetrie vindt ook plaats bij de aanwerving van een agent, daar de principalen de bekwaamheden van de agent niet kunnen nagaan.

De agency problemen verschillen van onderneming tot onderneming en naargelang de industrie (Himmelberg, Hubbard, & Palia, 1999). Ze brengen echter steeds agency kosten met zich mee. Agency kosten zijn het verlies in aandeelhouderswaarde ten gevolge van de tegengestelde belangen tussen agenten en principalen (Jensen & Meckling, 1976). Eén van de meest toegepaste oplossingen om deze kosten te drukken en dus de ondernemingswaarde te verhogen, is het instellen van een Raad van Bestuur (Hung, 1998). De Raad van Bestuur, benoemd door de aandeelhouders, zal op een effectieve wijze controle uitvoeren op de managers zodat de belangen van de aandeelhouders en managers overeenstemmen (Hung, 1998). De Raad van Bestuur heeft dus volgens corporate governance en de agency theorie een controlefunctie. Deze controletaak bestaat uit volgende activiteiten: toezicht op de financiële bedrijfsprestaties, controle op de bedrijfsactiviteiten en het beoordelen van het gedrag van de CEO (Minichilli, Zattoni, & Zona, 2009).

Omdat de agency problemen verschillen voor iedere onderneming dient er opgemerkt te worden dat de Raad van Bestuur niet voor elke onderneming de optimale oplossing is (Himmelberg et al., 1999). Zo zijn de interne eigendomsstructuur en de externe controlemechanismen, waaronder de overnamemarkt, de proxy fights, het wettelijk systeem en de financiële structuur, evenwaardige alternatieven om het agency conflict aan te pakken. Een onderneming kan zelfs verscheidene controlemechanismen simultaan gebruiken. De nadruk bij elk van deze mechanismen ligt eveneens op controle.

2.3 Raad van Bestuur: overige rollen

Het Wetboek van Vennootschappen definieert de bevoegdheden van de Raad van Bestuur zeer ruim. De taken worden door artikel 522 §1 van het Wetboek van Vennootschappen als volgt beschreven:

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

In de wetenschappelijke literatuur wordt de ruime definitie van de vennootschapswetgeving gevat in meerdere specifieke rollen, waaronder controleren, adviseren, netwerken, onderhouden en ondersteunen. Uit het onderzoek van Hung (1998) blijkt dat deze taken van een Raad van Bestuur in verschillende theorieën voorkomen: naast de agency theorie de stakeholder theorie, de institutional theorie, de stewardship theorie, de resource dependency theorie, de resource-based view en de managerial hegemony. Deze theorieën en de bijhorende taken worden hieronder kort toegelicht.

2.3.1 Stakeholder theorie

Bij de stakeholder theorie heeft de Raad van Bestuur de taak om de vaak tegengestelde belangen van alle stakeholders overeen te doen stemmen en vervolgens te behartigen. Een stakeholder wordt gedefinieerd als elke groep of elk persoon die een invloed heeft op of beïnvloed wordt door het behalen van de ondernemingsdoelstelling (Hung,1998). De belangrijkste stakeholders zijn werknemers, klanten, leveranciers, aandeelhouders, banken, milieuorganisaties en de overheid (Hung, 1998). Deze theorie ligt in het direct verlengde van de agency theorie met betrekking tot het behartigen van de belangen, maar nu met meerdere opdrachtgevers.

De bedrijfsschandalen zoals Enron, WorldCom en Tyco hebben duidelijk laten blijken dat de aandeelhouders niet de enige partij zijn die belang hebben in het overleven van een onderneming. Werknemers, leveranciers, klanten en lokale instanties hebben zware verliezen geleden doordat topmanagers misbruik hebben gemaakt van hun beslissingsvrijheid om zo het persoonlijk vermogen te maximaliseren (Huse, 2005). Deze externe partijen hebben logischerwijze allemaal hun eigen belangen die vaak haaks zijn ten opzichte van elkaar. Om het overleven van de onderneming te garanderen, dient de Raad van Bestuur tot een compromis te komen waarbij alle partijen gediend zijn. De doelstellingen van een onderneming worden immers enkel gerealiseerd indien de onderneming beantwoordt aan de interesses van de maatschappij als geheel. De Raad van Bestuur heeft dus in deze theorie een coördinerende rol (Hung,1998; Van den Berghe & Levrau, 2004).

2.3.2 Institutional theorie

Ook de institutional theorie is verwant aan de agency theorie. De Raad van Bestuur moet bij deze theorie toezien op het toepassen van de belangen van de externe instellingen (overheid, fiscus, belangenvereniging,...) terwijl er bij de agency theorie enkel naar de aandeelhouders gekeken wordt. De institutional theorie verklaart namelijk de impact van institutionalisering op de Raad van Bestuur. De Raad van Bestuur moet zich steeds aanpassen aan de sociale regels en vereisten, opgelegd door externe instanties, en deze opvolgen om zo legitimiteit van de onderneming te vrijwaren (Hung,1998). De institutionalisering beperkt met andere woorden de bewegingsruimte van het management en de Raad van Bestuur. Daar de Raad van Bestuur enkel acties onderneemt om de onderneming te sturen naar de veranderingen en beperkingen uit de externe omgeving heeft het hier slechts een onderhoudsrol (Hung,1998). De externe omgevingsdruk moet echter niet als negatief gepercipieerd worden. Volgens Selznick (1957, gelezen in Hung, 1998) stimuleert institutionalisering de creatie van waarden, wat op zijn beurt een positieve invloed heeft op de stabiliteit van de organisatie en de persistentie van de organisatiestructuren over tijd.

2.3.3 Stewardship theorie

De stewardship theorie is de tegenhanger van de agency theorie. Deze theorie tracht via psychologie en sociologie aan te tonen dat de motieven van het management niet enkel draaien rond zelfbelang (Hernandez, 2012). Binnen dit paradigma is er geen sprake van een belangenconflict tussen de agent en de principaal omdat de agent altijd zal handelen in het belang van de organisatie en dus ook in het belang van de aandeelhouders (Donaldson & Davis, 1991). Managers zien het als hun plicht om de ondernemingsdoelstellingen te behalen, daar het succes van het bedrijf gekoppeld is aan de persoonlijke werksatisfactie (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997; Hung, 1998). Enkel door goed werk te leveren, krijgen ze immers de erkenning van hun principalen die ze verdienen. De stewardship theorie ziet met andere woorden managers als goede stewards waarbij de belangen in lijn liggen met die van de aandeelhouders (Davis et al., 1997; Huse, 2005). Net als bij de agency theorie sluit deze theorie individualiteit niet uit. Maar in tegenstelling tot de agency theorie zal bij een steward het belang van de onderneming primeren boven het eigenbelang indien deze niet overeenkomen (Davis et al., 1997). Hierdoor wordt steeds de aandeelhouderswaarde beschermd en gemaximaliseerd, met een verhoging van persoonlijke voldoening als gevolg (Davis et al., 1997).

Bijgevolg zal de Raad van Bestuur hier niet dienen als een controlemechanisme maar een strategische rol vervullen (Hung, 1998). De Raad van Bestuur adviseert en ondersteunt het topmanagement met betrekking tot de formulering en implementatie van strategische kwesties (Forbes & Milliken, 1999; Minichilli et al., 2009). Deze bijdrage wordt gezien als een belangrijke factor voor het behalen van een competitief voordeel in de bedrijfstak waarin de onderneming actief is (Andrews, 1980, gelezen in Minichilli et al., 2009). Doordat de Raad van Bestuur actief deelneemt aan de strategiebesluitvorming zal het management namelijk haar plannen en ideeën

beter analyseren en vertalen naar acties (Hung, 1998)¹. In een extreem geval zal de Raad van Bestuur zelf instaan voor het uitwerken en het implementeren van de strategie van de onderneming.

2.3.4 Resource dependency theorie

Volgens de resource dependency theorie is de Raad van Bestuur verantwoordelijk voor het aantrekken van mensen, middelen en kennis (*board capital*) om de continuïteit van de onderneming te verzekeren (Hillman & Dalziel, 2003; Van den Berghe & Levrau, 2004). Het verschaffen van *board capital* voorziet het bedrijf immers van communicatiekanalen, informatie en toegang tot externe inputs zodat er goede raadgeving aan het management plaatsvindt. Bovendien leidt dit kapitaal tot het verkrijgen van legitimiteit en een goede reputatie. Deze factoren bevorderen op hun beurt de prestaties van de onderneming (Hillman & Dalziel, 2003).

Board capital bestaat enerzijds uit menselijk kapitaal en anderzijds uit relationeel kapitaal. Onder menselijk kapitaal wordt er expertise, ervaring, kennis, reputatie en vaardigheden teruggevonden. Relationeel kapitaal, ook wel sociaal kapitaal genoemd, wordt omschreven als de som van actuele en potentiële middelen die zich bevinden binnen, beschikbaar zijn door, en afgeleid zijn van een netwerk van relaties die in het bezit zijn van een individu of een sociale eenheid (Nahapiet & Ghoshal, 1988, gelezen in Hillman & Dalziel, 2003). Kim en Cannella (2008) definiëren sociaal kapitaal als interpersoonlijke relaties tussen personen, zowel binnen als buiten de onderneming, die belangrijk zijn voor een Raad van Bestuur. Ze splitsen sociaal kapitaal op in twee afzonderlijke categorieën: intern en extern sociaal kapitaal. Intern sociaal kapitaal heeft te maken met de linken tussen personen van eenzelfde onderneming, voornamelijk tussen de bestuurders onderling, terwijl extern sociaal kapitaal refereert naar de relaties van de bestuurders met externe partijen, waaronder investeerders, leveranciers, klanten en de overheid.

Aangezien *board capital* waarde creëert voor een onderneming moet de Raad van Bestuur het bedrijf linken met haar omgeving door een netwerk te bouwen en uit te breiden. Door het netwerken trekt de Raad van Bestuur niet enkel kritische inputfactoren aan maar zorgt het er eveneens voor dat de omgevingsonzekerheid afneemt. De bestuurders kunnen immers door middel van extern sociaal kapitaal informatie verkrijgen over de omgeving waardoor acties ondernomen kunnen worden die het bedrijf in lijn brengt met zijn omgeving (Kim & Cannella, 2008). De Raad van Bestuur kan deze informatie eveneens gebruiken om de omgeving aan te passen door middel van coöptatie (Kim & Cannella, 2008). Daarenboven kan de Raad van Bestuur via deze weg de transactiekosten gekoppeld aan externe afhankelijkheden, bijvoorbeeld de federale overheid en het OESO, reduceren (Kim & Cannella, 2008). De resource dependency theorie ziet de onderneming namelijk als niet-autonoom instituut dat beperkt wordt door haar institutionele omgeving, waaronder de overheid (Kim & Cannella, 2008).

¹ Als de Raad van Bestuur de strategische rol opneemt, hebben we te maken met een tussensituatie.

De resource dependency theorie legt dus de netwerkkrol of *linking role* van de Raad van Bestuur vast. Deze netwerктаak is van cruciaal belang voor het legitiem handelen van de onderneming en het behalen van de ondernemingsdoelstellingen qua efficiëntie en prestaties (Hung, 1998).

2.3.5 Resource-based view

Een variant op de resource dependency theorie is de resource-based view. De focus ligt in tegenstelling tot de resource dependency theorie meer intern (Barney, 1991, gelezen in Huse, 2005). De Raad van Bestuur wordt bij deze theorie niet alleen geacht te netwerken maar ook bij te dragen aan het opbouwen van een duurzaam competitief voordeel voor de onderneming (Huse, 2005). Dit doen ze door gebruik te maken van hun *board capabilities*, die rusten op de professionele kennis en vaardigheden van de bestuurders (Macus, 2008). Macus (2008) definieert een *capability* als het gecoördineerd gebruik van middelen om op een geschikte manier te reageren op verscheidene problemen en uitdagingen. Volgens Williamson (1985, gelezen in Huse, 2005) brengen managers en bestuurders middelen binnen in een onderneming die niet te koop zijn op de markt en niet in dienst zijn van de hiërarchie.

Vanuit het standpunt van de resource-based view worden ondernemingen steeds weer geconfronteerd met uitdagingen en problemen omwille van de veranderlijke bedrijfsomgeving. De beste manier om deze obstakels op te lossen en zo het succes van de onderneming te garanderen, is het opvolgen van de adviezen van de Raad van Bestuur. Deze worden geformuleerd op basis van de *board capabilities*. Gezien er bij deze theorie nadruk wordt gelegd op interne bekwaamheden, kan er vastgesteld worden dat de Raad van Bestuur een adviserende rol krijgt toebedeeld (Huse, 2005).

2.3.6 Managerial hegemony theorie

Als laatste theorie is er de managerial hegemony, waarin de Raad van Bestuur enkel de beslissingen genomen door het topmanagement ondersteunt en bijgevolg een ceremoniële functie bekleedt. Volgens Hung (1998) worden de ondernemingen immers door professionele managers bestuurd die superieur zijn ten opzichte van de Raad van Bestuur. De rol van een Raad van Bestuur wordt dus teruggebracht tot het bieden van steun. In de wetenschappelijke literatuur wordt dit type bestuur ook wel een *rubber stamp* Raad van Bestuur genoemd (Hung, 1998). Deze theorie kan eveneens aanzien worden als een tekort aan het adres van de Raad van Bestuur.

2.4 Onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur

Uit bovenstaande bespreking kan er geconcludeerd worden dat de essentie van het corporate governance gebeuren ligt bij de controletaak van een Raad van Bestuur. Effectieve controle vindt enkel plaats wanneer er een efficiënte en doeltreffende Raad van Bestuur zetelt in een onderneming. De efficiëntie en effectiviteit van een Raad van Bestuur wordt in corporate governance geassocieerd met de onafhankelijkheid van het bestuur (Minichilli et al., 2009). Die onafhankelijkheid wordt bevorderd door de aanwezigheid van externe of niet-uitvoerende bestuurders. De externe bestuurders hebben naast hun zetel in de Raad van Bestuur geen enkele andere band met de onderneming. Ze vervullen dus naast hun bestuurdersmandaat in geen geval een operationele functie binnen de onderneming (Baysinger & Butler, 1985). Ze behoren evenmin tot de controlerende aandeelhouders. Om de onafhankelijkheid van het bestuur verder te verhogen, dienen deze externe raadsleden te voldoen aan de onafhankelijkheidscriteria uitgeschreven in artikel 526ter van het Belgisch Wetboek van Vennootschappen.

Art. 526ter. De onafhankelijk bestuurder dient ten minste te voldoen aan volgende criteria:

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

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

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

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

5° a) geen maatschappelijke rechten bezitten die een tiende of meer vertegenwoordigen van het kapitaal, van het maatschappelijk fonds of van een categorie aandelen van de vennootschap;
b) indien hij maatschappelijke rechten bezit die een quotum van minder dan 10 % vertegenwoordigen:

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

Of

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

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

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

7° in de voorbije drie jaar geen vennoot of werknemer zijn geweest van de huidige of vorige [commissaris]¹ van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon in de zin van artikel 11;

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

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

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

Externe, onafhankelijke bestuurders controleren immers op effectieve en objectieve wijze het management zodat de handelingen van het management de belangen van de onderneming en haar aandeelhouders weerspiegelen. Ze neutraliseren bovendien het opportunistisch gedrag van interne bestuurders, ook wel uitvoerende bestuurders genoemd. De Raad van Bestuur zal zich namelijk meer openstellen voor dialoog. Hierdoor ontstaat er een grotere waarschijnlijkheid dat de beste beslissingen aangaande de onderneming genomen worden en er op lange termijn waardecreatie plaatsvindt (Dalton et al., 1998). Een onafhankelijk Raad van Bestuur doet bijgevolg het agency probleem afnemen.

De Belgische Corporate Governance Code van 2009 beveelt beursgenoteerde ondernemingen aan om ten minste 50 procent van de bestuursmandaten over te dragen aan externe personen, waarvan er minstens drie voldoen aan de wettelijke onafhankelijkheidsvereisten. Enkel zo is er sprake van voldoende onafhankelijkheid om deugdelijk bestuur te verzekeren. Deze adviezen zijn opgenomen in richtlijn 2.2 en 2.3 van de Code 2009.

2.2 De besluitvorming binnen de Raad van Bestuur mag niet gedomineerd worden door een individu, noch door een groep van bestuurders. Niemand mag een overdreven beslissingsbevoegdheid hebben.

2.3 Minstens de helft van de Raad van Bestuur bestaat uit niet-uitvoerende bestuurders, en minstens drie van hen zijn onafhankelijk overeenkomstig de criteria beschreven in Bijlage A.

Richtlijn Een niet-uitvoerend bestuurder is elk lid van de raad die geen uitvoerende taken vervult binnen de vennootschap.

2.5 CEO dualiteit

Onafhankelijkheid is niet de enige maatstaf die de kwaliteit van een Raad van Bestuur bepaalt. Ook CEO dualiteit is een bepalende factor. Daarenboven heeft CEO dualiteit een invloed op de onafhankelijkheid van het bestuur (Cravens & Wallace, 2001). De Chief Executive Officer (CEO) is een sleutelfiguur binnen de onderneming. De CEO staat als hoofd van het uitvoerend management in voor het dagelijks bestuur van de onderneming. Hij is met andere woorden verantwoordelijk voor het *decision management* terwijl de Raad van Bestuur instaat voor de *decision control* (Fama & Jensen, 1983).

Bij CEO dualiteit is er geen sprake meer van een duidelijke scheiding tussen beslissingscontrole en beslissingsmanagement. Volgens de agency theorie zal om deze reden machtsconcentratie leiden tot opportunistisch en inefficiënt gedrag. Er wordt immers geen effectieve controle uitgevoerd op de beslissingen van de CEO/voorzitter van de Raad van Bestuur (Chahine & Tohmé, 2009). Daar de Belgische Corporate Governance Code gekoppeld is aan de agency theorie, zal de Code een scheiding van beide functies voordragen om deugdelijk bestuur te waarborgen (richtlijn 1.5 Code 2009).

1.5 Aan het hoofd van de vennootschap wordt een duidelijk onderscheid gemaakt tussen enerzijds de verantwoordelijkheid voor het leiden van de Raad van Bestuur en anderzijds de uitvoerende verantwoordelijkheid voor het leiden van de ondernemingsactiviteiten. De functies van voorzitter van de Raad van Bestuur en die van chief executive officer (hierna 'CEO' genoemd) mogen niet door één en dezelfde persoon worden uitgeoefend. De verdeling van verantwoordelijkheden tussen de voorzitter en de CEO wordt duidelijk en schriftelijk vastgelegd, en goedgekeurd door de Raad van Bestuur.

HOOFDSTUK 3: RELATIE CEO DUALITEIT – ONAFHANKELIJKHEID RAAD VAN BESTUUR

Tot op heden heeft de wetenschappelijke literatuur zich gefocust op het onderzoeken van de relatie tussen ofwel CEO dualiteit ofwel de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur en factoren zoals ondernemingsprestaties, verloningen en fraude. Er is, voor zover ons bekend, weinig onderzoek gedaan naar het direct verband tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur (Dalton & Kesner, 1987; Prevost, Rao, & Hossain, 2002). Om de impact van CEO dualiteit op onafhankelijkheid te achterhalen in deze eindverhandeling, kijken we naar de interactie van de twee onderwerpen op de volgende vier elementen:

1. Ondernemingsprestaties
2. Resultaatsturing
3. CEO compensaties
4. Auditkosten

Hieruit trachten we een algemene relatie tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur te formuleren.

3.1 CEO dualiteit en onafhankelijkheid RvB: theoretisch onderzoek

Door het internationaal belang van corporate governance wordt in wetenschappelijk onderzoek vertrokken vanuit het agency standpunt dat CEO dualiteit een negatieve invloed zal hebben op de ondernemingsprestaties en auditkosten. Earnings management, ook wel resultaatsturing of winstmanipulatie genoemd, en CEO compensatie worden door de machtsconcentratie positief beïnvloed. Minder controle op de CEO/voorzitter zal immers leiden tot meer mogelijkheden voor opportunistisch gedrag. Onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur zal daarentegen een positieve impact hebben op de ondernemingsprestaties en auditkosten, daar het de effectiviteit van de Raad van Bestuur zal verbeteren (Dalton et al., 1998). Diezelfde Raad van Bestuur zal bovendien meer belang hechten aan goede controle. Winstmanipulatie en CEO compensatie nemen af. De externe onafhankelijke bestuurders neutraliseren immers het niet-objectief gedrag van de uitvoerende bestuurders en de managers. Samengevat komen we tot onderstaande hypothesen:

- CEO dualiteit heeft een negatieve invloed op de ondernemingsprestaties
- Onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur heeft een positieve invloed op de ondernemingsprestaties
- CEO dualiteit heeft een positieve invloed op de resultaatsturing
- Onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur heeft een negatieve invloed op de resultaatsturing
- CEO dualiteit heeft een positieve invloed op de CEO compensatie
- Onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur heeft een negatieve invloed op de CEO compensatie

- CEO dualiteit heeft een negatieve invloed op de auditkosten
- Onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur heeft een positieve invloed op de auditkosten

Toch moeten we voorzichtig zijn met bovenstaande aannames. Er bestaat immers weinig consistentie in de wetenschappelijke resultaten (Dalton et al.,1998). Het kan dus zijn dat de verwachte relaties ten opzichte van de vier elementen niet bestaan of zelfs tegengesproken worden in de wetenschappelijke literatuur. Dit vermoeden wordt bevestigd door de literatuurstudie. Zo zijn er heel wat studies die geen associatie observeerden tussen CEO dualiteit, respectievelijk onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur, en bedrijfsprestaties, resultaatsturing, CEO verloning of auditkosten (onder andere Agrawal & Chadha, 2005; Elsayed, 2007; Hermalin & Weisbach, 2003; Peel & Clatworthy, 2001). Een niet-significant verband ten aanzien van onafhankelijkheid valt te verklaren door middel van de stewardship theorie of de resource dependency theorie (Hung, 1998). Wanneer er echter voor CEO dualiteit een niet-significante relatie gevonden wordt, is deze enkel te verduidelijken met de resource dependency theorie. Het vinden van een niet-significant verband ten opzichte van een bepaald element betekent niet dat het geen positieve uitwerking heeft op de ondernemingen. Zo kan een toename in externe onafhankelijke bestuurders een afzwakking van de controletaak van een Raad van Bestuur tegengaan of buitensporige verloning voorkomen, ook al heeft onafhankelijkheid geen impact op de bedrijfsresultaten (Young, 2003). Daarnaast bestaan er studies die bovenstaande hypothesen tegenspreken. Sommige wetenschappelijke onderzoeken rapporteerden een positieve relatie tussen CEO dualiteit en de bedrijfsresultaten, respectievelijk auditkosten (o.a. Bliss, Muniandy & Majijd, 2007; Donaldson & Davis, 1991). Anderen gaven dan weer een negatieve relatie aan ten opzichte van CEO verloning (Dey, Engel & Lui, 2011). Voor de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur werd eveneens de antithese teruggevonden (o.a. Kesner, 1987). Deze tegengestelde verbanden kunnen verklaard worden aan de hand van de stewardship theorie (Dalton et al.,1998).

De stewardship theorie is de tegenhanger van de agency theorie en ervaart CEO dualiteit als iets positief. CEO dualiteit zal niet leiden tot machtsmisbruik maar tot sterk leiderschap en goede bedrijfswerking. Doordat de macht gecentraliseerd is bij één persoon kunnen beslissingen immers sneller genomen, aangepast en geïmplementeerd worden. Bijgevolg zal CEO dualiteit een positieve invloed hebben op de resultaten en auditkosten van een onderneming. Resultaatsturing en CEO compensatie zullen daarentegen negatief beïnvloed worden door de machtsconcentratie. Samengevat komen we tot onderstaande hypothesen:

- CEO dualiteit heeft een positieve invloed op de ondernemingsprestaties
- CEO dualiteit heeft een negatieve invloed op de resultaatsturing
- CEO dualiteit heeft een negatieve invloed op de CEO compensatie
- CEO dualiteit heeft een positieve invloed op de auditkosten

De onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur is niet belangrijk bij de stewardship theorie. Doordat managers handelen naar de belangen van de onderneming en haar belangrijkste stakeholders, ontstaat er geen belangenconflict tussen eigendom en controle. Er is dus geen tegenstelling tussen het ondernemingsbelang en het aandeelhoudersbelang. Dit geldt eveneens voor het ondernemingsbelang en het eigenbelang. Deze theorie negeert met andere woorden de wisselwerking tussen macht, conflict en ideologie (Hung,1998). Zodoende zijn er geen externe onafhankelijke leden nodig in de Raad van Bestuur om controle uit te voeren op het management (Hung, 1998). Dit betekent eveneens dat er een niet-significant verband gevonden zal worden tussen enerzijds de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur en anderzijds de bedrijfsprestaties, de resultaatsturing, de CEO compensatie en de auditkosten. Er kan evenzeer een negatief effect ten aanzien van onafhankelijkheid geobserveerd worden. Zo zijn er reeds studies opgetekend waar een onafhankelijk bestuur een negatieve invloed uitoefent op de bedrijfsresultaten terwijl het de CEO verloning positief beïnvloedt (Kesner, 1987; Ozdemir & Upneja, 2012). Onafhankelijke bestuurders kunnen immers het goed functioneren van een CEO in de weg staan wanneer ze zich niet identificeren met de onderneming. Er bestaat bovendien een grote kans dat deze bestuurders een functiescheiding tussen CEO en voorzitter zullen eisen. Daar de stewardship theorie de controlefunctie hoofdzakelijk overbodig acht, worden de onderzoeken met een negatief effect in deze masterproef niet verdiept.

Naast de agency theorie en de stewardship theorie speelt de resource dependency theorie een belangrijke rol bij CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur. Bestuurders worden in deze theorie geacht de onderneming te linken met de externe omgeving om zo toegang te krijgen tot verscheidene middelen. De bestuurders hebben een netwerkrol en niet zozeer een controletaak (Hung, 1998). Er zijn dus geen externe onafhankelijke bestuurders nodig in de Raad van Bestuur. Bijgevolg heeft de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur ook hier geen belang. De resource dependency theorie verklaart zelfs alle variabelen die de structuur van een Raad van Bestuur bepalen, waaronder CEO dualiteit, als onbelangrijk. Derhalve zal zowel voor de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur als voor CEO dualiteit een niet-significant verband gevonden worden ten opzichte van de ondernemingsprestaties, de resultaatsturing, de CEO verloning en de auditvergoedingen.

De stewardship theorie en de resource dependency theorie houden echter geen rekening met het voorkomen van menselijke fouten in de handelingen van bekwame en goedwillige managers, wat enige controle door een Raad van Bestuur rechtvaardigt en dus de relevantie van onafhankelijke Raden beklemt.

3.2 CEO dualiteit en onafhankelijkheid: empirisch onderzoek

De agency theorie, stewardship theorie en de resource dependency theorie hebben ieder hun aanhangers en voelen zich gesteund door onderzoeksresultaten van de academische literatuur. Hieronder wordt per element een overzicht gegeven van de uitgevoerde literatuurstudie en dit vanuit twee perspectieven, namelijk de agency theorie en de stewardship/resource dependency theorie. De stewardship theorie en de resource dependency theorie worden als één groep aanschouwd, daar er op deze wijze een duidelijk onderscheid gevormd wordt tussen de controletaak van een Raad van Bestuur (agency theorie), die centraal staat binnen corporate governance, en de andere taken. De onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur wordt bovendien als irrelevant geacht binnen de stewardship en resource dependency theorie terwijl het volgens de agency theorie het deugdelijk bestuur bevordert. Het praktijkonderzoek zal dan ook een vergelijking zijn tussen beide groepen voor de Belgische situatie.

3.2.1 Ondernemingsprestaties

	Agency theorie	Stewardship theorie	Resource dependency theorie
CEO dualiteit	Negatief effect Daily & Dalton (1994) Pi & Timme (1993) Rechner & Dalton (1991)	Positief effect Boyd, Howard & Carroll (1997) Donaldson & Davis (1991) Peni (2012) Ramdani & van Witteloostuijn (2010)	Irrelevant Baliga, Moyer & Rao (1996) Chaganti, Mahajan & Sharma (1985) Dalton, Daily, Ellstrand & Johnson (1998) Elsayed (2007)
Onafhankelijkheid RvB	Positief effect Baysinger & Butler (1985) Cho & Kim (2007) Coles, Daniel & Naveen (2008) Ezzamel & Watson (1993) Dahya & McConnell (2007) Klein (1998) Rosenstein & Wyatt (1990) Pearce II & Zahra (1992)	Irrelevant Dalton, Daily, Ellstrand & Johnson (1998) Hermalin & Weisbach (2003) Kesner, Victor & Lamont (1986) Schmidt (1975)	Irrelevant

3.2.1.1 Agency theorie

CEO dualiteit leidt vanuit een agency standpunt tot kosten die de financiële positie van een onderneming naar beneden halen. Een aantal eerder uitgevoerde wetenschappelijke onderzoeken bevestigen de agency hypothesen met betrekking tot ondernemingsprestaties. Onderzoek van Rechner en Dalton (1991) heeft uitgewezen dat ondernemingen met een scheiding van functies consistent betere resultaten behaalden betreffende ROE (*return on equity*), ROI (*return on investment*) en winstmarge dan ondernemingen met CEO dualiteit. Deze conclusie werd getrokken uit een steekproef van 141 *Fortune 50* ondernemingen die de laatste zes jaar geen verandering van leiderschapsstructuur hadden ondergaan.

Pi en Timme (1993) maakten gebruik van een steekproef bestaande uit 112 Amerikaanse banken om de negatieve relatie tussen CEO dualiteit en bedrijfsresultaten te observeren. Uit een eerste beschrijvende analyse bleken er geen grote verschillen in ROA (*return on assets*) te zijn tussen de 92 banken met CEO dualiteit en de 19 banken die een functiescheiding voorzagen tussen CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur (0,66 % versus 0,51%). Op basis van de regressieresultaten kwamen ze echter tot de conclusie dat CEO dualiteit de aandeelhouderswaarde significant verminderde.

Daily en Dalton onderzochten in 1994 het effect van CEO dualiteit op de falingskans van een onderneming. Hiervoor verzamelden ze gegevens van 57 insolvente bedrijven en 57 overlevende bedrijven in Amerika over een horizon van 10 jaar (1972 – 1982). Van de falende ondernemingen hadden 53,8 procent een duale structuur, tegenover 37,5 procent voor de nog operationele ondernemingen. Deze beschrijvende statistieken toonden dus een positief verband tussen CEO dualiteit en het bankroet van een onderneming aan, wat door een logistische regressieanalyse werd bevestigd. Ondernemingen met een duale structuur hadden dus een verhoogde kans op insolventie. Ook merkten Daily en Dalton (1994) op dat failliete ondernemingen gekarakteriseerd werden door lage winst, lage liquiditeit en minder eigen vermogen in het bezit van institutionele partijen. Dat laatste vermindert de druk tot het aanstellen van onafhankelijke bestuurders.

Wat de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur betreft, ondersteunen de meeste onderzoeken een positieve relatie. Zo resulteerde een onderzoek van Baysinger en Butler (1985) in een positieve relatie tussen onafhankelijkheid en winstgevendheid voor 266 Amerikaanse ondernemingen. Raden met meer externe bestuurders werden namelijk geassocieerd met een hogere rendabiliteit van het eigen vermogen (ROE).

Coles, Daniel en Naveen (2008) stelden vast dat onafhankelijkheid en bedrijfsprestaties positief gecorreleerd waren ongeacht het type onderneming. Of de Amerikaanse onderneming nu groot, klein, gediversifieerd, of R&D intensief was, meer externe bestuurders (als indicator voor de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur) verhoogde de ondernemingswaarde. De grootte van deze onafhankelijke Raden varieerde wel naargelang het type onderneming. Complexe ondernemingen zoals grote ondernemingen, ondernemingen die operationeel waren op vele markten of ondernemingen met een hoge schuldgraad, beschikten over grote onafhankelijke Raden van Bestuur daar zij een hoge nood hadden aan advies. De optimale samenstelling voor minder complexe ondernemingen was daarentegen klein maar onafhankelijk. Ook binnen de tijdspanne 1985-2008 hadden verscheidene onderzoekers, waaronder Rosenstein & Wyatt (1990), Pearce II & Zahra (1992) en Klein (1998), een significant positief verband geobserveerd voor Amerikaanse bedrijven.

In het Verenigd Koninkrijk werd evenzeer een positieve relatie tussen de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur en ondernemingsprestaties geobserveerd (Ezzamel en Watson, 1993). Uit een analyse van 113 ondernemingen, geselecteerd uit de *Times 1000*, bleek dat de bedrijfsprestaties toenamen naarmate er meer externe bestuurders zetelden in de Raad van Bestuur. Dit positief

effect was wel sterk afhankelijk van de organisatievorm waarvoor de onderneming had geopteerd. Zo versterkte de holdingstructuur de relatie tussen onafhankelijkheid en ondernemingsprestaties ten opzichte van de unitaire organisaties (U-vorm). Bij de overige vormen werkte het daarentegen verzwakkend.

Ook Dahya en McConnell (2007) stelden vast dat een toename in onafhankelijkheid de ondernemingsprestaties van Engelse ondernemingen positief beïnvloedde. Door te onderzoeken welke veranderingen de publicatie van het Cadbury Report in 1992 teweegbracht op de samenstelling van een Raad van Bestuur, kwamen ze tot de conclusie dat de ondernemingsprestaties verbeterden voor de ondernemingen die extra externe onafhankelijke bestuurders aantrokken om te voldoen aan de opgelegde minimumregel van drie onafhankelijke bestuurders. Deze ondernemingen ondervonden eveneens een verhoging van de aandelenprijs op het moment dat de beslissing met betrekking tot de toename van het aantal bestuurders werd aangekondigd.

Cho en Kim (2007) hadden in Korea bewijs gevonden van een positieve correlatie tussen ondernemingsprestaties en het aantal externe bestuurders. Ze onderzochten de impact van de wettelijke verhoging van het percentage externe bestuurders naar 50 procent, als gevolg van een Koreaanse governancehervorming in 1999, op ondernemingen genoteerd op de Koreaanse aandelenmarkt. Hieruit bleek dat de komst van de nieuwe bestuurders een zwak positief effect had op de ondernemingsprestaties. Een hoog belangenpercentage of blokaandeelhouderspercentage modereerde de geobserveerde relatie tussen onafhankelijkheid en ondernemingsprestaties op een negatieve manier.

3.2.1.2 Stewardship theorie & resource dependency theorie

Onderzoek van 321 Amerikaanse ondernemingen toonde aan dat CEO dualiteit aanleiding gaf tot 'superieure' returns aan aandeelhouders (Donaldson & Davis, 1991). Donaldson en Davis (1991) bestudeerden het aandeelhoudersrendement van kleine, middelgrote en grote ondernemingen door te controleren voor industrie-effecten en ondernemingsgrootte. Ze vonden een positief significant verband tussen CEO dualiteit en aandeelhoudersrendement wanneer er gekeken werd naar de ROE. Wanneer de welvaart van de aandeelhouders als maatstaf diende voor het aandeelhoudersrendement werd er eveneens een positieve relatie gevonden. Deze was echter niet statistisch significant. Toch kon er gesteld worden dat CEO dualiteit een positieve impact had op de ondernemingsprestaties.

Peni (2012) observeerde dezelfde positieve trend voor 300 S&P 500 ondernemingen. In deze steekproef was CEO dualiteit een algemeen erkend fenomeen, daar maar liefst 56,8 procent van de ondernemingen geen functiescheiding tussen de CEO en de voorzitter van de Raad van Bestuur hadden. Hierdoor werd er een duidelijk negatief verband tussen CEO dualiteit en de Tobin's Q (verhouding tussen de marktwaarde van de onderneming en zijn boekwaarde) of ROA verwacht. CEO dualiteit boostte echter de Tobin's Q en ROA, controlerend voor grootte- en industrie-effecten. Peni (2012) gaf enerzijds het feit dat CEO dualiteit de leidinggevenden de kans biedt de

ondernemingsontwikkeling sterk te beïnvloeden als verklaring op voor het gevonden resultaat. Anderzijds kunnen duale CEO's de ondernemingsprestaties als een persoonlijk project beschouwen waardoor ze harder gaan werken om goede resultaten te boeken.

Ook voor andere landen is het positief verband bewezen. Boyd, Howard en Carroll (1997, gelezen in Thomas, O'Neal, & Ghertman, 1997 (eds.)) onderzochten 2097 ondernemingen in België, Frankrijk, Italië, Spanje, Zwitserland en het Verenigd Koninkrijk en kwamen tot de conclusie dat de machtscentralisatie in één persoon een positief effect had op de ROI en dus ook op de ondernemingsprestaties.

Ramdani en van Witteloostuijn (2010) spraken over een positieve associatie tussen CEO dualiteit en ondernemingsprestaties voor beursgenoteerde ondernemingen uit Indonesië, Maleisië, Zuid-Korea en Thailand. Wanneer de CEO eveneens zetelde als voorzitter van de Raad van Bestuur werd er sterk leiderschap gevormd. Hierdoor nam de ROA toe. Er dient wel opgemerkt te worden dat de positieve relatie niet altijd even significant bevonden werd. Voor slecht presterende (kwantiel $<0,3$) en goed presterende bedrijven (kwantiel $>0,75$) bleek CEO dualiteit geen effectieve impact te hebben op de ondernemingsprestaties. Daarenboven verminderde de positieve relatie naarmate de grootte van de Raad van Bestuur toenam. Het besluitvormingsproces, de coördinatie en de communicatie zullen immers complexer worden naarmate een Raad van Bestuur groter wordt, waardoor de voordelen van CEO dualiteit reduceren (Lin, 1996, gelezen in Ramdani & van Witteloostuijn, 2010; Yermack, 1996).

Al deze studies liggen in lijn met de stewardship theorie. Vanuit dit standpunt zal CEO dualiteit de effectiviteit van een onderneming verhogen, wat zal resulteren in betere bedrijfsresultaten. Er worden echter eveneens niet-significante resultaten teruggevonden in de academische literatuur. Zo vertoonde het onderzoek van Baliga, Moyer, & Rao (1996), Chaganti, Mahajan, & Sharma (1985), Dalton et al. (1998) en Elsayed (2007) een niet-significant verband tussen CEO dualiteit en ondernemingsprestaties. De verklaring hieromtrent is volledig toe te wijzen aan de resource dependency theorie, die geen belang hecht aan de samenstelling van een Raad van Bestuur.

De stewardship theorie en de resource dependency perspectieven omtrent de impact van onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur op ondernemingsprestaties worden door studies van onder andere Dalton et al. (1998), Hermalin & Weisbach (2003), Kesner, Victor, & Lamont (1986) en Schmidt (1975) bekrachtigd.

3.2.2 Resultaatsturing

	Agency theorie	Stewardship theorie	Resource dependency theorie
CEO dualiteit	Positief effect Davidson III, Jiraporn, Kim & Nemec (2004) Lara, Osma & Penalva (2007) Vafeas (1999)	Negatief effect /	Irrelevant Crutchley, Jensen & Marschall (2007) Xie, Davidson III & DaDalt (2003)
Onafhankelijkheid RvB	Negatief effect García-Meca & Sánchez-Ballesta (2009) Peasnell, Pope & Young (2005) Sharma (2004)	Irrelevant Agrawal & Chadha (2005) Gulzar & Wang (2011) Park & Shin (2004)	Irrelevant

3.2.2.1 Agency theorie

Op basis van de agency theorie wordt er tussen CEO dualiteit en resultaatsturing een positieve trend verwacht. CEO dualiteit zal de CEO/voorzitter van de Raad van Bestuur de kans bieden om zijn macht aan te wenden en tegenvallende ondernemingsprestaties te verbloemen door middel van earnings management zodat er geen winstverminderingen of verliezen dienen gerapporteerd te worden aan de stakeholders. Deze kunnen immers de integriteit en reputatie van de onderneming schaden (Peasnell, Pope & Young, 2005). Resultaatsturing kan zelfs aangewend worden bij goede bedrijfsresultaten om de hoge verwachtingen van de aandeelhouders in te lossen. Het onderzoek van Davidson III, Jiraporn, Kim en Nemec (2004) naar *accruals* bevestigde deze positieve aanname. *Accruals* zijn bedragen die als opbrengst of kost van het huidig boekjaar geboekt worden terwijl de onderneming deze nog moet ontvangen of betalen. De studie observeerde verhoogde *accruals* voor ondernemingen met een opvolgingsaankondiging die zouden leiden tot CEO dualiteit ten opzichte van ondernemingen met een andere opvolgingsaankondiging. Daar *accruals* een goede maatstaf vormen voor het weergeven van fraude kon er geconcludeerd worden dat CEO dualiteit de kans op winstmanipulatie verhoogde.

Gebruikmakend van een steekproef bestaande uit 193 Spaanse beursgenoteerde ondernemingen, kwamen ook Lara, Osma en Penalva (2007) tot de conclusie dat ondernemingen met een duale structuur resultaatmanagement frequenter toepasten dan ondernemingen zonder duale structuur. Slecht nieuws werd significant sneller opgenomen in de winst van ondernemingen met een sterke governancestructuur (geen CEO dualiteit) dan die met een zwakke governancestructuur. Goed nieuws daarentegen werd sneller opgenomen bij ondernemingen waar de CEO de macht in handen had. De ondernemingen waar eenzelfde persoon zowel de functie van CEO als van voorzitter van de Raad van Bestuur bekleedde, gaven dus vertekende accountinginformatie vrij aan de samenleving.

De relatie tussen CEO dualiteit en winstmanipulatie werd eveneens onderzocht aan de hand van het aantal samengeroepen vergaderingen door de Raad van Bestuur (Vafeas, 1999). De frequentie van de bijeenkomsten stelt namelijk de effectiviteit van uitgevoerde controle door de Raad vast,

wat op zijn beurt bepalend is voor het al dan niet voorkomen van earnings management. Uit een onderzoek van 307 grote Amerikaanse ondernemingen kon geconcludeerd worden dat naarmate de frequentie van de vergaderingen toenam ook de kwaliteit van monitoring verhoogde (Vafeas, 1999). Deze toename verminderde de toepassing van winstmanipulatie binnen de ondernemingen. Er werd bijgevolg een negatief verband gevonden tussen de vergaderfrequentie en earnings management. Bij CEO dualiteit verdween deze relatie waardoor er gesteld kon worden dat de aanwezigheid van CEO dualiteit een positieve impact had op het gebruik van resultaatsturing.

Klein (2002) bekrachtigde de hypothese omtrent de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur en earnings management. Zijn onderzoek van Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen rapporteerde immers een daling van abnormale *accruals* bij de aanstelling van een extra externe bestuurder. Onafhankelijke Raden van Bestuur voerden dus meer controle uit op het financieel accountingsysteem van de onderneming, wat de toepassing van winstmanipulatie reduceerde (Klein, 2002). De sterkte van deze relatie varieerde wel naargelang de meerderheid van de Raad van Bestuur bestond uit externe bestuurders of niet. Zo werd de grootste daling in abnormale *accruals* geobserveerd wanneer de Raad van Bestuur een minderheid aan externe bestuurders telde.

Peasnell et al. (2005) bestudeerden of deze relatie eveneens standhield voor het Verenigd Koninkrijk. Uit een analyse van 559 beursgenoteerde bedrijven werd een negatief verband gevonden tussen het aantal onafhankelijke bestuurders en winstverhogende manipulatie wanneer de winst onder nul of lager als het vorig boekjaar uitviel. Resultaatsturing met een daling van de winsten als gevolg werd daarentegen weinig beïnvloed door de aanwezigheid van externe bestuurders. Deze asymmetrische controle op de financiële ondernemingscijfers was volgens Peasnell et al. (2005) te wijten aan de hoge nadelen verbonden aan winstverhogend earnings management voor een onderneming, zoals boetes, in vergelijking met winstverlagende manipulatie.

Het onderzoek van Sharma (2004) trok de Amerikaanse bevindingen door naar een Australische context hoewel er sterke verschillen qua fraudebestrijding optreden tussen beide landen. Zo worden in Australië, in tegenstelling tot Amerika, minder zware straffen voor financiële fraude uitgesproken. In Australië is er ook geen systeem actief ter bescherming van werknemers voor het melden van fraude terwijl dit in Amerika wel het geval is. Daarenboven heerst er bij de Amerikaanse bestuurders een grotere stimulans om hun reputaties te beschermen en fraudeprocessen te voorkomen. Toch vloeide uit de multivariate analyse van 31 frauduleuze en 31 niet-frauduleuze ondernemingen voort dat naarmate het percentage onafhankelijke bestuurders toenam in een Raad van Bestuur de kans op fraude verminderde. Sharma kwam dus tot hetzelfde negatieve verband als zijn collega's Klein (2002) en Peasnell et al. (2005).

De meta-analyse van García-Meca en Sánchez-Ballesta (2009) toonde aan dat er globaal over 16 studies een negatieve associatie bestond tussen *accruals* en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur. Wanneer er echter geografisch een onderscheid werd gemaakt, wijzigde de relatie

naargelang het corporate governancestelsel dat gehanteerd werd in het gebied. Zo slaagden de onafhankelijke bestuurders van Angelsaksische ondernemingen erin het earnings management te beperken. Er werd dus een negatieve associatie afgeleid. Voor de communistische en opkomende landen werd er daarentegen geen significante relatie gevonden tussen het aantal onafhankelijke bestuurders en resultaatsturing. De Corporate Governance Codes van deze landen leggen de bestuurders immers geen controletaak op.

3.2.2.2 Stewardship theorie & resource dependency theorie

Met betrekking tot resultaatsturing heeft, voor zover ons bekend, geen enkel wetenschappelijk onderzoek een negatief verband tussen CEO dualiteit en resultaatmanagement aangetoond. Het standpunt van de stewardship theorie is bijgevolg nog niet bevestigd door wetenschappelijke literatuur. Er zijn echter tal van studies die het standpunt van de resource dependency theorie bevestigen. Onder meer Crutchley, Jensen, & Marschall (2007) en Xie, Davidson III, & DaDalt (2003) toonden aan dat een functiescheiding tussen CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur het gebruik van winstmanipulatie niet beïnvloedt. Voor de relatie onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur - earnings management bemerkten Agrawal & Chadha (2005), Gulzar & Wang (2011) en Park & Shin (2004) een niet-significant verband op.

3.2.3 CEO compensatie

	Agency theorie	Stewardship theorie	Resource dependency theorie
CEO dualiteit	Positief effect Brick, Palmon & Wade (2006) Core, Holthausen & Larcker (1999) Lee (2009) Ryan & Wiggins III (2004) Wade, O'Reilly & Pollock (2006)	Negatief effect Dey, Engel, Lui (2011)	Irrelevant Canyon & Peck (1998) Pukthuanthong, Talmore & Wallace (2004)
Onafhankelijkheid RvB	Negatief effect Ryan & Wiggins III (2004) Westphal & Zajac (1995)	Irrelevant Byrd, Cooperman & Wolfe (2010)	Irrelevant

3.2.3.1 Agency theorie

Managers met veel macht in een onderneming hebben meer invloed op hun salarisovereenkomst (Ryan & Wiggins III, 2004). Vanuit het agency standpunt zal dit steeds in het voordeel van de manager uitvallen, daar opportunisme deels gedreven wordt door macht. Er kan dus afgeleid worden dat CEO dualiteit gepaard gaat met hogere CEO compensaties. Deze relatie werd onderschreven door het onderzoek van Core, Holthausen en Larcker (1999) voor 205 beursgenoteerde Amerikaanse bedrijven. CEO's die eveneens fungeerden als voorzitter van de Raad van Bestuur kregen gemiddeld een totale bezoldiging (vast loon, bonussen en opties) die 152 577 dollar hoger lag dan deze in ondernemingen waar de functies gescheiden bleven. Wanneer er enkel gekeken werd naar het vast loon bedroeg de additionele compensatie 38 393 dollar. Brick, Palmon, & Wald (2006) en Lee (2009) kwamen tot hetzelfde positieve verband. Brick et al. (2006)

detecteerden eveneens een verband tussen het buitensporig loon en de ondermaatse bedrijfsprestaties.

CEO's wenden hun macht niet alleen aan voor persoonlijke doeleinden maar ook bij de loonbesprekingen van hun ondergeschikten. Wade, O'Reilly III en Pollock (2006) vonden een positief verband tussen de macht van een CEO en de bezoldiging van ondergeschikten. Zo toonde de studie aan dat wanneer een CEO overbetaald werd met 64 procent (maximaal percentageverschil tussen de werkelijke CEO verloning en deze volgens de loonvergelijking in de steekproef) het loon van de *senior executives* 26 procent boven het standaardloon lag. De werknemers van level vijf, waaronder de afdelingsmanagers, kregen een wedde die 12 procent hoger lag. Deze resultaten werden bekomen door iteratief de overcompensatie (*pay residual*) op te nemen bij de bepaling van de theoretische verloning van het huidig level. Zo werd bijvoorbeeld de te hoge vergoeding van level 4 geïncorporeerd om het loonniveau van level 5 werknemers te berekenen. Door de overcompensatie van de CEO en zijn onderschikten nemen de kosten met betrekking tot het globaal CEO honorarium voor een onderneming drastisch toe, hoewel de hoogte ervan afneemt naarmate er gezakt wordt in de organisatiehiërarchie.

Wat de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur betreft, gaven Westphal en Zajac (1995) aan dat onafhankelijkheid van een Raad het totaal loon van een CEO eerder zal beperken. Om tot deze conclusie te komen, gebruikten ze een steekproef van 413 *Fortune/Forbes 500* ondernemingen. Zij observeerden dat een Raad van Bestuur met meer macht dan de CEO enkel nieuwe bestuurders aanwierven die gelijkenissen vertoonden met het huidig bestuur. Hierdoor bleef de Raad van Bestuur beschikken over een ander demografisch profiel als hun CEO, wat onderlinge onafhankelijkheid en betere controle op het remuneratiebeleid van de CEO verzekerde. Er kon dus impliciet een negatieve associatie tussen de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur en CEO compensatie afgeleid worden.

Naast de hoogte van de CEO compensatie wordt ook de verloningsstructuur beïnvloed door CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur (Ryan & Wiggins III, 2004). Naarmate er meer externe of onafhankelijke bestuurders zetelen in een Raad van Bestuur wordt de CEO meer prestatiegericht beloond. De CEO beloningen zullen met andere woorden gekoppeld zijn aan de veranderingen in aandelenprijs. Wanneer de CEO meer macht verkrijgt binnen de onderneming, wat het geval is bij CEO dualiteit, zal het prestatiegericht loon vervangen worden door een cashsalaris. Hiermee verminderen de CEO's de afhankelijkheid van hun totale compensatie ten opzichte van de aandelenkoers. Hun vergoeding wordt met andere woorden minder variabel en minder risicovol.

3.2.3.2 *Stewardship theorie & resource dependency theorie*

Hoewel er geen studies bestaan die een negatieve associatie observeerden tussen CEO dualiteit en het verloningsniveau, zijn er studies die het gedachtengoed van de stewardship theorie vertonen in de compensatiestructuur (vast vs. variabel). Dey et al. (2011) onderzochten de impact van veranderingen in leiderschapsstructuur op de CEO verloningscompositie. Uit een steekproef van

353 duale ondernemingen, 126 niet-duale ondernemingen en 281 switchers (van dual naar niet-dual en visa versa) bleek dat ondernemingen die een duale structuur aannamen een hogere verloning-prestatie sensitiviteit vertoonden ten opzichte van de andere ondernemingen. CEO dualiteit verhoogde dus het variabel deel van de verloning om extra stimulansen tot aandeelhouderswaardemaximalisatie te voorzien aan de CEO's. Dit is in contradictie met de agency theorie, waar CEO's hun macht aanwenden en hun bestuur beïnvloeden om hun vaste verloning te laten stijgen. De resource dependency theorie werd bevestigd in de onderzoeken van Conyon & Peck (1998) en Pukthuanthong, Talmor &, Wallace (2004). Deze academici vonden een niet-significant verband tussen CEO dualiteit en CEO verloning terug.

Er bestaan eveneens studies die het agency standpunt omtrent de impact van onafhankelijkheid op CEO verloning tegenspreken. Zo vonden Byrd, Cooperman en Wolfe (2010) dat de relatie tussen onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur en CEO compensatie insignificant was wanneer er werd gekeken naar het aantal jaren dienstverband. Dit resultaat is te verklaren aan de hand van de stewardship en resource dependency theorie, waar onafhankelijkheid als onbelangrijk aspect wordt beschouwd.

3.2.4 Auditkosten

	Agency theorie	Stewardship theorie	Resource dependency theorie
CEO dualiteit	Negatief effect Bliss (2011)	Positief effect Bliss, Muniandy & Majijd (2007) Makni, Kosli & Affes (2012)	Irrelevant O'Sullivan (2000) Peel & Clatworthy (2001)
Onafhankelijkheid RvB	Positief effect Beasley & Petroni (2001) Bliss (2011) Carcello, Hermanson, Neal & Riley Jr. (2002)	Irrelevant Peel & Clatworthy (2001)	Irrelevant

3.2.4.1 Agency theorie

Verscheidene studies hebben, overeenkomstig met de agency theorie, uitgewezen dat in een onderneming zonder CEO dualiteit een hogere auditkwaliteit wordt geëist naarmate de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur toeneemt (Beasley & Petroni, 2001; Bliss, 2011; Carcello, Hermanson, Neal & Riley Jr., 2002). Zo kunnen de bestuurders immers de reputatie van de onderneming beschermen, de belangen van de stakeholders promoten en ervoor zorgen dat ze niet aansprakelijk worden gesteld (Carcello et al., 2002). Dit brengt wel een hoger kostenplaatje met zich mee.

Onderzoek van Beasley en Petroni (2001) toonde aan dat naarmate het percentage externe bestuurders toenam in een Raad van Bestuur van verzekeringsmaatschappijen de vraag naar de gespecialiseerde Big 6 auditors (Arthur Andersen, Ernst & Young, Coopers & Lybrand, Deloitte & Touche, KPMG en Price Waterhouse) vergrootte. Deze auditbedrijven staan garant voor de hoogste

auditkwaliteit beschikbaar waardoor er betere controle uitgevoerd wordt op het management (Beasley & Petroni, 2001; Carcello et al., 2002). Ze reduceren bovendien de informatieasymmetrie tussen het management en de externe bestuurders (Beasley & Petroni, 2001; Carcello et al., 2002). Ten opzichte van andere auditors (met of zonder bekende merknaam) werd er geen significant verband gevonden. Dit impliceert dat met betrekking tot de keuze van een auditbedrijf het specialisatiegebied en niet de merknaam van belang is.

Carcello et al. (2002) bouwden verder op het onderzoek van Beasley en Petroni (2001) en onderzochten de Big 6 auditkosten van *Fortune 1000* ondernemingen. Voor de 258 onderzochte *Fortune 1000* ondernemingen bleek er een positieve relatie te bestaan tussen de auditkosten en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur. Geassocieerd worden met bedrijfsschandalen of slechte monitoringsprestaties kan de bestuurder immers blootstellen aan zware straffen, zoals rechtszaken (Sahlman, 1990) en reputatieverlies. Omwille van deze redenen zal een hogere auditkwaliteit gevraagd worden door een onafhankelijke Raad van Bestuur, wat gepaard zal gaan met hogere auditkosten.

Bliss (2011) kwam tot dezelfde conclusie als Carcello et al. (2002) voor Australische beursgenoteerde ondernemingen. In zijn onderzoek ging hij echter nog een stap verder door rekening te houden met CEO dualiteit. Ten gevolge van de opname van CEO dualiteit in het model, werd het positieve verband tussen onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur en auditkosten niet meer teruggevonden (Bliss, 2011). Hieruit kon afgeleid worden dat de aanwezigheid van CEO dualiteit binnen een onderneming een negatieve impact had op de gevraagde auditkwaliteit en dus ook op de auditkosten. Het toonde eveneens aan dat CEO dualiteit de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur beperkte (Bliss, 2011).

3.2.4.2 Stewardship theorie & resource dependency theorie

Makni, Kosli en Affes (2012) onderzochten het effect van corporate governance mechanismen op de keuze van auditkwaliteit voor 29 beursgenoteerde Tunesische ondernemingen. Ze kwamen tot de conclusie dat de ondernemingen met een duale structuur een hogere kwaliteit met betrekking tot externe auditors eisten, wat gepaard ging met hogere auditkosten. Managers trachtten op deze manier de aandeelhouders ervan te overtuigen dat hun belangen overeenkwamen met die van de aandeelhouders. Deze studie heeft echter een te kleine steekproef om generaliseerbaarheid over verschillende landen en contexten mogelijk te maken (Makni et al., 2012).

Bliss et al. (2007) vonden dezelfde relatie terug voor een grotere steekproef. De aanwezigheid van CEO dualiteit binnen een onderneming leidde tot hogere auditkosten. Deze resultaten werden getrokken uit een dataset van 447 beursgenoteerde ondernemingen uit Maleisië. De positieve relatie was volgens de onderzoekers te wijten aan de verhoogde risico die auditors percipieerden met CEO dualiteit waardoor ze extra auditwerk uitvoerden, wat op zijn beurt hogere auditkosten met zich meebracht. Deze relatie kan echter ook te verklaren zijn door het positieve effect van CEO dualiteit op de onderneming, wat conform is met de stewardship theorie. Duale CEO's willen door

middel van hogere auditkwaliteit, en dus hogere auditkosten, hun aandeelhouders verzekeren dat ze zich in zetten voor het ondernemingsbelang.

In beide studies trachtten de ondernemingen met een duale structuur betrouwbare financiële informatie te rapporteren door middel van kwaliteitsvolle audits. Deze waargenomen positieve trend valt niet te verklaren door de agency theorie maar wel door de stewardship theorie. Andere studies hebben dan weer een niet-significante associatie waargenomen tussen de twee factoren (O'Sullivan, 2000; Peel & Clatworthy, 2001), wat in lijn ligt met de resource dependency theorie.

Peel en Clatworthy (2001) onderzochten niet alleen de relatie CEO dualiteit - auditkosten maar eveneens het verband tussen de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur en auditkosten. Ze concludeerden dat een onafhankelijke Raad van Bestuur geen impact had op de auditkosten die het bedrijf had gemaakt. Dit resultaat stemt overeen met de stewardship en resource dependency theorie.

3.3 Hypothesen

Uit de theoretische en bevestigende wetenschappelijke literatuur blijkt dat de agency theorie, stewardship theorie en de resource dependency theorie CEO dualiteit en onafhankelijkheid elk vanuit een eigen perspectief bekijken. Er kan bijgevolg geen eenduidige relatie tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur geïdentificeerd worden. Om voor praktijkdoeleinden toch over enig referentiekader te beschikken, wordt er voor elke theorie afzonderlijk een hypothese geformuleerd. Ook hier worden de stewardship theorie en resource dependency theorie als één groep aanschouwd.

3.3.1 Agency theorie

Vanuit het agency standpunt heeft CEO dualiteit, ten opzichte van onafhankelijkheid, een tegengesteld effect op de bedrijfsresultaten, de resultaatsturing, de CEO compensatie en de auditkosten. Er kan dus geconcludeerd worden dat CEO dualiteit een negatieve impact zal hebben op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur. Deze negatieve relatie heeft tot gevolg dat CEO dualiteit kan leiden tot slechte corporate governance praktijken binnen een onderneming (Carcello et al., 2002).

HYPOTHESE 1: CEO DUALITEIT HEEFT EEN **NEGATIEVE** INVLOED OP DE ONAFHANKELIJKHEID VAN EEN RAAD VAN BESTUUR

3.3.2 Stewardship theorie & resource dependency theorie

Volgens de stewardship theorie levert CEO dualiteit een positieve bijdrage op de vier elementen. De onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur is daarentegen onbelangrijk. Volgens de resource dependency theorie oefenen zowel CEO dualiteit als onafhankelijkheid een niet-significante invloed uit op eender welke factor. Daar onafhankelijkheid bij beide theorieën als irrelevant wordt

beschouwd, zal er geen verband gevonden worden tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur, waardoor onderstaande hypothese geformuleerd kan worden.

GEVAL 2: CEO DUALITEIT HEEFT **GEEN** INVLOED OP DE ONAFHANKELIJKHEID VAN EEN RAAD VAN BESTUUR

3.3.3 CEO dualiteit en onafhankelijkheid RvB: positief verband

Tot slot is er impliciet een positieve relatie tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur opgemerkt in de wetenschappelijke literatuur. Pearce II en Zahra (1991) vermeldden dat alle CEO's, dus ook CEO's die fungeren als voorzitter van de Raad van Bestuur, liefst een sterk bestuur samenstellen. Om van een sterk bestuur te spreken, dient de Raad van Bestuur voornamelijk uit externen te bestaan, daar zij de onafhankelijkheid ten opzichte van het management, het niveau van expertise en de objectiviteit verhogen (Pearce II & Zahra, 1991). Deze Raden van Bestuur zullen meer progressief, aanmoedigend en ondersteunend werken met een hogere effectiviteit als gevolg (Pearce II & Zahra, 1991). Op deze manier kan de duale CEO eveneens de stakeholders overtuigen van zijn toewijding tot de onderneming. Een sterk onafhankelijk bestuur biedt dus verscheidene voordelen. Bijgevolg kan er een derde hypothese geformuleerd worden, waar CEO dualiteit een positieve impact heeft op de aanwezigheid van externe en onafhankelijke bestuurders in een Raad van Bestuur.

GEVAL 3: CEO DUALITEIT HEEFT **POSITIEVE** INVLOED OP DE ONAFHANKELIJKHEID VAN EEN RAAD VAN BESTUUR

HOOFSTUK 4: ONDERZOEKSOPZET

4.1 Onderzoeksvragen

De extensieve literatuurstudie toont aan dat wetenschappelijke literatuur heel wat inconsistenties rapporteert betreffende de impact van CEO dualiteit, respectievelijk onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur, op ondernemingsprestaties, resultaatsturing, verloning en auditkosten. Bijgevolg worden er meerdere onderstellingen geformuleerd omtrent de relatie CEO dualiteit – onafhankelijkheid Raad van Bestuur. In deze eindverhandeling wordt er getracht na te gaan welke hypothese het verband tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur voor Belgische ondernemingen het best beschrijft. Door deze relatie te bestuderen, kan er achterhaald worden of de functies van CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur wel degelijk gescheiden moeten worden om deugdelijk bestuur te garanderen.

De centrale onderzoeksvraag luidt dus als volgt:

“Wat is de invloed van CEO dualiteit op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur binnen Belgische ondernemingen?”

De impact van CEO dualiteit op onderwerpen zoals ondernemingsprestaties, fraude, verloning en audit is al meermaals onderzocht geweest voor beursgenoteerde ondernemingen. In België vormen echter KMO's de belangrijkste groep. Deze ondernemingen bezitten andere kenmerken dan beursgenoteerde ondernemingen. Zo zijn veel Belgische KMO's familieondernemingen die te maken hebben met wederzijdse beïnvloeding van familie- en bedrijfsbelangen. In deze ondernemingen zal er meer sprake zijn van CEO dualiteit, daar familie-eigenaars vaak verschillende functies in het management en de Raad van Bestuur opnemen (Mustakallio, Autio & Zahra, 2002). Dit is echter minder het geval bij grote beursgenoteerde ondernemingen. Er zullen bijgevolg andere problemen voorkomen binnen een bedrijf naarmate deze groeit, die elk een verschillende aanpak en structuur vereisen. Er rijst dus de vraag of het effect van CEO dualiteit zal verschillen naargelang de grootte van een Belgische onderneming.

- Varieert de invloed van CEO dualiteit op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur binnen de Belgische ondernemingen naargelang de grootte van de onderneming?

Overeenstemmend zullen managementproblemen en -principes ook met de tijd mee variëren (Greiner, 1972). Hierdoor kunnen zowel het voorkomen van CEO dualiteit als de impact ervan op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur sterk verschillen naarmate de leeftijd van een onderneming toeneemt. De leeftijd van een onderneming vormt dus een tweede belangrijke bedrijfsdeterminant om te observeren.

- Varieert de invloed van CEO dualiteit op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur binnen de Belgische ondernemingen naargelang de leeftijd van de onderneming?

Deze eindverhandeling bestudeert eveneens of de relatie dualiteit - onafhankelijkheid niet afhangt van de omgevingscondities. De sector waarin een onderneming opereert, beïnvloedt immers de snelheid van het groeiproces doorheen de levenscyclus, wat op zijn beurt het voorkomen en de invloed van CEO dualiteit verklaart (Cravens & Wallace, 2001; Greiner, 1972). Elsayed (2007) heeft voor de relatie tussen CEO dualiteit en ondernemingsprestaties bewezen dat de bedrijfstak waarin een onderneming actief is een bepalende factor vormt. Zo beïnvloedde dualiteit de Egyptische bedrijfsresultaten op een positieve manier in vijf industrieën, namelijk textiel & kleding, verpakking & plastic, gas & olie & mijnbouw, voeding en tot slot huisvesting & vastgoed. Een negatief verband werd er vastgesteld voor de cementindustrie en in de overige 13 industrieën, waaronder landbouw & visserij, staal, farmaceutica, toerisme & entertainment, IT & media, bleek de correlatie niet significant te zijn. Dit geeft aanleiding tot volgende deelvraag:

- Varieert de invloed van CEO dualiteit op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur binnen de Belgische ondernemingen naargelang de bedrijfstak waarin de onderneming actief is?

Naast de positie van de onderneming in de levenscyclus speelt de relatieve macht van een CEO een belangrijke rol bij de bepaling of CEO dualiteit het deugdelijk bestuur verzekert (Lynall, Golden & Hillman, 2003). CEO's die door hun reputatie, ervaring en/of status in de onderneming een grote invloed hebben op hun Raad van Bestuur zullen deze hoogstwaarschijnlijk aanspreken om de zetel van voorzitter van de Raad van Bestuur te bekleden (Brickley, Coles & Jarrell, 1997; Hermalin & Weisbach, 1998). Zo kunnen de CEO's zich verzekeren van de uitvoering van hun programma met betrekking tot waardecreatie van de onderneming. In deze eindverhandeling wordt er gekeken welke impact de macht van een CEO heeft op de relatie tussen CEO dualiteit en onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur.

- Varieert de invloed van CEO dualiteit op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur binnen de Belgische ondernemingen naargelang het gezag van de CEO?

Tot slot wordt er nagegaan of de beursnotering van een onderneming een invloed uitoefent op de initiële relatie tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur (Cravens & Wallace, 2001). Beursgenoteerde ondernemingen worden onder toenemende druk van de markten ertoe bewogen de Corporate Governance Code toe te passen en hieromtrent uitleg te verschaffen (Voordeckers, 2012). Niet-beursgenoteerde ondernemingen voelen deze maatschappelijke druk veel minder. Daar de Corporate Governance Codes onafhankelijkheid aanmoedigen en CEO dualiteit afraden, is het dus aannemelijk dat een groter percentage van de Raad van Bestuur uit externe en onafhankelijke raadsleden bestaat in beursgenoteerde bedrijven. Voor CEO dualiteit geldt het tegenovergestelde. Dit fenomeen zal hoogstwaarschijnlijk meer voorkomen bij private ondernemingen. Er wordt dus finaal volgende deelvraag geformuleerd:

- Varieert de invloed van CEO dualiteit op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur binnen de Belgische ondernemingen naargelang een onderneming beursgenoteerd is of niet?

4.2 Operationalisering van de variabelen

Nu de doelstelling van het praktijkonderzoek en hypothesen hieromtrent geformuleerd zijn, dient er een onderzoeksmodel opgesteld te worden dat de relatie zo goed mogelijk belicht voor de Belgische situatie. Om dit te realiseren, moet er allereerst achterhaald worden hoe CEO dualiteit en onafhankelijkheid zich voordoen bij de onderzoekseenheden. Het definiëren van de te onderzoeken variabelen is immers van cruciaal belang, daar verschillende definities van variabelen kunnen leiden tot verschillende resultaten (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2010). Daarnaast is er nood aan andere onafhankelijke variabelen met een mogelijke invloed op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur (controlevariabelen). Ook zij worden in deze sectie gedefinieerd. Tot slot worden de modererende variabelen besproken.

4.2.1 Afhankelijke variabele: onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur

García-Meca & Sánchez-Ballesta (2010) bemerkten in hun meta-analyse dat de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur over verscheidene operationele definities beschikt. Zo kan onafhankelijkheid benaderd worden door middel van het percentage niet-uitvoerende bestuurders. Er kan eveneens gekeken worden naar uitvoerende of geaffilieerde bestuurders (*grey directors*). De geaffilieerde bestuurders hebben professionele belangen in de onderneming hoewel ze geen operationele functie vervullen. Bankiers, advocaten, consultants, leveranciers kunnen mogelijk tot de geaffilieerde bestuurders behoren (Baysinger & Butler, 1985). Een ander voorbeeld is *interlocking directors*, dit zijn bestuurders die zetelen in de Raad van Bestuur van andere ondernemingen. De geaffilieerde bestuurders zijn met andere woorden niet-uitvoerende bestuurders met belangenvermenging. Tot slot bestaat er de mogelijkheid om onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur te analyseren vanuit het wettelijk kader, namelijk artikel 526ter uit de vennootschapswetgeving (hoofdstuk 2). Enkel niet-uitvoerende bestuurders die aan de vereisten vermeld in het wetsartikel voldoen, worden als onafhankelijk beschouwd.

De meeste wetenschappelijke studies opteerden om de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur te verklaren aan de hand van het percentage externe bestuurders of het percentage onafhankelijke bestuurders (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2010). In deze eindverhandeling worden beide maatstaven gehanteerd en afzonderlijk getest. Concreet betekent dit dat de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur zal weergegeven worden door zowel de verhouding niet-uitvoerende bestuurders – totaal aantal leden in de Raad van Bestuur als de verhouding onafhankelijke bestuurders - totaal aantal leden in de Raad van Bestuur.

4.2.2 Onafhankelijke variabele: CEO dualiteit

CEO dualiteit is een dummyvariabele die de waarde '1' aanneemt wanneer de CEO eveneens de plaats inneemt van de voorzitter van de Raad van Bestuur en '0' in het andere geval.

4.2.3 Controlevariabelen

Naast CEO dualiteit bestaan er nog andere kenmerken die de onafhankelijkheid beïnvloeden (Boone, Field, Karpoff & Raheja, 2007; Chouchene, 2010; Minichilli et al., 2009). Één daarvan is de ambtsperiode van de CEO (*CEO tenure*). Het aantal jaren dienstverband van een CEO wordt in de wetenschappelijke literatuur vaak gehanteerd als maatstaf voor de machtspositie van een CEO ten opzichte van zijn Raad van Bestuur (Chouchene, 2010). Hoe langer een CEO in dienst is, hoe groter zijn macht zal zijn binnen de onderneming en bijgevolg des te groter zijn invloed op andere partijen, waaronder de bestuurders. Bathala en Rao (1995) vonden onder meer bewijs van een associatie tussen onafhankelijkheid en het aantal jaren dat een CEO in dienst is. De ambtsperiode van een CEO wordt voor het praktijkonderzoek berekend als het boekjaar te verminderen met het jaartal van de aanstellingsdatum als CEO.

Op bestuursniveau speelt ook de grootte van een Raad van Bestuur een belangrijke rol. Talrijke onderzoeken hebben aangetoond dat grotere Raden van Bestuur de dominantie van een CEO beter kunnen temperen (Forbes & Milliken, 1999; Goodstein et al., 1994). Dit betekent eveneens een toename in onafhankelijkheid. Enkele onderzoekers, waaronder Li (1994) en Yermack (1996), hebben echter het tegengestelde verband terugvonden. Het is dus ook mogelijk dat grotere Raden van Bestuur leiden tot inefficiëntie, waardoor de CEO vrij spel krijgt om te domineren. De grootte van een Raad van Bestuur wordt in de eindverhandeling benaderd door het aantal leden in de Raad van Bestuur.

Wanneer er wordt gekeken naar bedrijfsspecifieke factoren zijn voornamelijk de grootte, de leeftijd en de schuldgraad van een onderneming van belang (Bathala & Rao, 1995; Boone et al., 2007; Li, 1994; O'Sullivan, 2000; Prevost et al., 2002). De impact van bedrijfsgrootte op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur kan nagegaan worden aan de hand van drie parameters: het balanstotaal, de omzet en het gemiddeld personeelsbestand (Donaldson en Davis, 1991). In het empirisch gedeelte van de masterproef zal verder gewerkt worden met balanstotaal, daar deze een betrouwbare maatstaf is gebleken in verscheidene studies (Chouchene, 2010; Prevost et al., 2002). De leeftijd van een onderneming wordt in de dataset weergegeven door het oprichtingsjaar van het bedrijf in mindering te brengen van het boekjaar. De algemene schuldgraad zal benaderd worden door de *debt ratio*, ook wel *leverage ratio* genoemd (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2010). Deze wordt gemeten als de procentuele verhouding tussen de totale schulden en het totaal der activa (Laveren, Engelen, Limère & Vandemaele, 2009).

Tot slot wordt eigendomsconcentratie vermeld als bepalende factor voor de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur (Chouchene, 2010; Kim, Kitsabunnarat-Chatjuthamard & Nofsinger, 2007). Wanneer veel aandelen in handen zijn van een beperkt aantal aandeelhouders kan de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur op twee manieren beïnvloed worden (Kim et al., 2007). Het kan enerzijds aanleiding geven tot een verhoging van het aantal externe en onafhankelijke bestuurders zodat het topmanagement effectief gecontroleerd wordt. Anderzijds kan blokaandeelhouderschap leiden tot een afname van de onafhankelijkheid van een Raad van

Bestuur, daar de hoofdaandeelhouders de persoonlijke voordelen van controle trachten te verzilveren. De aandeelhouders verkiezen in deze situatie uitvoerende bestuurders boven externe bestuurders in een Raad van Bestuur. De meeste studies definiëren eigendomsconcentratie als het percentage kapitaal in handen van de grootste aandeelhouder, de twee grootste aandeelhouders of alle controlerende aandeelhouders (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2010). Eigendomsconcentratie kan eveneens bekeken worden vanuit een ander oogpunt, namelijk het bezit van de externe aandeelhouders (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2010). Hierbij wordt in vele onderzoeken specifiek aandacht besteed aan het percentage kapitaal in handen van institutionele investeerders (Donnelly & Mulcahy, 2008). Deze groep van aandeelhouders hebben ten opzichte van andere partijen meestal een groot aandeel in het eigen vermogen van een onderneming, waardoor ze genieten van meer stemmacht om beslissingen te sturen (Donnelly & Mulcahy, 2008). De institutionele investeerders beschikken bovendien over meer macht, kennis en ervaring dan een gemiddelde aandeelhouder, wat de stimulans tot monitoring verhoogt. Voor het praktijkgedeelte van de eindverhandeling is er gekozen om het percentage in bezit van de controlerende aandeelhouders als maatstaf voor eigendomsconcentratie te gebruiken. Er is sprake van controle wanneer een investeerder beschikt over ten minste 50 procent van een ondernemings aandelen (*controle de juri*) (Limère, 2012). Wanneer het bedrijf echter beursgenoteerd is, ontstaat er reeds bij 25 percent controle over de desbetreffende onderneming (*controle de facto*) (Limère, 2012).

Uit een eerste verkennend onderzoek is gebleken dat niet-beursgenoteerde ondernemingen weinig informatie vrijgeven omtrent de aanwervingsdatum van de CEO en het eigendomspercentage van de controlerende aandeelhouders. Om deze reden worden enkel de grootte van een Raad van Bestuur, de ondernemingsgrootte, de ondernemingsleeftijd en leverage opgenomen als controlevariabelen in het centraal onderzoeksmodel. Zij worden gecontroleerd gedurende het empirisch onderzoek, hoewel ze mogelijk een sterke invloed hebben op de afhankelijke variabele 'onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur'. Zo wordt er verzekerd dat de variantie in de afhankelijke variabele enkel en alleen geïnterpreteerd kan worden door veranderingen bij de onafhankelijke variabele 'CEO dualiteit'.

In een later stadium van het praktijkonderzoek wordt het basismodel uitsluitend voor beursgenoteerde ondernemingen uitgebreid met ambtsperiode en eigendomspercentage om zo te achterhalen of het aangewezen is deze variabelen ook voor niet-beursgenoteerde ondernemingen verder te bestuderen in toekomstig onderzoek.

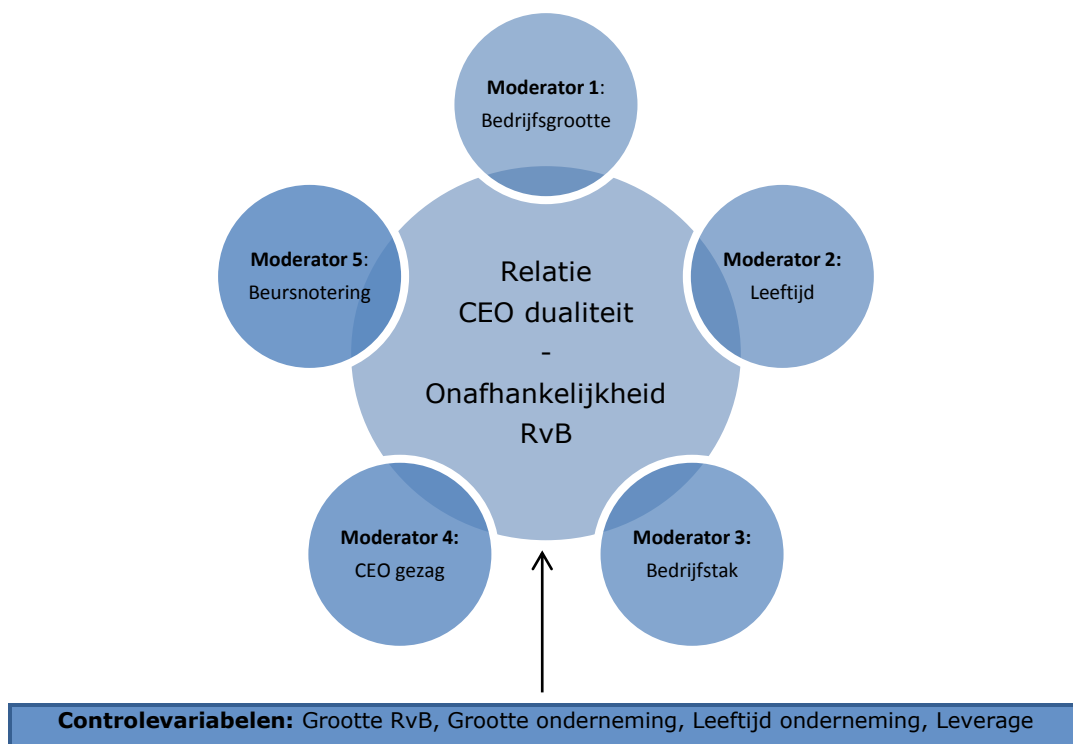
4.2.4 Modererende variabelen

Een modererende variabele, oftewel moderatorvariabele, beïnvloedt (de sterkte van) de relatie tussen een verklarende onafhankelijke variabele en een afhankelijke variabele. Tijdens de literatuurstudie en formulering van de onderzoeksvragen werden de fase in de levenscyclus van een onderneming, de bedrijfstak, de macht van een CEO en beursnotering als modererende factoren aangehaald. Zo wordt er verwacht dat de relatie tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur of zijn sterkte verschilt naargelang de positie van een

onderneming in haar levenscyclus (Lynall et al., 2003). De variabele 'fase in levenscyclus' kan echter niet rechtstreeks geobserveerd worden. Om deze variabele toch te bestuderen in het praktijkonderzoek wordt er gebruik gemaakt van de grootte en leeftijd van een onderneming, daar deze variabelen goede indicatoren vormen voor de bepaling van de positie in de levenscyclus (Greiner, 1972). Op deze manier worden eveneens de regressieresultaten van het basismodel verder verdiept. Daarnaast kan de invloed van CEO dualiteit op het percentage externe en onafhankelijke bestuurders variëren van sector tot sector. Tot slot wordt het modererend effect van CEO autoriteit en beursnotering onderzocht. Lynall et al. (2003) bemerkten in hun onderzoek een verband tussen de macht van een CEO en de toepassing van een theorie (agency theorie, resource dependency theorie en institutional theorie), wat op zijn beurt de richting van de relatie tussen CEO dualiteit en onafhankelijkheid verklaart. De vermelding van beursnotering als moderator rust dan weer op een aanname dat beursgenoteerde ondernemingen door maatschappelijke druk (bijvoorbeeld investeerders: Bytsebier et al., 2003) de Corporate Governance Code strikter toepassen, wat de onafhankelijkheid en het voorkomen van CEO dualiteit zal beïnvloeden.

De grootte van een onderneming wordt voorgesteld door het balanstotaal, de omzet en het personeelsbestand (bijlage A). Voor de modererende variabele 'bedrijfs grootte' is er dus geen selectie gemaakt tussen deze maatstaven (cfr. 4.2.3 controlevariabelen). De operationalisering van de variabele 'leeftijd' is dan weer hetzelfde als hierboven beschreven: het boekjaar minus het jaar van oprichting. De sector waarin een onderneming actief is, zal achterhaald worden aan de hand van de NACE-BEL 2008 code. Wanneer een bedrijf zaken doet in verscheidene sectoren zal de primaire NACE-BEL 2008 code als hoofdsector worden beschouwd. De macht van een CEO wordt verworven door CEO dualiteit, het eigendomspercentage van de CEO in de onderneming, de ambtsperiode van de CEO en zijn of haar reputatie (Lynall et al., 2003). Daar CEO dualiteit reeds opgenomen is in het regressiemodel als onafhankelijke variabele, de reputatie van een CEO moeilijk kwantificeerbaar is en het eigendomspercentage van de CEO niet altijd vermeld wordt, zal CEO gezag in het praktijkonderzoek gemeten worden door de ambtsperiode van een CEO of anders verwoord het aantal jaar werkzaam als CEO binnen de onderneming. De laatste modererende variabele, 'beursnotering', wordt aangeduid aan de hand van een dummyvariabele.

4.3 Onderzoeksmodel



Het centraal onderzoeksmodel gaat de algemene impact van CEO dualiteit op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur na en bestaat uit de afhankelijke, onafhankelijke en controlevariabelen. Mathematisch kan het als volgt worden weergegeven:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 * X + \beta_2 * GR + \beta_3 * GO + \beta_4 * L + \beta_5 * S$$

- Met:
- Y = Onafhankelijkheid Raad van Bestuur
 - X = CEO dualiteit
 - GR = Grootte Raad van Bestuur
 - GO = Grootte onderneming
 - L = Leeftijd onderneming
 - S = Algemene schuldgraad

Via SPSS en STATA zal bovenstaand regressiemodel worden getest om tot een antwoord op de geformuleerde hypothesen voor Belgische ondernemingen te komen. Hierbij zal gebruik gemaakt worden van ofwel de klassieke multivariate *Ordinary Least Squares* (OLS)-methode ofwel de Tobit-regressie. De afhankelijke variabelen van het praktijkonderzoek zijn namelijk percentages met een bereik [0,1]. Wanneer veel waarden dicht bij de grenzen van het bereik gelegen zijn, zal OLS vertekende resultaten opleveren. De Tobit-analyse houdt daarentegen rekening met gecensureerde variabelen, waardoor de regressie resulteert in een betere fit van het model.

Vervolgens worden de modererende effecten toegevoegd aan het basismodel om te toetsen of initiële relatie tussen CEO dualiteit en onafhankelijkheid wijzigt naargelang een bepaalde situatie. Dit gebeurt aan de hand van interactietermen. Hiervoor dienen allereerst de variabelen 'bedrijfsgrootte', 'leeftijd', 'sector', 'CEO gezag' en 'beursnotering' afzonderlijk herleid te worden tot een beperkt aantal klassen. Voor de variabelen 'leeftijd' en 'CEO gezag' zal dit gebeuren door middel van clusteranalyse. Clusteranalyse heeft als doel de ondernemingen te groeperen in verschillende clusters, zodat er een hoge mate van gelijkheid bestaat tussen de ondernemingen in eenzelfde groep en een lage mate van gelijkheid tussen ondernemingen behorende tot verschillende groepen (Wijnen, Janssens, De Pelsmacker & Van Kenhove, 2002). Voor de variabele 'bedrijfsgrootte' vormt de Europese definitie met betrekking tot micro-, kleine- en middelgrote ondernemingen de classificatiegrondslag (bijlage A). 'Sector' wordt gegroepeerd volgens de WSE-28 sectorindeling gekoppeld aan de NACE-BEL 2008 code (bijlage B). Iedere groep wordt daarna geherdefinieerd tot een binaire variabele, die de waarde '0' of '1' aanneemt. De aanwezigheid of afwezigheid van een modererend effect op de relatie CEO dualiteit -onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur wordt namelijk bepaald door de dummy variabele 'CEO dualiteit' te vermenigvuldigen met een andere dummy variabele. De variabele 'beursnotering' is reeds omschreven als een dummy, waardoor deze enkel dient vermenigvuldigd te worden met de variabele 'CEO dualiteit' om het modererend effect te bestuderen. Het basismodel wordt bijgevolg herwerkt tot volgend regressiemodel:

$$Y = \beta_0 + \beta_1*GR + \beta_2*GO + \beta_3*L + \beta_4*S + \beta_5*X.D_1 + \dots + \beta_i*X.D_N$$

Met: Y = Onafhankelijkheid Raad van Bestuur

X = CEO dualiteit

GR = Grootte Raad van Bestuur

GO = Grootte onderneming

L = Leeftijd onderneming

S = Algemene schuldgraad

D_n = Dummy variabele voor cluster n van bedrijfsgrootte, leeftijd, sector, CEO gezag of beursnotering

1,...,N : aantal clusters

De onafhankelijke variabele 'CEO dualiteit' wordt niet meer afzonderlijk opgenomen maar bevindt zich steeds in de interactietermen. Daarenboven worden de controlevariabelen die gelinkt zijn aan een moderator weggelaten uit de regressie wanneer het desbetreffend modererend effect wordt bestudeerd. Zo zal de controlevariabele 'grootte van een onderneming' ('leeftijd van een onderneming') weggelaten worden wanneer het modererend effect van bedrijfsgrootte (leeftijd) bekeken wordt.

4.4 Gegevensverzameling

Om betrouwbare resultaten te bekomen voor bovenstaande onderzoeksmodellen is het noodzakelijk te beschikken over een gevarieerde en representatieve dataset. De initiële steekproef voor het praktijkonderzoek werd verzameld aan de hand van de Bel-First (*Financial Reports and Statistics on Belgian and Luxembourg Companies*) databank, gepubliceerd door het Bureau van Dijk Electronic Publishing. Ze omvat informatie omtrent de balans, de resultatenrekening en de toelichting van Belgische en Luxemburgse ondernemingen. Daarnaast zijn er extra financiële gegevens, waaronder ratio's, en corporate governance details beschikbaar. Voor sommige ondernemingen is eveneens de sociale balans opgenomen.

Om tot de initiële steekproef te behoren, dienden de ondernemingen in Bel-First aan volgende criteria te voldoen:

- De onderneming beschikt over een zetel in België en valt onder de Belgische vennootschapswetgeving. Het praktijkgedeelte beperkt zich immers tot een onderzoek voor Belgische ondernemingen.
- De onderneming stelt een enkelvoudige jaarrekening op basis van het volledig schema op. Bel-First bevat zowel de neergelegde jaarrekeningen volgens het volledig schema als jaarrekeningen volgens het verkort model. In het verkort model worden echter bepaalde posten samengevoegd of niet vermeld. Bijgevolg zijn deze ondernemingen gebonden aan andere regels. Ook geconsolideerde jaarrekeningen worden op deze wijze uitgesloten. Het opleggen van deze vereiste garandeert uniforme behandeling tussen de verschillende geselecteerde ondernemingen.
- De onderneming staat bij de kruispuntbank (KBO) geregistreerd als een naamloze vennootschap (NV). Daar de associatie tussen twee kenmerken van een Raad van Bestuur bestudeerd wordt, dient er ook effectief een Raad van Bestuur te bestaan in de onderneming. Bij NV's geldt een wettelijke verplichting tot oprichting van een Raad van Bestuur.
- De onderneming heeft een statuut als actieve onderneming. De onderneming is bijgevolg niet uitgeschreven en bevindt zich eveneens niet in een juridische overgangsfase.
- De onderneming heeft voor het boekjaar 2009, 2010 en 2011 een jaarrekening, opgesteld volgens de Belgische GAAP, neergelegd bij de Nationale Bank van België (NBB). Het praktijkonderzoek bestudeert namelijk de relatie CEO dualiteit - onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur zowel voor één jaar als over een periode van meerdere jaren. De verplichting tot het toepassen van de Belgische GAAP maakt vergelijkingen tussen de bedrijven in de dataset mogelijk.

- De onderneming is niet operationeel in de financiële sector. De hoofdactiviteit van het bedrijf mag dus niet bestaan uit verzekeringen, herverzekeringen en pensioenfondsen (NACE-BEL 2008 code 65). Het bedrijf mag eveneens geen financiële dienstverlening (NACE-BEL 2008 code: 64) of ondersteunende activiteiten voor verzekeringen en pensioenfondsen aanbieden (NACE-BEL 2008 code: 66). Deze ondernemingen beschikken immers over een unieke structuur, wat mogelijk een invloed kan hebben op de regressieresultaten (Van Hulle et al., 2009).

Na deze screening bleven er 14.019 ondernemingen over om opgenomen te worden in de dataset. De volgende stap bestond uit het selecteren van alle essentiële informatie beschikbaar in Bel-First voor het jaar 2009, 2010 en 2011, ter uitvoering van het praktijkgedeelte. Via Bel-First werd volgende informatie opgevraagd:

- Naam van de onderneming
- Ondernemingsnummer
- NACE-BEL 2008 code en omschrijving
- Datum van oprichting
- (Gemiddeld) personeelsbestand in het jaar 2009, 2010, 2011
- Omzet in het jaar 2009, 2010, 2011
- Balanstotaal in het jaar 2009, 2010, 2011
- Vreemd vermogen in het jaar 2009, 2010, 2011

Aangezien niet alle ondernemingen in deze dataset de desbetreffende gegevens vrijgeven, werden de ondernemingen aan een onderzoek onderworpen en de ondernemingen met missende waarden uit de dataset verwijderd. Er bleven 9.097 ondernemingen over, inclusief micro-ondernemingen. Micro-ondernemingen zullen echter omwille van hun kleine omvang naar verwachting geen echte functionerende werking van een onafhankelijke Raad van Bestuur en CEO kennen. De Raad van Bestuur zal namelijk hoogstwaarschijnlijk uitsluitend uit familieleden bestaan en de zaakvoerder zal meerdere functies op zich nemen. Daarenboven is er zeer weinig informatie beschikbaar met betrekking tot deze bedrijven. Om deze redenen werden alle micro ondernemingen geschrapt uit de dataset, waardoor er nog 8.010 ondernemingen kans maakten om opgenomen te worden in de uiteindelijke dataset.

Van de overblijvende 8.010 ondernemingen waren er 76 beursgenoteerd. Door de overrepresentatie van niet-beursgenoteerde ondernemingen en de onmogelijkheid voor zo veel ondernemingen bijkomende informatie manueel uit jaarverslagen te halen, werd er voor de niet-beursgenoteerde groep een steekproef getrokken. Er werd gekozen voor een gestratifieerde

steekproeftrekking zodat de steekproefverdeling met betrekking tot grote, middelgrote en kleine ondernemingen proportioneel bleef met de originele groep (Callaert, z.d.). Bijgevolg vond er een willekeurige trekking plaats van 182² niet-beursgenoteerde ondernemingen, waarvan 12,6 procent grote, 36,8 procent middelgrote en 50,5 procent kleine bedrijven.

Van de aldus geselecteerde 258 ondernemingen werden de jaarverslagen en corporate governance charters geraadpleegd om informatie met betrekking tot onafhankelijkheid, CEO dualiteit en grootte van de Raad van Bestuur te verzamelen. Voor de beursgenoteerde ondernemingen werd er eveneens gekeken naar de aanwervingsdatum van de CEO en het eigendomspercentage van de controlerende aandeelhouders. De beursgenoteerde bedrijven stelden deze informatie ter beschikking via hun ondernemingswebsite. De jaarverslagen van de niet-beursgenoteerde ondernemingen waren enkel beschikbaar via de Nationale Bank van België. Voor 12 bedrijven uit deze groep kon er geen informatie omtrent CEO dualiteit en onafhankelijkheid afgeleid worden.

Tot slot werden de cases met uitzonderlijke waarden, ook wel uitschieters genoemd, opgespoord. Geen enkele onderneming bevatte een waarde die groter was dan drie maal de standaarddeviatie. Wanneer de grens zich bij twee maal de standaarddeviatie bevond, werden er 18 ondernemingen aangeduid als uitschieters. Aan de hand van de *Leverage values*³ en de *Cook's distance*⁴ kon er echter worden opgemaakt dat slechts één outlier, namelijk AB Inbev, een significante invloed zou kunnen hebben op de regressieresultaten. Deze case werd dan ook verwijderd uit de dataset. De waarden van de overige ondernemingen vielen binnen de toegelaten normen (*Leverage values* <0,1 en *Cook's distance* <1). De uiteindelijke steekproef bevat dus 235 cases, waarvan 75 ondernemingen beursgenoteerd zijn en 160 niet-beursgenoteerd.

² Om representatieve regressieresultaten voor de populatie te verkrijgen, dienen er tussen de 150 en 200 cases geselecteerd te worden. Keuze: gemiddelde (175) plus zeven extra cases (in geval er voor enkele cases geen gegevens afgeleid konden worden).

³ Afstand tussen de waarde van de afhankelijke variabele van een case en het gemiddelde van alle cases.

⁴ Verandering in regressieresultaten wanneer een case uit de steekproef wordt verwijderd.

HOOFDSTUK 5: PRAKTIJKONDERZOEK

In dit hoofdstuk wordt vanuit twee perspectieven de relatie tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur bestudeerd voor 235 Belgische ondernemingen. Er wordt eerst een cross-sectioneel onderzoek uitgevoerd voor het jaar 2011. Het onderzoek begint met een bespreking van de beschrijvende statistieken. Vervolgens worden de assumpties gekoppeld aan de toegepaste regressiemethode onderzocht. Tot slot worden de centrale onderzoeksvraag en deelvragen getoetst en uitvoerig geanalyseerd. Bij de deelvragen gebeurt er aanvullend een vergelijkende analyse ten opzichte van de resultaten van het centraal onderzoeksmodel. Op basis van het cross-sectioneel onderzoek kan er echter niet nagegaan worden of er een causaal verband bestaat tussen CEO dualiteit en onafhankelijkheid (Donaldson & Davis, 1991). Bijgevolg vindt er eveneens een longitudinaal onderzoek plaats. Bij een longitudinaal onderzoek worden dezelfde objecten op verschillende tijdstippen in kaart gebracht (Stock & Watson, 2007). De masterproef strekt zich voor dit onderzoek tot het verklaren van de algemene relatie over de jaren 2009, 2010 en 2011. Enkel steunen op deze resultaten leidt echter tot onbetrouwbare conclusies omtrent scheiding van functies, daar deugdelijk bestuur niet enkel geassocieerd wordt met de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur. Er dient alsook gekeken te worden naar andere facetten. In deze masterproef wordt kort onderzoek gedaan naar het effect van machtsconcentratie op de prestaties van een onderneming. Als laatste wordt een uitgebreid onderzoeksmodel getest voor beursgenoteerde ondernemingen om zo enige relevantie van de variabelen 'ambtsperiode' en 'eigendomspercentage' aan het licht te brengen.

5.1 Cross-sectioneel onderzoek

5.1.1 Beschrijvende statistieken

Tabel 5.1 geeft een overzicht van de belangrijkste statistieken voor de afhankelijke, onafhankelijke en controlevariabelen. Voor elke variabele is het minimum, het maximum, het gemiddelde en de standaarddeviatie weergegeven.

In 2011 bestond gemiddeld 60 procent van de Raad van Bestuur uit externe bestuurders. Het percentage onafhankelijke bestuurders bedroeg gemiddeld 34 procent. Hieruit kan afgeleid worden dat gemiddeld genomen niet alle externe bestuurders binnen een Raad van Bestuur voldeden aan de onafhankelijkheidscriteria van artikel 526ter. Enkele ondernemingen beschikten over Raden waar geen externe of onafhankelijke bestuurders zetelden (minimum = 0). Er waren eveneens ondernemingen met een Raad van Bestuur die uitsluitend uit externe, onafhankelijke bestuurders bestond (maximum = 1). Het eerste kwam het meest voor bij niet-beursgenoteerde KMO's terwijl het laatste voornamelijk plaatsvond bij grote beursgenoteerde ondernemingen. Wat de naleving van de Belgische Corporate Governance Code in 2011 betreft, werd de richtlijn met betrekking tot externe bestuurders goed toegepast. Het gemiddelde over alle ondernemingen was immers groter dan 50 procent. Het aantal onafhankelijke bestuurders lag daarentegen met een gemiddelde van 2,03 beneden de minimumaanbeveling van drie personen. Er werden echter enkele opvallende

situaties opgemerkt, waar de Raad van Bestuur van zeven ondernemingen meer dan zes onafhankelijke bestuurders telde. Één onderneming had zelfs tien onafhankelijke bestuurders in haar Raad (maximum).

Ondanks de relatief goede opvolging van de aanbevelingen omtrent externe en onafhankelijke bestuurders werd de richtlijn omtrent functiescheiding door het merendeel van de ondernemingen langs zich neergelegd. In 58 procent van de 235 bedrijven werd namelijk de functie van CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur door eenzelfde persoon uitgevoerd. Slechts in 98 ondernemingen was er een functiescheiding voorzien. De meeste ondernemingen in deze groep zijn beursgenoteerd (bijlage K tabel K.4).

Op vlak van de controlevariabelen dient er opgemerkt te worden dat de minimum- en maximumwaarden sterk uit elkaar liggen. Dit is het meest uitgesproken voor de variabele 'grootte_ond', weergegeven door het balanstotaal. De gemiddelde onderneming had in 2011 een balanstotaal van 390 miljoen euro. Het minimum bedroeg 805.000 euro en het maximum 14 miljard euro. Deze wijde spreiding wordt eveneens opgemerkt aan de hand van de hoge standaarddeviatie (= 1460510,559). Ook de leeftijd van een onderneming vertoont veel variatie. Er is namelijk een groot verschil tussen de jongste (2 jaar) en de oudste onderneming (148 jaar). De gemiddelde onderneming in de dataset had een leeftijd van 33 jaar. Het opmerkelijkste aan de variabele 'grootte_RvB' is de minimumwaarde 1. Het wetboek van vennootschappen legt immers normaliter een verplichting op van minstens drie bestuurders bij de oprichting van een NV (artikel 517). Artikel 518 voorziet een uitzondering, namelijk een Raad van Bestuur mag minstens twee leden tellen indien de vennootschap maar twee aandeelhouders heeft. Een Raad van Bestuur bestaande uit één persoon is echter strijdig met de wetgeving. Desondanks neemt één onderneming van de dataset, namelijk Marjan Diamonds, zulke bestuursomvang aan. Tot slot is er de variabele 'leverage' met een gemiddelde van 55 procent, een minimum van 0,9 procent en een maximum van 95 procent.

Tabel 5.1 Beschrijvende statistieken

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Afhankelijke variabelen:					
%_extern	235	0	1	,597036	,2809017
%_onafhankelijk	235	0	1	,337988	,2746344
Onafhankelijke variabele:					
CEO_dualiteit	235	0	1	,58	,494
Controlevariabelen:					
Grootte_RvB	235	1	21	5,29	3,153
Grootte_ond	235	805	14367640	390746,53	1460510,559
Leeftijd	235	2	148	33,12	26,966
Leverage	235	,009	,952	,54896	,240132

5.1.2 Assumpties

Vooraleer er een onderzoek verricht kan worden naar de relatie tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur via een OLS- of Tobit-regressie, moeten de assumpties omtrent normaliteit, onafhankelijkheid, homoscedasticiteit en multicollineariteit worden gecontroleerd. Zo worden potentiële statistische problemen bij het regresseren van een multivariaat lineair model, zoals vertekende regressieresultaten, opgemerkt. De eerste drie veronderstellingen, normaliteit, onafhankelijkheid en homoscedasticiteit, hebben betrekking op de residuen van het regressiemodel. Het laatste heeft te maken met de feitelijke regressievariabelen. Indien de controle alle assumpties bevestigt, geven de regressieresultaten een getrouw beeld van de werkelijke relatie tussen CEO dualiteit en onafhankelijkheid.

- Normaliteit

Om te komen tot een betrouwbare uitkomst door middel van regressieanalyse, dienen de residuen een normale verdeling te volgen. Residuen, ook wel errortermen genoemd, symboliseren het gedeelte dat niet verklaard wordt door de onafhankelijke variabelen in het regressiemodel. Normaal verdeelde fouttermen worden verkregen wanneer de waarden van de opgenomen variabelen in het onderzoeksmodel bij benadering aansluiten bij de normale verdeling. Om dit te testen, wordt er gebruik gemaakt van de *Kolmogorov-Smirnov* test (tabel 5.2). CEO dualiteit wordt buiten beschouwing gelaten, daar het gaat om een discrete binomiale variabele.

Tabel 5.2 Kolmogorov-Smirnov Test

	Perc_extern	Perc_ onafhankelijk	grootte_ RvB	grootte_ond	Leeftijd	Leverage
N	235	235	235	235	235	235
Kolm.-Smirn. Z	3,229	2,957	3,176	6,186	2,910	1,149
Asymp. Sig.	,000*	,000*	,000*	,000*	,000*	,143

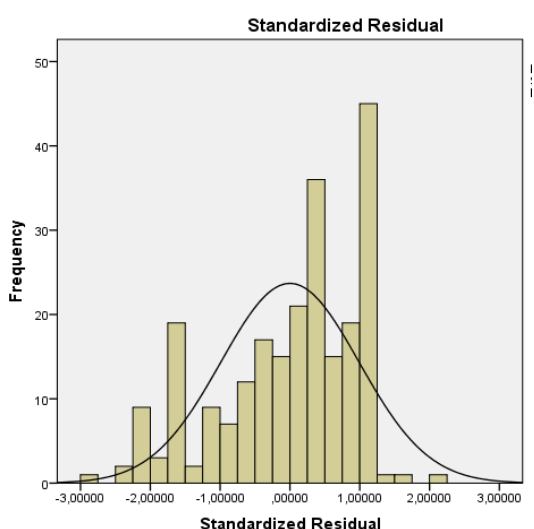
* significant op het 0,05 niveau

Buiten de variabele 'leverage' blijken alle variabelen niet aan de normaliteitsassumptie te voldoen. De p-waarde van de normaaltoets is namelijk steeds kleiner dan het vijf procent significantieniveau, waardoor de nulhypothese van normale verdeling verworpen wordt. Een mogelijke oplossing voor dit probleem is het transformeren van de variabelen naar een logaritme. De logaritmische transformatie van de afhankelijke variabelen, 'proportie externe bestuurders' en 'proportie onafhankelijke bestuurders', gaat door de nulwaarden gepaard met heel wat dataverlies. Daarom is er besloten deze variabelen in originele vorm op te nemen in het regressiemodel. Ook voor de overige variabelen blijkt het nemen van een logaritme weinig invloed te hebben op de *Kolmogorov-Smirnov* test (bijlage C tabel C.1). Enkel 'Inleeftijd' wordt aanzien als een normaal verdeelde variabele. Toch is er bewijs dat de logaritmen van 'grootte_RvB' en 'grootte_ond' de normale verdeling beter benaderen dan hun originele waarden (bijlage C). De histogrammen en boxplots van deze variabelen geven een betere fit weer met de normaliteitscurve. Bovendien liggen

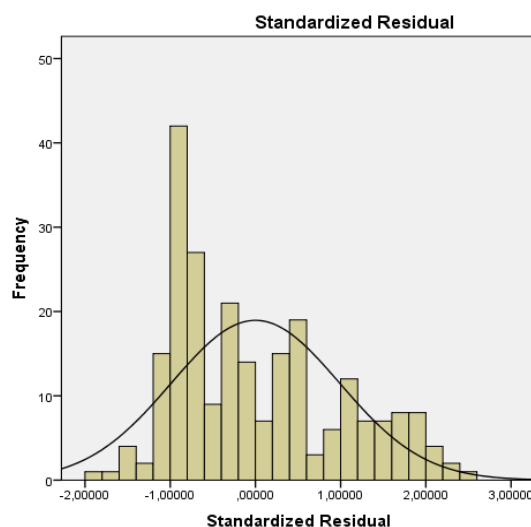
de waarden van de kurtosis en skewness dicht bij deze van een perfect normaal verdeelde variabele (kurtosis/skewness = nul: Stock & Watson, 2007). Om deze redenen is er besloten verder te werken met:

- Percentage externe bestuurders ('%_extern')
- Percentage onafhankelijke bestuurders ('%_onafhankelijk')
- CEO dualiteit ('CEO_dualiteit')
- Logaritme van de grootte van een Raad van Bestuur ('Ingrootte_RvB')
- Logaritme van de grootte van een onderneming ('Ingrootte_ond')
- Logaritme van de leeftijd van een onderneming ('Inleeftijd')
- Leverage ('leverage')

Ondanks deze aanpassingen geeft de normaliteitstest een niet-normale verdeling van de fouttermen aan (bijlage D tabel D.1: p-waarde = 0,001 < 0,05). Deze bevinding wordt echter verwaarloosd, daar er in dit praktijkonderzoek regressies worden uitgevoerd over een groot aantal bedrijven. Bij grote steekproeven is de *Kolmogrov-Smirnov* toets zeer gevoelig voor afwijkingen van de normale verdeling. Hierdoor geeft deze maatstaf geen betrouwbare indicatie over normaliteitsdeviaties met statistische analyseproblemen als gevolg (Janssens, Wijnen, de Pelsmacker & Van Kenhove, 2008). Een grafische representatie van de residuen is bijgevolg aangewezen. Afgaande op de histogrammen en bijkomende statistieken (bijlage D) kan er gesteld worden dat de errortermen van de regressie met percentage externe bestuurders en percentage onafhankelijke bestuurders als afhankelijke variabele relatief goed beantwoorden aan de normaliteitsvereiste.



Afhankelijke variabele: %_extern



Afhankelijke variabele: %_onafhankelijk

- Onafhankelijkheid

Om er zich van te vrijwaren dat elke observatie onafhankelijk van de andere is gebeurd en het praktijkonderzoek geen vertekend beeld oplevert, mag er geen sprake zijn van correlatie tussen de residuen van het regressiemodel. De meest gehanteerde maatstaf om dit fenomeen te observeren, is de *Durban-Watson* test. Voor het model met percentage externe bestuurders als afhankelijke variabele geeft deze test een waarde van 1,886 aan. Wanneer het effect van CEO dualiteit op het percentage onafhankelijke bestuurders wordt onderzocht, bedraagt deze waarde 1,760. Beiden liggen binnen de range [1,5;2,5], waardoor aan de onafhankelijkheidsassumptie voldaan is (Garson, 2012).

- Homoscedasticiteit

Een volgende stap is het nagaan of het residu over dezelfde variantie beschikt voor elke waarde van de onafhankelijke variabelen (Wijnen et al., 2002). Aan de hand van (ZPRED, ZRESID)-grafiek, waarbij ZPRED de gestandaardiseerde voorspelde waarden weergeven en ZRESID de gestandaardiseerde errortermen, kan er geconcludeerd worden dat ook de veronderstelling met betrekking tot homoscedasticiteit wordt vervuld voor beide regressiemodellen. Er is namelijk geen patroon aanwezig in de grafieken (bijlage E).

- Multicollineariteit

De afwezigheid van multicollineariteit vormt een laatste zeer belangrijke assumptie voor een multivariate lineaire regressie. Multicollineariteit treedt op wanneer de onafhankelijke regressievariabelen sterk met elkaar gecorreleerd zijn en leidt tot een instabiele regressieanalyse. Een formele indicator voor dit probleem is de bivariate correlatiecoëfficiënt, vaak vermeld als de *Pearson* test (Wijnen et al., 2002). Wijnen et al. (2002) vermelden dat er bij correlaties hoger dan 0,60 sterke vermoedens bestaan van een collineariteitsprobleem. Tabel 5.3 meldt voor één geval een significante correlatie die meer dan 0,6 bedraagt, namelijk tussen 'Ingrootte_RvB' en 'Ingrootte_ond'. In plaats van één van deze variabelen onmiddellijk te verwijderen uit het centraal onderzoeksmodel worden de onafhankelijke variabelen onderworpen aan een bijkomende techniek ter detectie van multicollineariteit, zijnde de *Tolerance*. Een *Tolerance* van 0,10 of minder duidt op een ernstig multicollineariteitsprobleem (Wijnen et al., 2002). De regressievariabelen hebben echter allemaal een *Tolerance* waarde die ruim boven de minimumgrens ligt (tabel 5.3). Om deze reden en het feit dat de *Pearson* correlatie niet veel boven 0,6 ligt, is er besloten de variabelen 'Ingrootte_RvB' en 'Ingrootte_ond' te behouden in het regressiemodel.

Tabel 5. 3 Pearson correlatie & Tolerance

	CEO_ dualiteit	Lngrootte_ RvB	Lngrootte_ ond	Lnleeftijd	Leverage	Tolerance
CEO_dualiteit	1	-,582**	-,439**	-,127	,070	0,654
Lngrootte_RvB	-,582**	1	,653**	,205**	-,060	0,460
Lngrootte_ond	-,439**	,653**	1	,188**	-,071	0,564
Lnleeftijd	-,127	,205**	,188**	1	-,059	0,951
Leverage	,070	-,060	-,071	-,059	1	0,991

** . Correlatie is significant op het één procent significantieniveau (2-tailed).

5.1.3 CEO dualiteit en onafhankelijkheid Raad van Bestuur

Om een eerste inzicht te verkrijgen in de mogelijke associatie tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur voor het jaar 2011 wordt er nagegaan aan de hand van een univariate t-test of er een verschil bestaat tussen de gemiddelden van de afhankelijke variabelen naargelang er sprake is van CEO dualiteit of niet. Het resultaat wordt opgetekend in tabel 5.4. Ten eerste dient er opgemerkt te worden dat er voor zowel het percentage externe bestuurders als het percentage onafhankelijke bestuurders een significant verschil optreedt tussen het percentage bij machtsconcentratie en het percentage bij functiescheiding. De p-waarde is namelijk kleiner dan 0,05, waardoor de nulhypothese ($H_0: \mu_{\text{Dualiteit}} = \mu_{\text{functiescheiding}}$) wordt verworpen. Ten tweede valt het gemiddeld percentage steeds lager uit wanneer er sprake is van CEO dualiteit. Er zetelden in 2011 dus minder externe en onafhankelijke bestuurders in een Raad van Bestuur waar de CEO ook de rol van voorzitter op zich nam. Op basis van deze output kan er met andere woorden gesteld worden dat CEO dualiteit een negatieve impact heeft op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur. Deze bevinding ligt in lijn met de agency theorie. Om dit met meer zekerheid te kunnen stellen, rekening houdend met andere variabelen, moet er een regressieanalyse uitgevoerd worden.

Tabel 5.4 T-toets afhankelijke variabelen gegroepeerd door dualiteit

	CEO_dualiteit	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	Sig.
%_extern	0	98	,767643	,1578746	,0159477	0,000*
	1	137	,474996	,2863740	,0244666	
%_onafhankelijk	0	98	,462493	,2179690	,0220182	0,000*
	1	137	,248926	,2769964	,0236654	

* significant op het 0,05 niveau

Eerst dient echter een keuze omtrent de regressiemethode te worden gemaakt. Uit frequentietabellen van de variabelen die de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur symboliseren (bijlage F), blijkt dat heel wat ondernemingen de randwaarden aannamen in het jaar 2011. Zo telden 29 van de 235 bedrijven een Raad van Bestuur waarin geen externe bestuurders

zetelden. In 71 ondernemingen werden geen onafhankelijke bestuurders geobserveerd. Het tegenovergestelde, namelijk volledig externe of onafhankelijke Raden van Bestuur, werd eveneens waargenomen maar in mindere mate. Zeven Raden van Bestuur bestonden uitsluitend uit externe bestuurders, waarvan drie volledig onafhankelijk waren. Vooral het hoge aantal cases zonder externe en/of onafhankelijke bestuurders kan vertekende resultaten opleveren via de traditionele OLS-methode, daar deze hoogstwaarschijnlijk een versterkende of verzwakkende invloed zullen hebben op de regressievariabelen. Daarom wordt een Tobit-regressie uitgevoerd voor zowel de centrale onderzoeksvraag als de deelvragen, waarbij de steekproef links gecensureerd wordt op 0 procent en rechts op 100 procent.

Tabel 5.5 rapporteert de analyseresultaten van het centraal onderzoeksmodel, zowel voor het percentage externe bestuurders als het percentage onafhankelijke bestuurders. De eerste inzichten met betrekking tot de relatie CEO dualiteit – onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur worden via regressieanalyse gedeeltelijk bevestigd. CEO dualiteit heeft namelijk in de statistisch significante regressie met het percentage externe bestuurders als afhankelijke variabele een significant negatieve impact op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur. Wanneer een CEO eveneens de functie van voorzitter bekleedt, zullen er 6,01 procent minder externe bestuurders aanwezig zijn om de handelingen van het management te controleren. Ook de grootte van een Raad van Bestuur heeft een bepalende invloed op het percentage externe bestuurders. Een 1 procent toename in de omvang van een Raad van Bestuur zal het percentage externe raadsleden doen stijgen met 0,15 procent. De nulhypothese, die zegt dat de regressiecoëfficiënt gelijk is aan nul, kan immers verworpen worden voor beide variabelen op het vijf procent significantieniveau, daar hun p-waarde lager uitvallen dan 0,05. De overige variabelen (de grootte, leeftijd en de schuldgraad van een onderneming) oefenen geen significante invloed uit (p-waarden > 0,05). De R^2 is voor dit soort onderzoek vrij hoog. De opgenomen variabelen verklaren 60,25 procent van de totale variatie in het percentage externe bestuurders.

Voor het percentage onafhankelijke bestuurders is het model niet statistisch significant op het vijf procent significantieniveau, noch op het tien procent significantieniveau. Het effect van CEO dualiteit op de aanwezigheid van onafhankelijke leden in een Raad van Bestuur wordt bijgevolg niet verklaard door het model. Hieruit kan eveneens gesuggereerd worden dat de keuze om onafhankelijke personen volgens de wettelijke definitie vermeld in artikel 526ter aan te stellen als bestuurder voornamelijk verklaard wordt door niet-opgenomen factoren, zoals de kennis van de bestuurders en het wettelijk kader zelf (Macus, 2008).

Een eerste analyse schuift dus de agency theorie naar voren. Machtsconcentratie zal een negatieve impact hebben op het percentage externe bestuurders en het percentage onafhankelijke bestuurders. Het laatste werd echter univariaat afgeleid en niet bevestigd door het regressiemodel. Nu rijst de vraag of deze relaties robuust blijven of variëren naargelang de context waarin een onderneming zich bevindt. Dit wordt onderzocht aan de hand van enkele deelvragen.

Tabel 5.5 Basismodel

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,4180*	,6043*
CEO_dualiteit	-,0601*	-,0101
Lngrootte_RvB	,1455*	-,0493
Lngrootte_ond	,0039	-,0015
Lnleeftijd	,0049	,0130
Leverage	-,0020	-,1240*
Aantal observaties	199	161
R ²	,6025	,0760
P-waarde regressie	,0000*	,2029

* significant op het 0,05 niveau

5.1.4 Modererend effect: bedrijfsgrootte

In 2011 waren 22,6 procent van de beschouwde 235 Belgische bedrijven grote ondernemingen, 33,6 procent middelgrote en 43,8 procent kleine ondernemingen. Het laagste percentage externe bestuurders werd teruggevonden bij kleine ondernemingen. In deze ondernemingen bestond gemiddeld 52 procent van de Raad van Bestuur uit externe leden terwijl in grote ondernemingen dit percentage 77 procent betrof. De middelgrote ondernemingen bevonden zich met een gemiddelde van 58 procent ten midden van deze bedrijven. Hetzelfde fenomeen werd geobserveerd voor het percentage onafhankelijke bestuurders: een gemiddelde van 28 procent voor kleine bedrijven, 35 procent voor middelgrote bedrijven en 44 procent voor grote bedrijven. CEO dualiteit kwam ongeveer even vaak voor in middelgrote en kleine ondernemingen (68 procent vs. 66 procent). Grote ondernemingen voorzagen in 72 procent van de gevallen een functiescheiding tussen CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur. Deze gegevens zijn terug te vinden in bijlage G (tabel G.2 en G.3).

Uit deze significante verschillen kan eveneens indirect de hypothese ondersteund worden dat CEO dualiteit een negatieve impact heeft op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur. Of de (sterkte van deze) relatie verschilt naargelang het type onderneming kan beantwoord worden door de opname van 'bedrijfsgrootte' in het regressiemodel (tabel 5.6). In alle ondernemingen, ongeacht de grootte, heeft machtsconcentratie een negatief effect op het percentage externe bestuurders in een Raad van Bestuur. Voor grote ondernemingen is dit effect echter niet significant op het vijf procent significantieniveau. Voor kleine en middelgrote ondernemingen zullen er respectievelijk 7,62 procent en 6,84 procent minder externe bestuurders geteld worden wanneer de CEO eveneens de functie van voorzitter op zich neemt. Er wordt bovendien, overeenkomstig met het basismodel, een significant positieve invloed van de grootte van een Raad van Bestuur geobserveerd. Als de grootte van een Raad van Bestuur toeneemt met 1 procent zullen er 0,15 procent meer externe bestuurders aanwezig zijn in een Raad. De overige controlevariabelen beschikken ook hier niet over significante regressiecoëfficiënten.

Het aangepast regressiemodel met het percentage onafhankelijke bestuurders als afhankelijke variabele geeft gelijkaardige resultaten als het basismodel. Dit regressiemodel is eveneens niet significant op het vijf en tien procent significantieniveau.

Tabel 5.6 Verdieping onderzoeksmodel: bedrijfsgrootte

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,4639*	,6173*
Dualiteit_Groot	-,0158	,0496
Dualiteit_Middelgroot	-,0684*	-,0299
Dualiteit_Klein	-,0762*	-,0246
Lngrootte_RvB	,1462*	-,0603**
Lnleeftijd	,0053	,0126
Leverage	-,0116	-,1377*
Aantal observaties	199	161
R ²	,6138	,0961
P-waarde regressie	,0000*	,1645

* significant op het 0,05 niveau

** significant op het 0,10 niveau

5.1.5 Modererend effect: leeftijd

Om te bepalen of de levenscyclus een belangrijke rol speelt in het verklaren van de relatie CEO dualiteit- onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur dient ook de leeftijd van een onderneming onderzocht te worden. Om dit mogelijk te maken, wordt de variabele allereerst ingedeeld in homogene groepen. Uit de clusteranalyse is gebleken dat de variabele best in drie groepen wordt gecategoriseerd, wat vervolgens ook effectief is doorgevoerd (bijlage H clusteranalyse). In een eerste cluster bedraagt de gemiddelde leeftijd 92 jaar. De tweede cluster heeft voor de variabele een gemiddelde waarde van 45 jaar en de derde cluster bevat ondernemingen met een gemiddelde leeftijd van 17 jaar. In vergelijking met de gemiddelde leeftijd over alle ondernemingen, namelijk 33 jaar (cfr. beschrijvende statistieken), kan de eerste cluster aanzien worden als een groep van mature ondernemingen en de derde cluster als een groep met relatief jonge ondernemingen. Daar de tweede cluster zich vrij dicht bij het algemeen gemiddelde bevindt, wordt deze gekarakteriseerd door ondernemingen met een gemiddelde leeftijd. Ze zijn zeker niet jong maar ook niet oud. De minimum-, maximumleeftijd en standaarddeviaties met betrekking tot deze clusters zijn terug te vinden in bijlage H (tabel H.3).

In de groep met mature ondernemingen waren gemiddeld 77 procent van de bestuurders extern en 40 procent onafhankelijk in 2011. CEO dualiteit kwam slechts in 10 procent van de gevallen voor. Voor de overige twee groepen werden er weinig verschillen opgemerkt. Zo bestond voor beide clusters de meerderheid van de Raad van Bestuur uit externe bestuurders (57 procent). Het percentage onafhankelijke bestuurders bedroeg gemiddeld 35 procent voor bedrijven met een

gemiddelde leeftijd en 32 procent voor jonge bedrijven. Machtsconcentratie vond vaker plaats dan functiescheiding. 63 procent van de jonge ondernemingen hadden CEO's die eveneens de functie van voorzitter bekleedden, voor ondernemingen met gemiddelde leeftijd was dit 71 procent.

Daar er relatief weinig verschillen werden opgemerkt tussen de drie clusters wordt er verwacht voor elke cluster een significant negatieve dualiteitscoëfficiënt terug te vinden wanneer er gekeken wordt naar het percentage externe bestuurders. Voor het percentage onafhankelijke bestuurders wordt daarentegen een niet-significante waarde voor het model geanticipeerd. De regressieresultaten (tabel 5.7) tonen enkel een onverwacht resultaat aan voor het effect van CEO dualiteit op het percentage externe bestuurders. Voor bedrijven met gemiddelde leeftijd blijkt het effect niet significant te zijn (p-waarde=0,178). Voor mature en jonge ondernemingen wordt zoals voorspeld een significant negatieve invloed van machtsconcentratie gerapporteerd. In mature bedrijven zal de aanwezigheid van CEO dualiteit leiden tot 23,98 procent minder externe raadsleden. In jonge bedrijven zal dit fenomeen een daling van 6,27 procent teweegbrengen. Daarnaast wordt het positief significant teken voor de variabele 'grootte van een Raad van Bestuur' geobserveerd. Dus hoe groter de Raad van Bestuur, hoe meer externe bestuurders erin zullen zetelen. Concreet betekent dit een toename van 0,15 procent als de grootte van de Raad van Bestuur met 1 procent stijgt. De grootte, leeftijd en schuldgraad van een onderneming blijven een niet-significante waarde aannemen.

Tabel 5.7 Verdieping onderzoeksmodel: leeftijd

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,4380*	,6354*
Dualiteit_Matuur	-,2398*	#
Dualiteit_Gemid	-,0426	,0244
Dualiteit_Jong	-,0627*	-,0257
Lngrootte_RvB	,1467*	-,0421
Lngrootte_Ond	,0039	-,0018
Leverage	-,0146	-,1204*
Aantal observaties	199	161
R ²	,6291	,0826
P-waarde regressie	,0000*	,1631

* significant op het 0,05 niveau

uit regressie gelaten wegens collineariteit

5.1.6 Modererend effect: bedrijfstak

Van de 235 onderzochte Belgische ondernemingen was één onderneming (0,4 procent) actief in de primaire sector (land- en bosbouw, visserij en winning van delfstoffen), 37,4 procent in de secundaire sector (de industrie, bouw en nutsbedrijven), 61,7 procent in de tertiaire sector (commerciële dienstverlening) en één onderneming in de quataire sector (publieke dienstverlening). Met betrekking tot het percentage externe en onafhankelijke leden in een Raad

van Bestuur werden er in 2011 geen significante verschillen gevonden tussen de sectoren (bijlage I tabel I.2). De onderneming uit de primaire sector telde 33 procent externe bestuurders en geen onafhankelijke bestuurders. Er was bovendien sprake van CEO dualiteit (tabel I.3). De onderneming uit de quartaire sector had 40 procent externe bestuurders, die allemaal voldeden aan de onafhankelijkheidscriteria, en een duale CEO. Wegens onderrepresentatie worden deze twee sectoren niet verder besproken. De secundaire sector beschikte over Raden waar gemiddeld 64 procent externe bestuurders en 36 procent onafhankelijke bestuurders zetelden. In 47 procent van de bedrijven operationeel in deze sector waren de CEO en de voorzitter van de Raad van Bestuur eenzelfde persoon. De tertiaire sector had daarentegen gemiddeld 57 procent externe raadsleden, 33 procent onafhankelijke leden en een duale leiderschapsstructuur in 65 procent van de gevallen.

Net als de grootte en de leeftijd van een onderneming is de sector een bepalende factor voor het verklaren van (de sterkte van) de associatie tussen CEO dualiteit en het percentage externe bestuurders (tabel 5.8). In de tertiaire sector leidt CEO dualiteit tot een afname van 5,86 procent externe bestuurders terwijl voor de secundaire sector het effect niet significant is op het tien procent significantieniveau. Van de controlevariabelen neemt ook hier enkel 'de grootte van een Raad van Bestuur' een significante waarde aan. Het effect van deze variabele is eveneens in overeenkomst met het basismodel. Een uitbreiding van de Raad van Bestuur met één procent zal namelijk zorgen voor een toename in het percentage externe bestuurders met 0,15 procent.

Het model met het percentage onafhankelijke bestuurders als afhankelijke variabele blijft niet significant, zowel op het vijf procent als op het tien procent significantieniveau.

Tabel 5.8 Verdieping onderzoeksmodel: bedrijfstak

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,3968*	,6102*
Dualiteit_primair	-,3000*	#
Dualiteit_secundair	-,0286	-,0299
Dualiteit_tertiair	-,0586*	-,0007
Dualiteit_Quartair	-,4164*	-,0381
Lngrootte_RvB	,1516*	-,0475
Lngrootte_ond	,0038	-,0020
Lnleeftijd	,0090	,0121
Leverage	-,0089	-,1238*
Aantal observaties	199	161
R ²	,6828	,0806
P-waarde regressie	,0000*	,3614

* significant op het 0,05 niveau

uit regressie gelaten wegens collineariteit

5.1.7 Modererend effect: CEO gezag

De relatie tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur naargelang het gezag van een CEO gebeurt aan de hand van drie homogene groepen: 'machtige' CEO, 'invloedrijke' CEO en CEO's met 'normaal gezag' (bijlage J clusteranalyse). Om tot de groep van 'machtige' CEO's te behoren, dient de CEO een minimale ambtsperiode van 27 jaar te hebben vervuld. 'Invloedrijke' CEO's hebben tussen de 12 en 26 jaar ervaring als hoofd van de onderneming. CEO's met 'normaal gezag' vervullen hun taak 11 jaar of minder. In 2011 waren er 18 ondernemingen met een 'machtige' CEO, 65 met een 'invloedrijke' CEO en 95 andere ondernemingen. Additionele statistieken omtrent elke groep zijn terug te vinden in bijlage J (tabel J.4).

Op basis van logisch gedachtengoed wordt een lager percentage externe en onafhankelijke leden in een Raad van Bestuur verwacht naarmate de invloed van een CEO verhoogt. CEO dualiteit zou daarentegen vaker moeten voorkomen wanneer het gezag van de CEO toeneemt. Variantieanalyse en kruistabellen bevestigen deze aannames voor het jaar 2011 (tabel J.5,6,7: significantie <0,05). Waar er 'normaal gezag' heerste, bestond gemiddeld 65 procent van de Raad uit externe bestuurders en 41 procent uit onafhankelijke bestuurders. Bij 'invloedrijke' CEO's daalden deze percentages naar 57 procent en 26 procent. Wanneer een 'machtig' CEO aan het hoofd van de onderneming stond, waren nog maar 48 procent van de bestuurders extern en 23 procent onafhankelijk. Omgekeerd steeg CEO dualiteit van 46 procent bij CEO's met 'normaal gezag' naar 65 procent bij 'invloedrijke' CEO's en tot 72 procent bij 'machtige' CEO's.

Op basis van deze statistieken zou bijgevolg de sterkte van het negatief verband tussen CEO dualiteit en onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur moeten toenemen met de ambtsperiode. Deze hypothese wordt gedeeltelijk bevestigd door de regressieresultaten met externe bestuurders als afhankelijke variabele (tabel 5.9). Wanneer een 'invloedrijke' CEO eveneens voorzitter is, zal het percentage externe bestuurders in een Raad van Bestuur afnemen met 6,41 procent. Wanneer een 'machtige' CEO de functie van voorzitter op zich neemt, daalt het percentage verder tot 12,01 procent. Voor ondernemingen waarin de CEO 'normaal gezag' uitoefent, wordt er echter een niet-significant verband geobserveerd. De overige variabelen in de regressie vertonen dezelfde relatie tot de afhankelijke variabele als het basismodel. De grootte, leeftijd en schuldgraad van een onderneming hebben geen verklarende invloed. De grootte van een Raad van Bestuur heeft een significant positief effect op het percentage, namelijk wanneer de Raad van Bestuur extra bestuurders opneemt met een 1 procent stijging in omvang als gevolg, zal het percentage externe bestuurders toenemen met 0,14 procent.

Voor het percentage onafhankelijke bestuurders wordt de hypothese tegengesproken, daar het model ditmaal bijna significant is op het vijf procent significantieniveau en op dit niveau niet-significante waarden weergeeft voor de dualiteitsvariabelen (tabel 5.9). Wanneer het significantieniveau wordt uitgebreid naar tien procent zal een 'invloedrijke' duale CEO het percentage onafhankelijke bestuurders doen dalen met 7,78 procent. De overige dualiteitstermen

blijven niet significant. Ook leverage wordt bepalend want een 1 procent stijging in de schuldgraad zal leiden tot een afname van 10,35 procent onafhankelijke leden in een Raad van Bestuur.

Tabel 5.9 Verdieping onderzoeksmodel: CEO gezag

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,4072*	,5740*
Dualiteit_Mchtig	-,1201*	-,1144
Dualiteit_Invloedrijk	-,0641*	-,0778**
Dualiteit_Normaal	-,0451	,0413
Lngrootte_RvB	,1439*	-,0283
Lngrootte_ond	,0029	-,0048
Lnleeftijd	,0156	,0182
Leverage	-,0242	-,1035**
Aantal observaties	199	161
R ²	,6283	,1544
P-waarde regressie	,0000*	,0578

* significant op het 0,05 niveau

** significant op het 0,10 niveau

5.1.8 Modererend effect: beursnotering

Het laatste scenario onderzoekt of de associatie tussen CEO dualiteit en onafhankelijkheid afhangt van de beursnotering. De dataset bevat 95 beursgenoteerde en 160 niet-beursgenoteerde ondernemingen. In deze eerste groep bestond een Raad van Bestuur gemiddeld uit 77 procent externe en 41 procent onafhankelijke bestuurders. In aantallen komt dit overeen met gemiddeld zes externe en drie onafhankelijke bestuurders. Wanneer een bedrijf geen beursintroductie had ondergaan, lagen de percentages lager, namelijk 52 en 31 procent. Er zetelden in aantallen verwoord gemiddeld twee externe bestuurders in een Raad van Bestuur, waarvan één onafhankelijk. CEO dualiteit werd hoofdzakelijk geobserveerd bij niet-beursgenoteerde ondernemingen. Deze groep telde maar liefst 123 bedrijven (77 procent) met machtsconcentratie. Niet-beursgenoteerde ondernemingen opteerden voornamelijk voor een functiescheiding (81 procent). Toch werden er in 2011 nog steeds 14 beursgenoteerde ondernemingen met CEO dualiteit opgemerkt terwijl de Belgische Corporate Governance Code 2009 dit afraadt. Uit deze bespreking kan geconcludeerd worden dat de beursgenoteerde ondernemingen in deze dataset de richtlijnen van de Belgische Corporate Governance Code relatief goed toepasten voor het jaar 2011. Ook voor niet-beursgenoteerde ondernemingen kon een goede naleving van de Code Buysse II met betrekking tot onafhankelijkheid worden afgeleid. De Raden van Bestuur telden immers gemiddeld één onafhankelijk lid, hoewel onafhankelijke bestuurders geen must zijn volgens de Code Buysse II. De aanbeveling omtrent scheiding van functies werd echter niet zo goed opgevolgd door deze ondernemingen. De twee groepen vergelijkend, kan er een betere opvolging van corporate governance praktijken vastgesteld worden voor beursgenoteerde ondernemingen. Dit is

hoogstwaarschijnlijk te wijten aan de grotere maatschappelijke druk tot toepassing van corporate governance waaraan ze worden blootgesteld. Alle gegevens zijn terug te vinden in bijlage K.

De regressieresultaten (tabel 5.10) tonen een significante invloed van beursnotering aan op de relatie CEO dualiteit-onafhankelijkheid Raad van Bestuur wanneer er gekeken wordt naar het percentage externe bestuurders. CEO dualiteit heeft bij zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde ondernemingen een significant negatief effect. De aanwezigheid van machtsconcentratie zal leiden tot een daling van 5,19 procent externe bestuurders bij niet-beursgenoteerde bedrijven terwijl dit voor beursgenoteerde ondernemingen 9,28 procent bedraagt. Bij deze laatste groep is de impact van CEO dualiteit dus zwaarder. Voor de overige variabelen wijzigt er weinig in vergelijking met het basismodel. De grootte van een Raad van Bestuur oefent nog steeds een significant positieve invloed uit op het percentage externe bestuurders. Een uitbreiding van de Raad van Bestuur met 1 procent zal het percentage externe bestuurder doen toenemen met 0,15 procent. Grootte, leeftijd en schuldgraad van een onderneming blijven irrelevant met betrekking tot het verklaren van het percentage externe bestuurders in een Raad van Bestuur.

Voor de verklaring van het percentage onafhankelijke bestuurders in een Raad van Bestuur is het model niet significant op het vijf procent significantieniveau. Het is bijna significant op tien procent niveau (met heel lage R²). Op dit significantieniveau krijgt de dualiteitscoëfficiënt bij beursgenoteerde ondernemingen een significant negatieve waarde. Het percentage onafhankelijke bestuurders zal dalen met 9,46 procent wanneer er CEO dualiteit optreedt in beursgenoteerde ondernemingen. Dualiteit bij private ondernemingen is daarentegen niet significant. Van de controlevariabelen heeft enkel de schuldgraad van een onderneming een verklarend effect. Het percentage onafhankelijke bestuurders zal namelijk met 13,09 procent dalen wanneer de schuldgraad toeneemt met 1 procent.

Tabel 5.10 Verdieping onderzoeksmodel: beursnotering

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,4133*	,5947*
Dualiteit_beursgenot	-,0928*	-,0946**
Dualiteit_niet-beursgenot	-,0519*	,0147
Lngrootte_RvB	,1508*	-,0325
Lngrootte_ond	,0039	-,0016
Lnleeftijd	,0037	,0078
Leverage	-,0058	-,1309*
Aantal observaties	199	161
R ²	,6096	,1105
P-waarde regressie	,0000*	,1039

* significant op het 0,05 niveau

* significant op het 0,10 niveau

5.2 Longitudinaal onderzoek

5.2.1 Beschrijvende statistieken

Tabel 5.11 en 5.12 geven een overzicht van de belangrijkste statistieken voor de afhankelijke, onafhankelijke en controlevariabelen over de periode 2009-2011. Voor elke variabele is het minimum, het maximum, het gemiddelde en de standaarddeviatie weergegeven. Er bevinden zich geen sterke afwijkingen ten opzichte van de cijfers van 2011, vermeld in tabel 5.1. Er kan bijgevolg aangenomen worden dat er over de jaren heen geen drastische veranderingen hebben plaatsgevonden binnen de onderzochte ondernemingen. Het grootste verschil is te vinden bij de variabele 'grootte_ond', waar het gemiddelde €27 miljoen lager ligt dan het gemiddeld balanstotaal in 2011 en het minimum gezakt is van €805.000 naar €586.000. Analyse van de afhankelijke, onafhankelijke en controlevariabelen naargelang het jaartal beaamt de onderstelling, daar ANOVA geen significante verschillen opmerkt tussen de jaarlijkse gemiddelden van iedere variabele (bijlage L: p-waarden >0,05). De afwezigheid van afwijkingen heeft tot gevolg dat de bemerkingen voor het jaar 2011 met betrekking tot de naleving van de Corporate Governance Code en de spreiding in controlevariabelen doorgetrokken kunnen worden naar 2009 en 2010.

De centrale items in deze masterproef, namelijk het percentage externe raadsleden, het percentage onafhankelijke raadsleden en CEO dualiteit, worden hieronder kort toegelicht voor het jaar 2009 en 2010 (bijlage L tabel L.1 & L.2). De waarden voor 2011 zijn reeds bij het cross-sectioneel onderzoek beschreven. Een Raad van Bestuur bestond in 2009, net als in 2011, gemiddeld uit 60 procent externe bestuurders. In 2010 was er een lichte terugval naar 59 procent. Het percentage onafhankelijke bestuurders nam eveneens lichtjes af van 2009 naar 2010. Het gemiddelde bedroeg 34,2 procent in 2009 en 33,9 procent in 2010. Machtconcentratie steeg daarentegen. In 2009 hadden 41 procent van de ondernemingen een CEO die eveneens de taak van voorzitter op zich nam. In 2010 was dit 42 procent.

Tabel 5.11 Beschrijvende statistieken afhankelijke & onafhankelijke variabelen

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Afhankelijke variabelen:					
%_extern	699 ⁵	0	1	,595454	,2817841
%_onafhankelijk	699	0	1	,339693	,2715856
Onafhankelijke variabele:					
CEO_dualiteit	699	0	1	,582260	,49354

⁵ Aan de hand van de Leverage values en de Cook's distance konden zes outliers, namelijk Abar voor het jaar 2010, Emakina group voor het jaar 2009, Eurovet en Newton 21 EU voor het jaar 2009 en 2010, gedetecteerd worden met een significante invloed op de regressieresultaten. Deze cases werden dan ook verwijderd uit de dataset vooraleer te beginnen met de beschrijvende statistieken en de assumptiecheck.

Tabel 5.12 Beschrijvende statistieken controlevariabelen

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Controlevariabelen:					
Grootte_RvB	699	1	24	5,25	3,158
Grootte_ond	699	586	14367640	363353,70	1322060
Leeftijd	699	0	148	32,20	27,028
Leverage	699	,009	,971	,551593	,2395056

5.2.2 Assumpties

Daar dezelfde ondernemingen nu over drie periodes geobserveerd worden, dient er opnieuw een controle van assumpties te gebeuren. Deze check bevestigt de assumpties omtrent normaliteit, onafhankelijkheid en homoscedasticiteit. De keuze om verder te werken met dezelfde regressievariabelen als het cross-sectioneel onderzoek ('%_extern', '%_onafhankelijk', 'CEO_dualiteit', 'Ingrootte_RvB', 'Ingrootte_ond', 'Inleeftijd' en 'leverage') levert namelijk residuen op die de normale verdeling relatief goed benaderen (bijlage M). De *Durban-Watson* waarde ligt voor beide afhankelijke variabelen binnen de range [1,5;2,5] en de (ZPRED, ZRESID)-grafieken geven geen patronen weer (bijlage M). Ook het multicollineariteitsprobleem doet zich niet voor. De *Pearson* correlatietabel geeft tussen de grootte van een Raad van Bestuur en de grootte van een onderneming een correlatiewaarde groter dan 0,6 aan, maar de *Tolerance* weerlegt het vermoeden van sterke multicollineariteit (bijlage M). Iedere variabele beschikt immers over een *Tolerance* waarde groter dan 0,1 (minimale waarde bedraagt 0,447).

5.2.3 CEO dualiteit en onafhankelijkheid Raad van Bestuur

Daar heel wat ondernemingen ook bij dit onderzoek grenswaarden aannemen voor de afhankelijke variabelen (bijlage N) wordt er een Tobit-regressie uitgevoerd. De resultaten van beide modellen zijn significant op het vijf procent significantieniveau en tonen nu zowel voor het percentage externe bestuurders als voor het percentage onafhankelijke bestuurders een significant negatief verband aan (tabel 5.13). Wanneer de voorzitter van een Raad van Bestuur en de CEO eenzelfde persoon zijn, zullen er 6,24 procent minder externe bestuurders en 7,29 procent minder onafhankelijke bestuurders zetelen in een Raad van Bestuur. Het longitudinaal onderzoek voor de jaren 2009, 2010 en 2011 brengt dus duidelijk de agency theorie naar voor. In de regressie met percentage externe bestuurders als afhankelijke variabele vinden er overigens weinig wijzigingen plaats ten opzichte van het cross-sectioneel onderzoek. De constante verliest wat aan significantie terwijl leverage aan significantie wint. Beide variabelen zijn namelijk enkel significant op het tien procent significantieniveau. Een 1 procent stijging in schuldgraad zal over drie jaar gepaard gaan met een daling van 7,87 procent externe raadsleden in een Raad van Bestuur. De overige variabelen behouden hun cross-sectionele invloed op externe bestuurders wanneer er gekeken wordt op het vijf procent significantieniveau. De grootte van een Raad van Bestuur heeft een positieve impact op het percentage. De sterkte ervan is echter gewijzigd. Een toename in omvang

met 1 procent doet het percentage externe nu stijgen met 0,32 procent. De grootte en leeftijd van een onderneming blijven niet significant.

Wanneer er gekeken wordt naar het percentage onafhankelijke bestuurders neemt naast CEO dualiteit eveneens de grootte van een Raad van Bestuur een significante waarde aan. De Raad zal 0,26 procent meer onafhankelijke bestuurders tellen wanneer de omvang van de Raad van Bestuur toeneemt met 1 procent. Leverage oefent eveneens een positieve invloed uit op het vijf procent significantieniveau. Over een periode van drie jaar zal een 1 procent stijging in de schuldgraad gepaard gaan met 13,95 procent meer onafhankelijke bestuurders. De overige controlevariabelen nemen noch op het vijf procent significantieniveau noch op het tien procent significantieniveau een significante waarde aan.

Tabel 5.13 Basismodel

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,1918**	-,1972
CEO_dualiteit	-,0624*	-,0729*
Lngrootte_RvB	,3183*	,2625*
Lngrootte_ond	,0039	,0054
Lnleeftijd	-,0149	-,0123
Leverage	-,0787**	,1395*
Aantal observaties	698	698
Log likelihood	241,0307	77,3103
P-waarde regressie	,0000*	,0000*

* significant op het 0,05 niveau

** significant op het 0,10 niveau

De regressieresultaten van het longitudinaal onderzoek gecontroleerd voor bedrijfsgrootte, leeftijd, sector, CEO gezag en beursnotatie leverden geen nieuwe bevindingen op ten opzichte van het cross-sectioneel onderzoek. Ze worden daarom ter informatie weergegeven in bijlage O, maar hier niet verder besproken.

5.3 Vergelijkend onderzoek: ondernemingsprestaties

Bovenstaande onderzoeken tonen globaal een negatieve impact van CEO dualiteit op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur aan. Om te voorkomen dat er vervolgens te vlug conclusies worden getrokken en algemene regels met betrekking tot het verbieden van CEO dualiteit worden opgesteld, dienen eveneens andere facetten te worden onderzocht, zoals ondernemingsprestaties, winstmanipulatie en verloning. In deze sectie wordt de relatie tussen CEO dualiteit en ondernemingsprestaties kort bestudeerd voor Belgische ondernemingen. Heel wat studies rapporteren hieromtrent verschillende maatstaven (cfr. 3.2.1 ondernemingsprestaties). Uit een meta-analyse van Kang en Zardkoohi (2005) blijkt voornamelijk de ROA en de ROE als prestatie maatstaven te worden gebruikt.

De ROE wordt gedefinieerd als de winst of het verlies van het boekjaar gedeeld door het eigen vermogen (Laveren et al., 2009). Vanuit het standpunt van de aandeelhouder is deze maatstaf het interessantst, daar ROE het rendement op hun investeringen weergeeft en zo voor de aandeelhouders het prestatieniveau van de onderneming meet (Laveren et al., 2009). Aan de hand van Belfirst werden volgende proxies opgehaald voor iedere onderneming:

- Netto rendabiliteit van het eigen vermogen vóór belastingen
- Netto rendabiliteit van het eigen vermogen na belastingen
- Bruto rendabiliteit van het eigen vermogen na belastingen

Het verschil tussen bruto en netto is dat bruto de situatie weerspiegelt vóór aftrek van niet-kaskosten zoals afschrijvingen. De beschrijvende statistieken voor elk van deze variabelen in het jaar 2011 en over de periode 2009-2011 zijn terug te vinden in tabel 5.14. De verschillen naargelang het jaar worden weergegeven in bijlage P (tabel P.1). Er worden echter geen significante verschillen opgemerkt tussen de jaren (ANOVA >0,05).

Tabel 5.14 Beschrijvende statistieken

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
2009:					
Netto ROE vóór	235	-1,567	3,121	,19721	,458803
Netto ROE na	235	-1,5677	2,1910	,133056	,3412177
Bruto ROE na	235	-,619	2,904	,30208	,431359
2009-2011:					
Netto ROE vóór	699	-6,4461	3,1718	,17545	,5170261
Netto ROE na	699	-6,4461	2,191	,11470	,4239325
Bruto ROE na	699	-2,9296	3,1417	,28643	,46081

De ROA drukt de ondernemingswinst uit als een percentage van het balanstotaal en belicht de winstgevendheid van de onderneming in haar globaliteit (Laveren et al., 2009). Deze maatstaf geeft inzicht in de efficiëntie van de activa om winsten te genereren. Volgende proxies worden verder onderzocht:

- Netto rendabiliteit van het totaal der activa vóór belastingen
- Bruto rendabiliteit van het totaal der activa vóór belastingen

Beschrijvende statistieken voor elk van deze variabelen in het jaar 2011 en over de periode 2009-2011 zijn terug te vinden in tabel 5.15. De verschillen naargelang het jaar worden weergegeven in bijlage P (tabel P.1). Ze zijn niet statistisch significant op het vijf procent significantieniveau (ANOVA>0,05).

Tabel 5.15 Beschrijvende statistieken

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
2009:					
Netto ROA vóór	235	-,4006	,7981	,080254	,1240074
Bruto ROA vóór	235	-,2974	1,0328	,126429	,1315686
2009-2011:					
Netto ROA vóór	699	-,6079	,7981	,07593	,1252125
Bruto ROA vóór	699	-,4552	1,0328	,123061	,1290928

Na de assumpties te hebben gecontroleerd op identieke wijze als in de twee voorgaande onderzoeken worden de ondernemingsprestaties gerelateerd aan CEO dualiteit en de controlevariabelen. Daar ondernemingsprestaties elke waarde kunnen aannemen, dient er geen Tobit- maar een OLS-regressie uitgevoerd te worden. De originele waarden van de prestatieproxies zijn echter niet-normaal verdeeld en het uitvoeren van een logaritmische transformatie leidt tot het verlies van heel wat cases doordat de negatieve en nulwaarden wegvallen (bijlage P tabel P.2). Om toch betrouwbare resultaten voor het jaar 2011 te verkrijgen, wordt bootstrapping toegepast. Bootstrapping valideert de regressieresultaten door een groot aantal keer random waarden te simuleren volgens de distributie geassocieerd met de dataset, hier de normale verdeling. De regressieresultaten worden weergegeven in tabel 5.16.

Op het vijf procent significantieniveau zijn enkel de modellen van bruto ROE na en bruto ROA vóór belastingen significant, bij een lage R^2 . CEO dualiteit heeft op het vijf procent significantieniveau geen invloed op beide prestatievariabelen. Op dit significantieniveau is er enkel een positieve invloed van leverage voor bruto ROE na belastingen en een negatieve invloed van ondernemingsgrootte voor bruto ROA vóór belastingen. De schuldgraad zal de bruto ROE na belastingen doen toenemen met 70,5 procent als er een 1 procent stijging plaatsvindt. De ondernemingsgrootte zal bij een 1 procent stijging de bruto ROA vóór belastingen doen dalen met 0,01 procent. Wanneer er gekeken wordt op het tien procent significantieniveau beïnvloedt dualiteit de bruto ROA vóór belastingen op een significant positieve manier. De ratio zal namelijk stijgen met 4,2 procent wanneer er sprake is van een duale leiderschapsstructuur. Op ditzelfde level heeft ondernemingsgrootte eveneens een verklarend effect op bruto ROE na belastingen, daar een stijging van één procent zal leiden tot een 0,03 procent daling in de bruto ROE na belastingen. De overige controlevariabelen zijn niet significant op het tien procent significantieniveau. Wanneer er op dit niveau gekeken wordt naar de significantie van modellen blijkt eveneens de netto ROE vóór belastingen belangrijk te zijn. In dit model heeft echter enkel de schuldgraad een verklarend effect op het vijf en tien procent significantieniveau. De netto ROE vóór belastingen zal bij een 1 procent stijging in leverage toenemen met 33 procent.

Tabel 5.16 Regressie ondernemingsprestaties 2011

	Netto ROE vóór	Netto ROE na	Bruto ROE na	Netto ROA vóór	Bruto ROA Vóór
Constante	,073	-,032	,106	,049	,161*
CEO_dualiteit	,075	,058	,077	,040**	,042**
Ln_grootte_RvB	,001	-,012	,086	,003	,029
Ln_grootte_ond	-,009	,001	-,025**	-,004	-,011*
Ln_leeftijd	-,003	,011	-,034	,008	-,002
Leverage	,333*	,195**	,705*	,027	,036
Aantal obs.	235	235	235	235	235
R ²	,024	,008	,165	,016	,031
P-waarde reg	,062**	,235	,000*	,122	,031*

* significant op het 0,05 niveau

** significant op het 0,10 niveau

Een longitudinaal onderzoek brengt geen afwijkende resultaten met zich mee ten opzichte van de cross-sectionele studie (tabel 5.17). Geen enkel model is significant op het tien procent niveau.

Tabel 5.17 Regressie ondernemingsprestaties 2009-2011

	Netto ROE vóór	Netto ROE na	Bruto ROE na	Netto ROA vóór	Bruto ROA vóór
Constante	,2096	,1419	,2922*	,1066*	,1545*
CEO_dualiteit	-,0145	-,0304	-,0016	,0037	,0047
Ln_grootte_RvB	,0502	,0292	-,0168	,0228**	,0082
Ln_grootte_ond	-,0187**	-,0138	,0032	-,0036	-,0004
Ln_leeftijd	,0191	,0211	-,0069	-,0083	-,0103
Leverage	,0558	,0417	,0190	-,0066	-,0182
Aantal obs.	693	692	692	694	689
R ²	,0047	,0053	,0005	,0073	,0057
P-waarde reg	,4338	,3675	,9935	,4588	,6196

* significant op het 0,05 niveau

** significant op het 0,10 niveau

De bevindingen van het cross-sectioneel onderzoek lijken heel beperkte ondersteuning te geven voor de stewardship theorie, waar de managers worden aanschouwd als goede stewards van de onderneming en CEO dualiteit resulteert in sterk leiderschap, met hogere ondernemingsprestaties als gevolg. Over de tijdsperiode 2009,2010,2011 worden daarentegen eerder de theoretische argumenten van de resource dependency theorie bevestigd, met name dat het er niet toe doet.

5.4 Exploratorisch onderzoek: uitbreiding regressiemodel

Voor de originele dataset van 235 bedrijven kon de variabele 'CEO ambtsperiode' slechts 178 keer verzameld worden. Het eigendomspercentage werd slechts voor 125 ondernemingen gevonden. Er zouden zo bij het onderzoek naar de relatie tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur heel wat cases verloren gaan. Bijgevolg is er voor gekozen deze variabelen niet op te nemen in het basismodel, maar een afzonderlijk onderzoek uit te voeren naar het effect van deze variabelen op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur van beursgenoteerde ondernemingen. Voor de 75 bedrijven in deze groep kon er namelijk 73 keer de ambtsperiode van de CEO en 71 keer het eigendomspercentage opgetekend worden.

De CEO's van beursgenoteerde bedrijven hadden in 2011 gemiddeld een ambtsperiode van 12 jaar als CEO. Dit is meer dan verwacht, daar de meeste CEO's maar voor een beperkt aantal jaren aan het hoofd van de onderneming staan (Voordeckers,2012). De controlerende aandeelhouders hadden gemiddeld 38 procent van de aandelen in bezit. Deze percentages zijn relatief stabiel gebleven over een tijdspanne van drie jaar (bijlage Q tabel Q.1). In het jaar 2009 bedroeg de eigendomsconcentratie gemiddeld 40 procent. In 2010 was het gemiddelde 38 procent. Daar de gemiddelde percentages zich ver boven de 25 procent grens bevonden, hadden de controlerende aandeelhouders de mogelijkheid tot het uitoefenen van de controlebevoegdheid. Richtlijn 2.2 van de Belgische Corporate Governance stelt echter dat de besluitvorming van een Raad van Bestuur niet gedomineerd mag worden door een persoon of een groep.

De uitkomst van de cross-sectionele en longitudinale regressies wordt samengevat in tabel 5.18 en 5.19. Deze Tobit-regressieresultaten geven een beeld weer van de relatie tussen CEO dualiteit, respectievelijk CEO ambtsperiode en eigendomspercentage, en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur, waar de assumpties gekoppeld aan multivariate lineaire analyse voldaan zijn. De normaliteitsassumptie wordt bekrachtigd door de variabele 'ambtsperiode' te onderwerpen aan een logtransformatie. De variabele 'eigendomspercentage' beschikt over hetzelfde probleem als de afhankelijke variabelen 'percentage externe bestuurders' en 'percentage onafhankelijke bestuurders', waardoor er besloten wordt geen logaritme te nemen ondanks zijn niet-normale verdeling. Door deze keuzes worden eveneens de assumpties omtrent onafhankelijkheid en homoscedasticiteit bevestigd. Er treedt bovendien geen multicollineariteitsprobleem op.

Het cross-sectioneel model voor het percentage externe bestuurders is significant op het vijf procent significantieniveau (tabel 5.18). Voor het jaar 2011 blijkt de ambtsperiode van een CEO een significant negatieve invloed uit te oefenen op het percentage externe bestuurders. Wanneer de ambtsperiode van een CEO met 1 procent toeneemt, zal de proportie externe bestuurders dalen met 0,04 procent. Dualiteit en eigendomsconcentratie spelen enkel een rol op het tien procent significantieniveau. In Raden van Bestuur waar de CEO en voorzitter eenzelfde persoon zijn, komen er 5,89 procent minder externe bestuurders voor. Een stijging van het eigendomspercentage van controlerende aandeelhouders met 1 procent gaat gepaard met een daling van 8,26 procent externe bestuurders. Van de overige controlevariabelen heeft slechts één element, namelijk de

grootte van een Raad van Bestuur, op het vijf en tien procent significantieniveau invloed op de afhankelijke variabele. Het percentage externe bestuurders zal toenemen met 0,09 procent wanneer de Raad van Bestuur uitbreidt met 1 procent.

Het model voor onafhankelijke bestuurders is daarentegen niet significant op het tien procent significantieniveau en levert dus ook hier geen bijdrage tot het verklaren van de relatie tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur.

Tabel 5.18 Uitbreiding basismodel 2011

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,6068*	,6270*
CEO_dualiteit	-,0589**	-,0039
Lngrootte_RvB	,0894*	-,0965**
Lngrootte_ond	,0028	,0130
Lnleeftijd	,0153	,0034
Leverage	,0068	-,1419*
Lnambtsperiode	-,0347*	-,0440*
% eigendom	-,0826**	-,0024
Aantal observaties	90	87
R ²	,6617	,2090
P-waarde regressie	,0000*	,0193

* significant op het 0,05 niveau

** significant op het 0,10 niveau

Bij het longitudinaal onderzoek zijn beide modellen significant op het vijf procent significantieniveau. CEO ambtsperiode verliest zijn significantie op het percentage externe bestuurders (tabel 5.19). Hetzelfde geldt voor CEO dualiteit. Voor de overige significante variabelen bij het cross-sectioneel onderzoek veranderen enkel de sterktes van de relatie. Het eigendomspercentage blijft een negatieve invloed uitoefenen op het tien procent significantieniveau, maar zal over een periode van drie jaar leiden tot een afname van 7,71 procent externe bestuurders wanneer de controlerende aandeelhouders 1 procent meer aandelen in handen hebben. De grootte van een Raad van Bestuur blijft zijn positief significant effect behouden, maar een Raad van Bestuur zal nu bij een uitbreiding van 1 procent 0,11 procent extra externe bestuurders tellen. De niet-significante variabelen bij het cross-sectioneel onderzoek blijven niet significant.

Bij de regressieanalyse met het percentage onafhankelijke bestuurders als afhankelijke variabele zijn de grootte van een Raad van Bestuur en de grootte van een onderneming significant op het vijf procent significantieniveau. Het eerste heeft een negatieve invloed, namelijk bij een 1 procent toename in de omvang zal het percentage onafhankelijke bestuurders dalen met 0,13 procent. Het laatste heeft een positieve invloed, daar er 0,03 procent meer onafhankelijke raadsleden zullen

voorkomen in een Raad van Bestuur wanneer de bedrijfsgrootte toeneemt met 1 procent. Op het tien procent significantieniveau verklaart eveneens de eigendomsconcentratie het percentage onafhankelijke leden aanwezig in een Raad van Bestuur. Een stijging van het eigendomspercentage met 1 procent zal percentage onafhankelijke bestuurders doen dalen met 8,37 procent. CEO dualiteit en ambtsperiode nemen, overeenkomstig met het model voor externe bestuurders, een niet-significante waarde aan over de periode 2009-2011.

Tabel 5.19 Uitbreiding basismodel 2009-2011

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,4425*	,4158*
CEO_dualiteit	-,0197	-,0123
Lngrootte_RvB	,1103*	-,1298*
Lngrootte_ond	,0118	,0314*
Lnleeftijd	,0067	-,0134
Leverage	-,0332	-,0216
Lnambtsperiode	-,0152	-,0159
% eigendom	-,0771**	-,0837**
Aantal observaties	181	190
Log likelihood	184,3007	171,5519
P-waarde regressie	,0000*	,0014*

* significant op het 0,05 niveau

** significant op het 0,10 niveau

Daar de ambtsperiode van een CEO een significante invloed heeft op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur in het jaar 2011 en het eigendomspercentage een bepalende invloed uitoefent voor de periode 2009-2011 zou het interessant zijn deze informatie eveneens te verzamelen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Daarenboven verandert de relatie tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur bij opname van de variabelen 'ambtsperiode' en 'eigendomspercentage'. Er wordt nu steeds een niet-significant verband geobserveerd op het vijf procent significantieniveau terwijl de initiële studies hoofdzakelijk een negatief verband aangeven. Verder onderzoek naar de relatie tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur dient dus best rekening te houden met CEO ambtsperiode en eigendomsconcentratie.

HOOFDSTUK 6: CONCLUSIES

Deze masterproef toont globaal een negatieve relatie aan tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur voor Belgische ondernemingen (centraal onderzoeksmodel). Voor de eerste maatstaf van onafhankelijkheid, het percentage externe bestuurders, vindt er zowel in het jaar 2011 als over de periode 2009-2011 een significante daling plaats wanneer CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur eenzelfde persoon zijn. Voor de tweede parameter, het percentage onafhankelijke bestuurders, wordt er een significant negatief verband geobserveerd over de jaren 2009, 2010, 2011. Deze bevindingen zijn in overeenkomst met de agency theorie. Volgens de agency theorie heeft CEO dualiteit een negatieve uitwerking op de effectiviteit van de controlefunctie van een Raad van Bestuur (Jackling & Johl, 2009). De CEO/voorzitter kan namelijk bij machtsconcentratie de Raad van Bestuur in onwetendheid laten op verschillende vlakken van de bedrijfsvoering. Er kan bovendien manipulatie plaatsvinden. Hierdoor worden de agency problemen binnen de onderneming niet naar behoren aangepakt, met verlies aan bedrijfseffectiviteit en -efficiëntie tot gevolg.

De richting en sterkte van deze relatie is echter sterk gebonden aan tijd en context. Zo wordt er, in tegenstelling tot het resultaat van de studie over de periode 2009-2011, geen verband gevonden tussen machtsconcentratie en het percentage onafhankelijke bestuurders in het jaar 2011 zelf. De variatie in het effect van CEO dualiteit naargelang de situatie waarin een onderneming zich bevindt, blijkt uit onderzoek naar modererende effecten op het percentage externe bestuurders. Als eerste wordt er voor bedrijfsgrootte een afwijkende relatie geobserveerd. CEO dualiteit heeft namelijk in grote bedrijven een niet-significante impact op de aanwezigheid van externe bestuurders terwijl er voor kleine en middelgrote bedrijven, overeenkomstig met het basismodel, een negatief verband optreedt. Dit valt wellicht te verklaren door het feit dat grote ondernemingen een hogere maatschappelijke druk voelen tot naleving van de Corporate Governance Code, waardoor ze ongeacht de aanwezigheid van CEO dualiteit externe raadsleden opnemen (Voordeckers, 2012). Daarnaast blijkt de negatieve associatie tussen machtsconcentratie en externe bestuurders sterker voor kleine ondernemingen dan voor middelgrote ondernemingen.

Naast de grootte van een onderneming bepaalt een ander bedrijfskenmerk (de sterkte van) de relatie, namelijk de leeftijd. Voor jonge en mature ondernemingen wordt er een negatief verband opgemerkt tussen machtsconcentratie en onafhankelijkheid, waarbij de daling in het percentage externe bestuurders bij dualiteit het grootst is voor mature ondernemingen. De keuze omtrent externe leden in een Raad van Bestuur staat daarentegen los van machtsconcentratie bij bedrijven met een gemiddelde leeftijd. Een mogelijke verklaring hiervoor is de focus van deze ondernemingen op de uitbreiding van de markt (Greiner, 1972). Om dit te realiseren, doen ze vaak beroep op kapitaalverschaffers die de toepassing van de Corporate Governance Code eisen (Byttebier et al., 2003). Bijgevolg zullen CEO's, ook duale CEO's, van bedrijven met gemiddelde leeftijd hoe dan ook externe raadsleden aantrekken om in de Raad van Bestuur te zetelen.

Alternatief kan verondersteld worden dat overeenkomstig met de resource based view dit soort ondernemingen meer beroep doet op externen om te kunnen groeien.

De relatie hangt eveneens af van de bedrijfstak waarin de onderneming operationeel is. Het percentage externe bestuurders daalt wanneer er sprake is van CEO dualiteit in de tertiaire sector, in de secundaire sector heeft CEO dualiteit geen invloed (de primaire en quataire sector worden in de dataset vertegenwoordigd door telkens één onderneming en buiten beschouwing gelaten in de masterproef). Het verschil in relatie tussen de secundaire en de tertiaire sector kan toegelicht worden aan de hand van onzekerheid waarmee beide sectoren gepaard gaan (Boyd, 1995). De secundaire sector, oftewel de industriesector, wordt door Boyd (1995) als een relatief stabiele sector beschouwd en gaat bijgevolg gepaard met minder onzekerheid. De tertiaire sector houdt zich bezig met commerciële dienstverlening en is steeds onderhevig aan marktontwikkelingen en – veranderingen. De tertiaire sector bevindt zich dus in een meer complexe en dynamische omgeving, waardoor de aanwezigheid van CEO dualiteit in deze sector grotere gevolgen heeft op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur.

Verder bepaalt het gezag van een CEO de geobserveerde relatie. Wanneer een invloedrijke of machtige CEO de functie van voorzitter van de Raad van Bestuur op zich neemt, vindt er een neerwaartse beweging in het percentage externe bestuurders plaats. CEO's die een normaal gezag uitoefenen en de functie van voorzitter vervullen, hebben daarentegen geen invloed op het percentage externe raadsleden aanwezig. Uit deze resultaten kan duidelijk afgeleid worden dat CEO dualiteit enkel nefaste gevolgen heeft op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur indien de CEO over voldoende macht beschikt om de overige bestuurders te beïnvloeden en zo zijn/haar stempel te drukken op het bedrijfsbeleid. Het negatief effect van machtsconcentratie op onafhankelijkheid neemt bovendien toe naarmate de invloed van de CEO stijgt.

Tot slot wordt het modererend effect van beursnotatie onderzocht. Uit de regressieresultaten blijkt de beursnotering een belangrijke rol te spelen, maar op een andere manier als voorgaande aspecten. Er wordt namelijk geen wijziging in richting van de relatie geobserveerd, maar wel een verandering in de sterkte ervan. Zo wordt het negatief verband tussen CEO dualiteit en het percentage externe bestuurders sterker wanneer ondernemingen actief zijn op de beurs. Beursgenoteerde bedrijven ondervinden dus in vergelijking met niet-beursgenoteerde ondernemingen een lagere onafhankelijkheid ten gevolge van duale CEO's.

Als er geen significante verbanden gevonden worden, kan dat de stewardship/resource dependency theorie bevestigen. De stewardship theorie ziet managers als goede stewards (Huse, 2005). De agent zal steeds handelen in het belang van de organisatie en haar aandeelhouders, waardoor de Raad van Bestuur een strategische rol vervult in plaats van een controlefunctie (Hung, 1998). De Raad van Bestuur zal met andere woorden instaan voor het uitwerken en het implementeren van de strategie van de onderneming. Volgens de resource dependency theorie is de Raad van Bestuur verantwoordelijk voor het aantrekken van mensen, middelen en kennis om zo de toekomst van de

onderneming te garanderen (Van den Berghe & Levrau, 2004). De taak van een Raad van Bestuur bestaat dus uit het linken van de onderneming met haar omgeving door een netwerk te bouwen en uit te breiden. Niet de onafhankelijkheid maar de grootte van een Raad van Bestuur speelt hierbij een belangrijke rol. Het praktijkonderzoek kan echter geen uitsluitel bieden over welk van bovenstaande theoretische argumenten het best aanleunt bij de regressieresultaten. Er wordt immers zowel voor de resource dependency ('Ingrootte_RvB' positief significant) als de stewardship theorie ('Ingrootte_RvB' niet significant) bewijs gevonden.

Het praktijkonderzoek geeft dus zowel negatieve als niet-significante associaties weer tussen CEO dualiteit en de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur. Nergens wordt een positief effect van CEO dualiteit opgetekend. Bijgevolg kan de opname van de richtlijn omtrent functiescheiding in de Belgische Corporate Governance Codes verantwoord worden vanuit het onafhankelijkheidsprincipe. Het onderzoek naar de invloed van CEO dualiteit op ondernemingsprestaties doet geen afbreuk aan deze conclusie op het vijf procent significantieniveau. De studie vindt immers op dit niveau niet-significante verbanden (resource dependency theorie). Bij verruiming van het significantieniveau naar tien procent blijkt echter één ervan significant te zijn, met een positief teken. Dit sluit aan bij stewardship theorie, waardoor het opleggen van functiescheiding een negatief effect zal hebben op de ondernemingsprestaties van Belgische bedrijven. Dit levert aanwijzingen dat de vraag 'Moet de functie van CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur gescheiden zijn binnen een onderneming of niet?' in België niet eenduidig beantwoord kan worden.

HOOFDSTUK 7: BEPERKINGEN EN SUGGESTIES VOOR VERDER ONDERZOEK

Bij het masterproefonderzoek dienen enkele beperkingen aangehaald te worden. De resultaten zijn ten eerste niet te veralgemenen naar andere landen. Het praktijkonderzoek baseert zich namelijk op het Belgisch wettelijk kader, wat invloed heeft op de definiëring van de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur. De vereisten van een onafhankelijk bestuurder worden in België vastgelegd door artikel 526ter in het Wetboek van Vennootschappen en vertonen verschillen over lidstaten. Ten tweede kunnen de bevindingen niet doorgetrokken worden naar Belgische bedrijven operationeel in de financiële sector. Zoals reeds vermeld in het onderzoeksopzet, beschikken deze ondernemingen over een unieke structuur. Daarenboven is het niet mogelijk de resultaten te vergelijken met onderzoeken gebaseerd op gegevens vóór het jaar 2009. De Commissie Corporate Governance heeft immers in 2009 een vernieuwde versie van de Belgische Corporate Governance Codes, kortweg Code 2009 en Code Buysse II, openbaar gemaakt met heel wat aanpassingen en nieuwe richtlijnen.

De onderzoeksresultaten zullen eveneens geen globaal antwoord geven op de cruciale vraag of de functies van CEO en voorzitter van een Raad van Bestuur al dan niet gescheiden moeten worden. Het praktijkonderzoek geeft aan dat de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur negatief beïnvloed wordt door CEO dualiteit. Een beperking in onafhankelijkheid is echter maar één van de mogelijke gevolgen van CEO dualiteit. Bijgevolg dient er ook met andere facetten, waaronder ondernemingsprestaties, winstmanipulatie, compensatiebeleid en auditkosten, rekening gehouden te worden om de opname van de richtlijn met betrekking tot functiescheiding in de Corporate Governance Codes te verantwoorden.

Een laatste beperking heeft betrekking op de dataverzameling van niet-beursgenoteerde ondernemingen. In tegenstelling tot beursgenoteerde bedrijven stellen deze ondernemingen geen uitgebreid jaarverslag ter beschikking via hun website. Niet-beursgenoteerde ondernemingen leggen enkel, samen met de jaarrekening, een wettelijk jaarverslag neer bij de Nationale Bank van België. In deze jaarverslagen wordt echter geen onderscheid gemaakt tussen uitvoerende, externe en onafhankelijke bestuurders, waardoor er met assumpties gewerkt moest worden. Allereerst werd er gekeken of het jaarverslag melding maakte van een afgevaardigd bestuurder en voorzitter. Indien enkel een afgevaardigd bestuurder werd vermeld in het jaarverslag en via andere bronnen (ondernemingswebsite, andere websites, LinkedIn) geen informatie omtrent de voorzitter beschikbaar was, ontstond het vermoeden van CEO dualiteit. Indien een voorzitter van de Raad van Bestuur werd vermeld en geen bijkomende informatie omtrent de CEO werd verkregen, ontstond het vermoeden van functiescheiding. Ondernemingen met jaarverslagen zonder vermelding van CEO en voorzitter werden verwijderd uit de dataset. Vervolgens vond de bepaling van het aantal externe en onafhankelijke bestuurders plaats. Raadsleden met een verschillend adres of familienaam als de CEO werden als externe bestuurders beschouwd. Als de CEO onbekend was, werden alle bestuurders aanzien als extern. Wanneer deze externe bestuurders geen bedrijven vertegenwoordigden, waren ze onafhankelijk. Deze aannames hebben mogelijk geleid tot

een overrepresentatie van externe en onafhankelijke bestuurders in de dataset. Een gedetailleerder onderzoek voor deze variabelen is bijgevolg aangewezen.

Een andere suggestie is het opnemen van de ambtsperiode en de eigendomsconcentratie in het basismodel om het effect van CEO dualiteit op de onafhankelijkheid van een Raad van Bestuur in niet-beursgenoteerde ondernemingen te onderzoeken, daar deze belangrijk bleken te zijn voor beursgenoteerde bedrijven. Bovendien kunnen andere definiëringen van regressievariabelen mogelijk een afwijkende relatie aan het licht brengen (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2010). Daarom dient er verder onderzoek gedaan te worden naar het verband wanneer bijvoorbeeld de grootte van een onderneming benaderd wordt door de omzet of het gemiddeld personeelsbestand. De modererende invloed van de levenscyclus kan verder verdiept worden door te kijken naar andere variabelen zoals de managementstijl en de betrokkenheid van het managementteam (Mueller, Volery & von Siemens, 2012). Er geldt eveneens de aanbeveling om onderzoek uit te voeren naar het modererend effect van CEO gezag gedefinieerd als de reputatie van de CEO of het percentage aandelen in handen van de CEO. Tot slot is het opmerkelijk dat de regressieanalyses met het percentage onafhankelijke bestuurders (cross-sectioneel) en ondernemingsprestaties (cross-sectioneel en longitudinaal) als afhankelijke variabelen weinig significante resultaten opleverden. Er rijst dus de vraag of de gekozen maatstaven wel een goede weergave bieden van deze twee fenomenen. Verder onderzoek kan steunen op bovenstaande bemerking en andere parameters kiezen om de associatie met CEO dualiteit te onderzoeken. Er kan gekeken worden naar het aantal onafhankelijke bestuurders in plaats van het percentage onafhankelijke bestuurders. Alternatieve maatstaven voor bedrijfsresultaten zijn onder andere winstmarge en de Tobin's Q (Kang & Zardkoohi, 2005). Hieraan gerelateerd dient er alsook onderzocht te worden of het percentage onafhankelijke bestuurders niet verklaard wordt door andere dan in het model opgenomen variabelen, zoals het bestaan van een wettelijk kader, de functionele achtergrond/ervaring van de bestuurders (Macus, 2008) en het samenwerkingsverband tussen de bestuurders (Forbes & Milliken, 1999).

BIBLIOGRAFIE

Boeken

- Byttebier, K., Piu, P., & Roeland, S. (2003). *Corporate governance: Eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*. Antwerpen: Maklu.
- Laveren, E., Engelen, P.J., Limère, A., & Vandemaele, S. (2009). *Handboek Financieel Beheer*. Antwerpen: Intersentia.
- Limère, A. (2012). *Geconsolideerde jaarrekening: wetgeving en technieken – Deel I* (syllabus).
- Mercken, R., & Siau, C. (2012). *Voortgezette accounting: boekhouding en financiële rapportering*. Antwerpen: Garant.
- Stock, J.H., & Watson, M.W. (2007). *Introduction to econometrics*. London: Pearson Addison Wesley.
- Boyd, B.K., Howard, M., & Carroll, W.O. (1997). CEO duality and firm performance: An international comparison. In H. Thomas, D. O'Neal & M. Ghertman (Eds.), *Strategy, Structure and Style* (pp. 23-39). Chichester: John Wiley & Sons.
- Van Hulle, K., Lybaert, N., & Maes, J.P. (2009). *Handboek Boekhoud- en jaarrekeningrecht*. Brugge: die Keure.
- Voordeckers, W. (2012). *Corporate governance in internationale context* (powerpoint).
- Wetboek van Vennootschappen
- Wijnen, K., Janssens, W., De Pelsmacker, P., & Van Kenhove, P. (2002). *Marktonderzoek met SPSS: statistische verwerking en interpretatie*. Antwerpen: Garant.
- Wijnen, K., Janssens, W., De Pelsmacker, P., & Van Kenhove, P. (2008). *Marketing Research with SPSS*. Harlow: FT Prentice Hall.

Websites

- www.codebuysse.be
- www.corporategovernancecommittee.be/nl/
- Callaert, H. (z.d.). *Steekproefmethoden*. Opgevraagd op 12 februari, 2013, via www.uhasselt.be/.../uhasselt@school/.../Steekproefmethoden_04.pdf.
- *Corporate governance* (z.d.). Opgevraagd op 20 oktober, 2012, via http://economie.fgov.be/nl/ondernemingen/leven_onderneming/Formalites_Comptables/Corporate_governance/.
- *Definitie van kleine, middelgrote en micro-ondernemingen* (z.d.). Opgevraagd op 5 april, 2013, via http://europa.eu/legislation_summaries/enterprise/business_environment/n26026_nl.htm.

- Garson, D.G. (2012). *Testing statistical assumptions*. Opgevraagd op 10 april, 2013, via www.statisticalassociates.com/assumptions.pdf.
- *SBA-Fact sheet België 2012* (z.d.). Opgevraagd op 31 januari, 2013, via ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/facts-figures-analysis/performance-review/files/countries-sheets/2012/belgium_en.pdf.
- Sourbron, M. (2010). *Toepassing NACE-nomenclatuur 2008 op WSE-sectorindeling*. Opgevraagd op 2 april, 2013, via www.steunpuntwse.be/download/nl/6688743/pdf.
- *Vennootschapsrecht en corporate governance: commissie komt met actieplan* (2003). Opgevraagd 14 oktober, 2012, via http://europa.eu/rapid/press-release_IP-03-716_nl.htm.

Wetenschappelijke artikels

- Agrawal, A. & Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals [Elektronische versie]. *Journal of Law and Economics*, 48(2), 371-406.
- Allen, W.T., & Berkley, W.R. (2003). In Defense of the CEO Chair [Elektronische versie]. *Harvard Business Review*, 81(9), 24-25.
- Baliga, B.R., Moyer, R.C., & Rao, R.S. (1996). CEO duality and firm performance: What's the fuss?. *Strategic Management Journal*, 17(1), 41-53.
- Bathala, T., & Rao, R.P. (1995). The determinants of board composition: an agency theory perspective [Elektronische versie]. *Managerial and Decision Economics*, 16(1), 59-69.
- Baysinger, B.D., & Butler, H.N. (1985). Corporate governance and the board of directors: performance effects of changes in Board composition [Elektronische versie]. *Journal of Law, Economics & Organization*, 1(1), 101-125.
- Beasley, M.S., & Petroni, K.R. (2001). Board Independence and Audit Firm-Type [Elektronische versie]. *Auditing*, 20(1), 97-105.
- Bliss, M.A. (2011). Does CEO duality constrain board independence? Some evidence from audit pricing [Elektronische versie]. *Accounting and Finance*, 51(2), 361-380.
- Bliss, M.A., Muniandy, B., & Majid, A. (2007). CEO duality, audit committee effectiveness and audit risks: a study of Malaysian market [Elektronische versie]. *Managerial Auditing Journal*, 22(7), 716 - 728.
- Boone, A.L., Field, L.C., Karpoff, J.M., & Raheja, C.G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 85(1), 66-101.
- Boyd, B.K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 16(4), 301-312.
- Brick, I.E., Palmon, O., & Wald, J.K. (2006). CEO compensation, director compensation, and firm performance: Evidence of cronyism? [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 403-423.

- Brickley, J.A., Coles, J.L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, 3(3), 189–220.
- Byrd, J., Cooperman, E.S., & Wolfe, G.A. (2010). Director tenure and the compensation of bank CEOs [Elektronische versie]. *Managerial Finance*, 36(2), 86-102.
- Carcello, J.V., Hermanson, D.R., Neal, T.L., & Riley Jr., R.A. (2002). Board Characteristics and Audit Fees [Elektronische versie]. *Contemporary Accounting Research*, 19(3), 365-384.
- Chaganti, S., Mahajan, V., & Sharma, S. (1985). Corporate board size, composition and corporate failure in retailing industry. *Journal of Management Studies*, 22(4), 400-417.
- Chahine, S., & Tohmé, N.S. (2009). Is CEO Duality Always Negative? An Exploration of CEO Duality and Ownership Structure in the Arab IPO Context [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 17(2), 123-141.
- Cho, D.S., & Kim, J. (2007). Outside Directors, Ownership Structure and Firm Profitability in Korea [Elektronische versie]. *Corporate Governance*, 15(2), 239-250.
- Chouchene, I. (2010). The Determinants of the Presence of Independent Directors in French Board Companies [Elektronische versie]. *International Journal of Business and Management*, 5(5), 144-153.
- Coles, J.L., Daniel, N.D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 329-356.
- Conyon, M.J., & Peck, S.L. (1998). Board control, remuneration committees, and top management compensation [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 41(2), 146-157.
- Core, J.E., Holthausen, R.W., & Larcker, D.F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Cravens, K.S., & Wallace, W.A. (2001). A Framework for Determining the Influence of the Corporate Board of Directors in Accounting Studies [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 9(1), 2-24.
- Crutchley, C.E., Jensen, M.R.H., & Marshall, B.B. (2007). Climate for scandal: corporate environments that contribute to accounting fraud [Elektronische versie]. *The Financial Review*, 42(1), 53–73.
- Daily, C.M., & Dalton, D.R. (1994). Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 37(6), 1603–1617.
- Dahya, J., & McConnell, J.J. (2007). Board composition, corporate performance, and the Cadbury Committee recommendation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(3), 535-564.
- Dahya, J., & Travlos, N. (2000). Does the one man show pay? Theory and evidence on the dual CEO revisited [Elektronische versie]. *European Financial Management*, 6(1), 85-90.

- Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E., & Johnson, J.L. (1998). Meta-Analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 19(3), 269-290.
- Dalton, D.R., & Kesner, I.F. (1987). Composition and CEO Duality in Boards of Directors: An International Perspective. *Journal of International Business Studies*, 18(3), 33-42.
- Davidson III, W.N., Jiraporn, P., Kim, Y.S., & Nemec, C. (2004). Earnings management following duality-creating successions: ethnostatistics, impression management, and agency theory [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 47(2), 267-275.
- Davis, J.H., Schoorman, F.D, & Donaldson, L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- Deakin, S., & Konzelmann, S. J. (2004). Learning from Enron [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 12(2), 134-142.
- Dey, A., Engel, E., & Lui, X. (2011). CEO and board chair roles: To split or not to split? [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1595-1618.
- Donaldson, L., & Davis J.H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns [Elektronische versie]. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-65.
- Donnelly, R., & Mulcahy, M. (2008). Board Structure, Ownership, and Voluntary Disclosure in Ireland [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 416-429.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Elsayed, K. (2007). Does CEO duality really affect corporate performance? [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 15(6), 1203-1214.
- Ezzamel, M., & Watson, R. (1993). Organizational Form, Ownership Structure and Corporate Performance: A Contextual Empirical Analysis of UK Companies [Elektronische versie]. *British Journal of Management*, 4(3), 161-177.
- Fama, E.F., & Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics*, 26, 301-325.
- Finkelstein, S., & D' Aveni, R.A. (1994), CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108.
- Forbes, D.P., & Milliken, F. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding board of directors as strategic decision: Making groups [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 3, 489-505.
- García-Meca, E., & Sánchez-Ballesta, J.P. (2009). Corporate Governance and Earnings Management: A Meta-Analysis [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 17(5), 594-610.

- García-Meca, E., & Sanchez-Ballesta, J. P. (2010). The association of board independence and ownership concentration with voluntary disclosure: a meta-analysis. [Elektronische versie]. *European Accounting Review*, 19(3), 603-627.
- Greiner, L.E. (1972). Evolution and revolution as organizations grow [Elektronische versie]. *Harvard Business Review*, 50(4), 37-46.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241-250.
- Gulzar, M.A., & Wang, Z. (2011). Corporate Governance Characteristics and Earnings Management: Empirical Evidence from Chinese Listed Firms. *International Journal of Accounting & Financial Reporting*, 1(1), 133-151.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: some theory and implications [Elektronische versie]. *Economic Journal*, 105 (430), 678-689.
- Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO [Elektronische versie]. *American Economic Review*, 88(1), 96-118.
- Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature [Elektronische versie]. *Economic Policy Review*, 9(1), 7-26.
- Hernandez, M. (2012). Toward an understanding of the psychology of stewardship [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 37(2), 172-193.
- Hillman, A.J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.
- Himmelberg, C.P., Hubbard, R.G., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of ownership and the link between ownership and performance [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 6(2), 101-111.
- Huse, M. (2005). Accountability and Creating Accountability: a Framework for Exploring Behavioural Perspectives of Corporate Governance [Elektronische versie]. *British Journal of Management*, 16, 65-79.
- Jackling, B., & Johl, S. (2009). Board Structure and Firm Performance: Evidence from India's Top Companies [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 492-509.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kang, E., & Zardkoohi, A. (2005). Board Leadership Structure and Firm Performance [Elektronische versie]. *Corporate Governance*, 13(6), 785-799.

- Kesner, I.F. (1987). Directors' stock ownership and organizational performance: An investigation of Fortune 500 companies [Elektronische versie]. *Journal of Management*, 13(3), 499-508.
- Kesner, I.F., Victor, B., & Lamont, B. (1986). Board composition and the commission of illegal acts: An investigation of Fortune 500 companies [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 29(4), 789-799.
- Kim, K.A., Kitsabunnarat-Chatjuthamard, P., & Nofsinger, J.R. (2007). Large shareholders, board independence, and minority shareholder rights: Evidence from Europe [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 859-880.
- Kim, Y., & Cannella Jr., A.A. (2008). Toward Social Capital Theory of Director Selection [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 16(4), 282-293.
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure [Elektronische versie]. *Journal of Law and Economics*, 41(1), 275-303.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400.
- Knapp, M.C., & Knapp, C.A. (2007). Europe's Enron: Royal Ahold, N.V. [Elektronische versie]. *Accounting Education*, 22(4), 641-660.
- Kraus, P., & Britzelmaier, B. (2011). Corporate Governance and Corporate Performance: a German Perspective [Elektronische versie]. *International Journal of Management Cases*, 13(3), 327-340.
- Lara, J.M.G., Osma, B.G., & Penalva, F. (2007). Board of Directors' Characteristics and Conditional Accounting Conservatism: Spanish Evidence [Elektronische versie]. *European Accounting Review*, 16(4), 727-755.
- Lee, J. (2009). Executive performance-based remuneration, performance change and board structures. *The International Journal of Accounting*, 44(2), 138-162.
- Li, J. (1994). Ownership Structure and Board Composition: A Multi-country Test of Agency Theory Predictions. *Managerial and Decision Economics*, 15(4), 359-368.
- Lynall, M.D., Golden, B.R., & Hillman, A.J. (2003). Board composition from adolescence to maturity: A multitheoretic view [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 28(3), 416-431.
- Macus, M. (2008). Board Capability: An Interactions Perspective on Boards of Directors and Firm Performance [Elektronische versie]. *International Studies of Management & Organization*, 38(3), 98-116.
- Makni, I., Kolsi, M.C., & Affes, H. (2012). The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Audit Quality: Evidence from Tunisia [Elektronische versie]. *IUP Journal of Corporate Governance*, 11(3), 48-70.
- Minichilli, A., Zattoni, A., & Zona, F. (2009). Making boards effective: An empirical examination of Board Task Performance [Elektronische versie]. *British Journal of Management*, 20(1), 55-74.

- Mueller, S., Volery, T., & von Siemens, B. (2012). What Do Entrepreneurs Actually Do? An Observational Study of Entrepreneurs' Everyday Behavior in the Start-Up and Growth Stages [Elektronische versie]. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 36(5), 995-1017.
- Mustakallio, M., Autio, E., & Zahra, S. (2002). Relational and contractual governance in family firms: Effects on strategic decision making [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 15(3), 205-222.
- O'Sullivan, N. (2000). The impact of board composition and ownership on audit quality: evidence from lager UK companies. *The British Accounting Review*, 32(4), 397-414.
- Ozdemir, O., & Upneja, A. (2012). Board structure and CEO compensation: Evidence from U.S. lodging industry [Elektronische versie]. *International Journal of Hospitality Management*, 31(3), 856-863.
- Park, Y.W., & Shin, H. (2004). Board composition and earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 431-457.
- Pearce II, J.A.I., & Zahra, S.A. (1991). The relative Power of CEOs and Boards of Directors: Associations with Corporate Performance [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 12(2), 135-153.
- Pearce II, J.A.I., & Zahra, S.A. (1992). Board compensation from a strategic contingency perspective [Elektronische versie]. *Journal of Management Studies*, 29(4), 411-438.
- Peasnell, K.V., Pope, P.F., & Young, S. (2005). Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals [Elektronische versie]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7), 1311-1346.
- Peel, M.J., & Clatworthy, M.A. (2001). The Relationship Between Corporate Governance Structure and Audit Fees Pre-Cadbury: some empirical findings [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 9(4), 286-298.
- Peni, E. (2012). CEO and Chairperson Characteristics and firm performance [Elektronische versie]. *Journal of Management and Governance, Preprints*, 1-21.
- Pi, L., & Temme, S.G. (1993). Corporate governance and bank efficiency [Elektronische versie]. *Journal of Banking and Finance*, 17(2-3), 515-530.
- Prevost, A., Rao, R., & Hossain, M. (2002). Board composition in new Zealand: An agency perspective [Elektronische versie]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 29(5), 731-760.
- Pukthuanthong, K., Talmor, E., & Wallace, J.S. (2004). Corporate governance and theories of executive pay [Elektronische versie]. *Corporate Ownership and Control*, 1(2), 94-105.
- Ramdani, D., & Witteloostujin, A. van (2010). The Impact of Board Independence and CEO Duality on Firm Performance: A Quantile Regression Analysis for Indonesia, Malaysia, South Korea and Thailand [Elektronische versie]. *British Journal of Management*, 21(3), 607-627.
- Rechner, P.K., & Dalton, D.R. (1991). CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155-160.

- Rosenstein, S., & Wyatt, J.G. (1990). Outside directors, board independence and shareholder wealth [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 175-192.
- Ryan, H.E., & Wiggins III, R.A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 73(3), 497-524.
- Sahlman, W. A. (1990). Why sane people shouldn't serve on public boards [Elektronische versie]. *Harvard Business Review*, 68(3), 28-35.
- Schmidt, R. (1975). Does board composition really make a difference?. *Conference Board Record*, 12(10), 38-41.
- Sharma, V.D. (2004). Board of Directors Characteristics, Institutional Ownership, and fraud: Evidence from Australia [Elektronische versie]. *Auditing*, 23(2), 107-119.
- Sonnenfeld, J. A. (2002). What Makes Great Boards Great [Elektronische versie]. *Harvard Business Review*, 80(9), 106-113.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113-142.
- Van den Berghe, L.A.A., & Levrau, A. (2004). Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board? [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 12(4), 461-478.
- Wade, J.B., O'Reilly III, C.A., & Pollock, T.G. (2006). Overpaid CEOs and Underpaid Managers: Fairness and Executive Compensation [Elektronische versie]. *Organization Science*, 17(5), 527-544.
- Westphal, J.D., & Zajac, E.J. (1995). Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection [Elektronische versie]. *Administrative Science Quarterly*, 40(1), 60-83.
- Xie, B., Davidson III, W.N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance* 9(3), 295-316.
- Yermack, D. (1996) Higher market valuation of companies with a small board of directors [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-21.
- Young, B. (2003). Corporate governance and firm performance: is there a relationship? [Elektronische versie]. *Ivey Business Journal*, 68(1), 1-5.

BIJLAGEN

Bijlage A: Europese definitie van micro, kleine en middelgrote ondernemingen	I
Bijlage B: indeling sector, verdieping nomenclatuur en aantallen	II
Bijlage C: Cross-sectioneel onderzoek: normaliteit regressievariabelen	VI
Bijlage D: Cross-sectioneel onderzoek: normaliteit residuen	IX
Bijlage E: Cross-sectioneel onderzoek: homoscedasticiteit.....	X
Bijlage F: Cross-sectioneel onderzoek: frequenties afhankelijke variabelen.....	XI
Bijlage G: Additionele informatie deelvraag bedrijfsgrootte	XII
Bijlage H: Additionele informatie deelvraag leeftijd	XIV
Bijlage I: Additionele informatie deelvraag sector	XVIII
Bijlage J: Additionele informatie deelvraag CEO gezag	XX
Bijlage K: Additionele informatie deelvraag beursnotering	XXIV
Bijlage L: Longitudinaal onderzoek: beschrijvende statistieken.....	XXVII
Bijlage M: Longitudinaal onderzoek: assumpties.....	XXIX
Bijlage N: Longitudinaal onderzoek: frequenties afhankelijke variabelen	XXXI
Bijlage O: Longitudinaal onderzoek: deelvragen	XXXII
Bijlage P: Ondernemingsprestaties	XXXV
Bijlage Q: Uitbreiding onderzoeksmodel met ambtsperiode en eigendomspercentage.....	XXXVII

Bijlage A: Europese definitie van micro, kleine en middelgrote ondernemingen

Aanbeveling 2003/361/EG van de Commissie van 6 mei 2003 (www.europe.eu):

Kleine, middelgrote en micro-ondernemingen worden gedefinieerd aan de hand van het aantal werkzame personen en de omzet of het jaarlijkse balanstotaal.

Een **micro-onderneming** wordt gedefinieerd als een onderneming waar minder dan 10 personen werkzaam zijn en waarvan de omzet of het jaarlijkse balanstotaal niet meer dan 2 miljoen euro bedraagt.

Een **kleine onderneming** wordt gedefinieerd als een onderneming waar minder dan 50 personen werkzaam zijn en waarvan de omzet of het jaarlijkse balanstotaal niet meer dan 10 miljoen euro bedraagt.

Een **middelgrote onderneming** wordt gedefinieerd als een onderneming waar minder dan 250 personen werkzaam zijn en waarvan de omzet niet meer dan 50 miljoen euro bedraagt of waarvan het jaarlijkse balanstotaal niet meer dan 43 miljoen euro bedraagt.

Voor de dataset betekent dit...

ALS werknemers < 10
omzet $\leq 2.000^6$ OF balanstotaal⁷ ≤ 2.000

⇒ Micro onderneming, gelabeld door 4

ALS werknemers < 50
omzet ≤ 10.000 OF balanstotaal ≤ 10.000

⇒ Kleine onderneming, gelabeld door 3

ALS werknemers < 250
omzet ≤ 50.000 OF balanstotaal ≤ 43.000

⇒ Middelgrote onderneming, gelabeld door 2

OVERIGE ondernemingen

⇒ Grote onderneming, gelabeld door 1

⁶ Omzet heeft in dataset de eenheid duizend euro.

⁷ Balanstotaal heeft in dataset de eenheid duizend euro.

Bijlage B: indeling sector, verdieping nomenclatuur en aantallen

WSE-28	NACEBEL 2008 code	Omschrijving code	Aantal keer voorgekomen in dataset
Primaire sector			
	1	Teelt van gewassen, veeteelt, jacht en diensten in verband met deze activiteiten	1
	2	Bosbouw en de exploitatie van bossen	0
	3	Visserij en aquacultuur	0
	5	Winning van steenkool en bruinkool	0
	6	Winning van aardolie en aardgas	0
	7	Winning van metaalertsen	0
	8	Overige winning van delfstoffen	0
	9	Ondersteunende activiteiten in verband met de mijnbouw	0
Secundaire sector			
	10	Vervaardiging van voedingsmiddelen	8
	11	Vervaardiging van dranken	1
	12	Vervaardiging van tabaksproducten	0
	13	Vervaardiging van textiel	0
	14	Vervaardiging van kleding	1
	15	Vervaardiging van leer en van producten in leer	0
	16	Houtindustrie en vervaardiging van artikelen van hout en van kurk, exclusief meubelen; vervaardiging van artikelen van riet en van vlechtwerk	1
	17	Vervaardiging van papier en papierwaren	2
	18	Drukkerijen, reproductie van opgenomen media	3
	19	Vervaardiging van cokes en van geraffineerde aardolieproducten	1
	20	Vervaardiging van chemische producten	8

21	Vervaardiging van farmaceutische grondstoffen en producten	3
22	Vervaardiging van producten van rubber of kunststof	5
23	Vervaardiging van andere niet-metaalhoudende minerale producten	5
24	Vervaardiging van metalen in primaire vorm	6
25	Vervaardiging van producten van metaal, exclusief machines en apparaten	4
26	Vervaardiging van informatieproducten en van elektronische en optische producten	6
27	Vervaardiging van elektrische apparatuur	2
28	Vervaardiging van machines, apparaten en werktuigen	3
29	Vervaardiging en assemblage van motorvoertuigen, aanhangwagens en opleggers	0
30	Vervaardiging van andere transportmiddelen	1
31	Vervaardiging van meubelen	2
32	Overige industrie	3
35	Productie en distributie van elektriciteit, gas, stroom en gekoelde lucht	3
36	Winning, behandeling en distributie van water	0
37	Afvalwaterafvoer	0
38	Inzameling, verwerking en verwijdering van afval; terugwinning	3
39	Sanering en ander afvalbeheer	0
41	Bouw van gebouwen; ontwikkeling van bouwprojecten	9
42	Weg- en waterbouw	3
43	Gespecialiseerde bouwwerkzaamheden	5
Tertiaire sector		
33	Reparatie en installatie van machines en apparaten	3
45	Groot- en detailhandel in en onderhoud en reparatie van motorvoertuigen en motorfietsen	11
46	Groothandel en handelsbemiddeling, met uitzondering van de handel in auto's en motorfietsen	51
47	Detailhandel, met uitzondering van de handel in auto's en motorfietsen	10
49	Vervoer te land en vervoer via pijpleidingen	8
50	Vervoer over water	1

51	Luchtvaart	0
52	Opslag en vervoerondersteunende activiteiten	6
53	Posterijen en koeriers	0
55	Verschaffen van accommodatie	0
56	Eet- en drinkgelegenheden	3
58	Uitgeverijen	1
59	productie van films en video- en televisieprogramma's, maken van geluidsopnamen en uitgeverijen van muziekopnamen	0
60	Programmeren en uitzenden van radio- en televisieprogramma's	0
61	Telecommunicatie	2
62	Ontwerpen en programmeren van computerprogramma's, computerconsultancy-activiteiten en aanverwante activiteiten	13
63	Dienstverlenende activiteiten op het gebied van informatie	0
64	Financiële dienstverlening, exclusief verzekeringen en pensioenfondsen	0
65	Verzekeringen, herverzekeringen en pensioenfondsen, exclusief verplichte sociale verzekeringen	0
66	Ondersteunende activiteiten voor verzekeringen en pensioenfondsen	0
68	Exploitatie van en handel in onroerend goed	3
69	Rechtskundige en boekhoudkundige dienstverlening	0
70	Activiteiten van hoofdkantoor; adviesbureaus op het gebied van bedrijfsbeheer	6
71	Architecten en ingenieurs; technische testen en toetsen	2
72	Speur- en ontwikkelingswerk op wetenschappelijk gebied	6
73	Reclamewezen en marktonderzoek	3
74	Overige gespecialiseerde wetenschappelijke en technische activiteiten	2
75	Veterinaire diensten	0
77	Verhuur en lease	2
78	Terbeschikkingstelling van personeel	1
79	Reisbureaus, reisorganisatoren, reserveringsbureaus en aanverwante activiteiten	0
80	Beveiligings-en opsporingsdiensten	0

	81	Diensten in verband met gebouwen; landschapsverzorging	1
	82	Administratieve en ondersteunende activiteiten ten behoeve van kantoren en overige zakelijke activiteiten	8
	95	Reparatie van computers en consumentenartikelen	0
	96	Overige persoonlijke diensten	2
	97	Huishoudens als werkgever van huishoudelijk personeel	0
	98	Niet-gedifferentieerde productie van goederen en diensten door particuliere huishoudens voor eigen gebruik	0
Quartaire sector			
	84.1	Openbaar bestuur	0
	84.2	Algemene overheidsdiensten	0
	84.3	Verplichte sociale verzekeringen	0
	85	Onderwijs	0
	86	Menselijke gezondheidszorg	0
	87	Maatschappelijke dienstverlening met huisvesting	0
	88	Maatschappelijke dienstverlening zonder huisvesting	0
	90	Creative activiteiten, kunst en amusement	0
	91	Bibliotheken, archieven, musea en overige culturele activiteiten	1
	92	Loterijen en kansspelen	0
	93	Sport, ontspanning en recreatie	0
	94	Verenigingen	0

Bijlage C: Cross-sectioneel onderzoek: normaliteit regressievariabelen

Tabel C.1 Kolmogorov-Smirnov Test: logaritmische transformaties

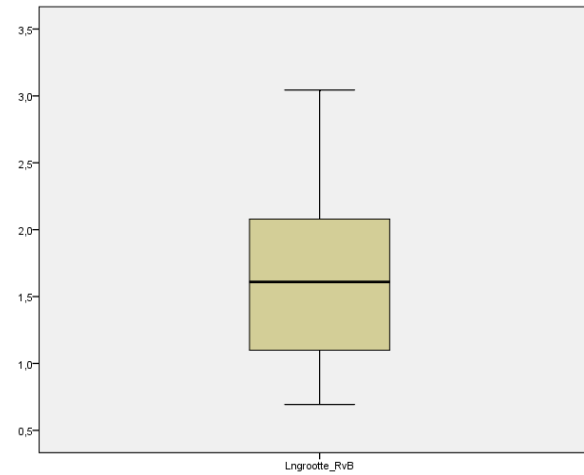
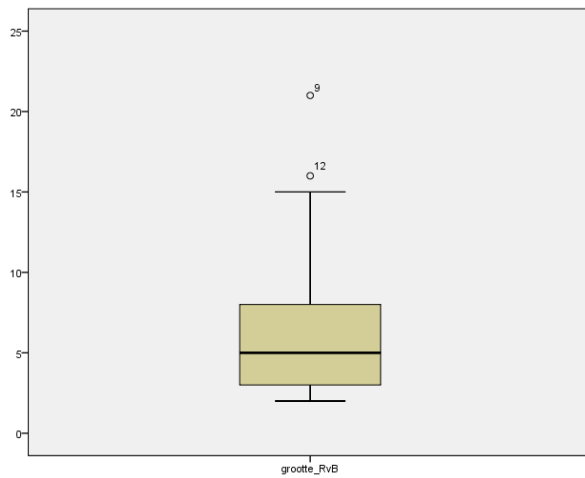
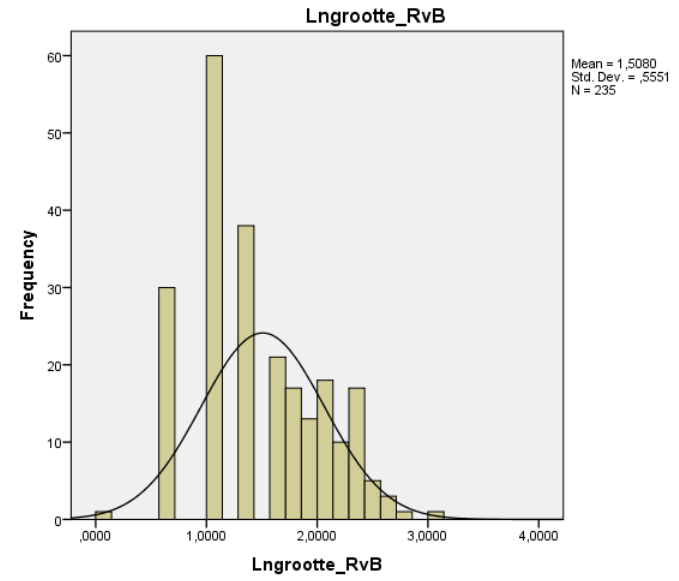
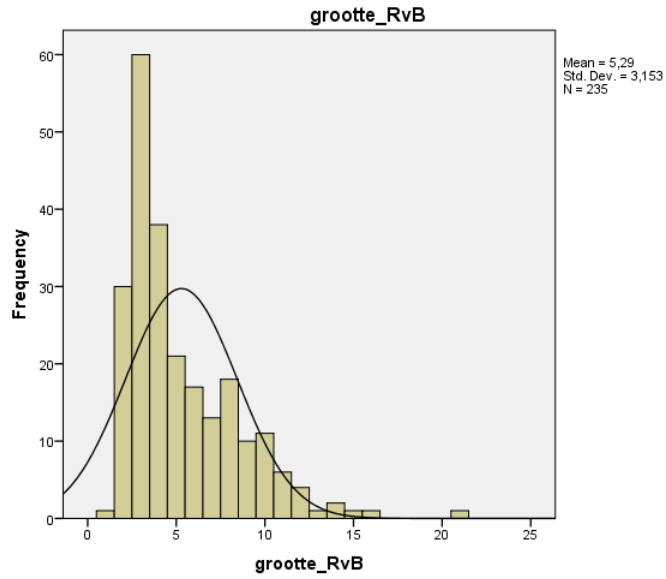
	Lngrootte_RvB	Lngrootte_ond	Lnleeftijd
N	235	235	235
Kolmogorov-Smirnov Z	2,404	2,082	,887
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000*	,000*	,411

* significant op het 0,05 niveau

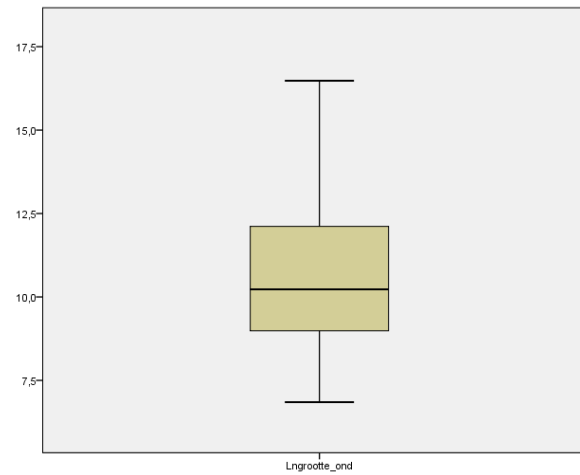
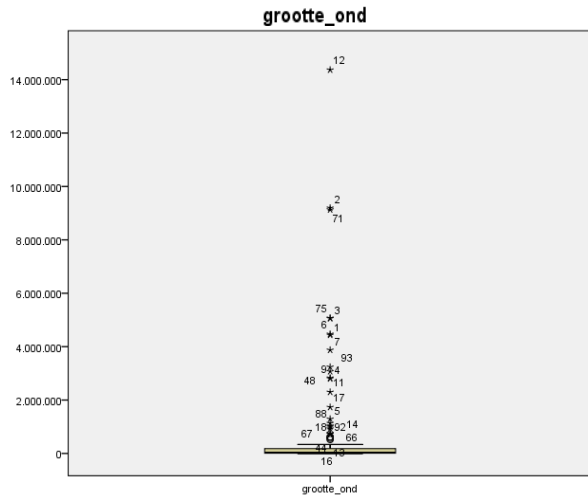
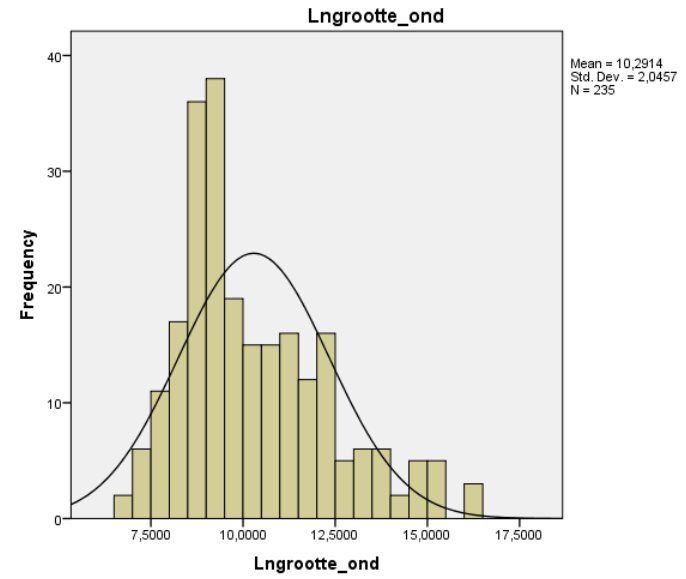
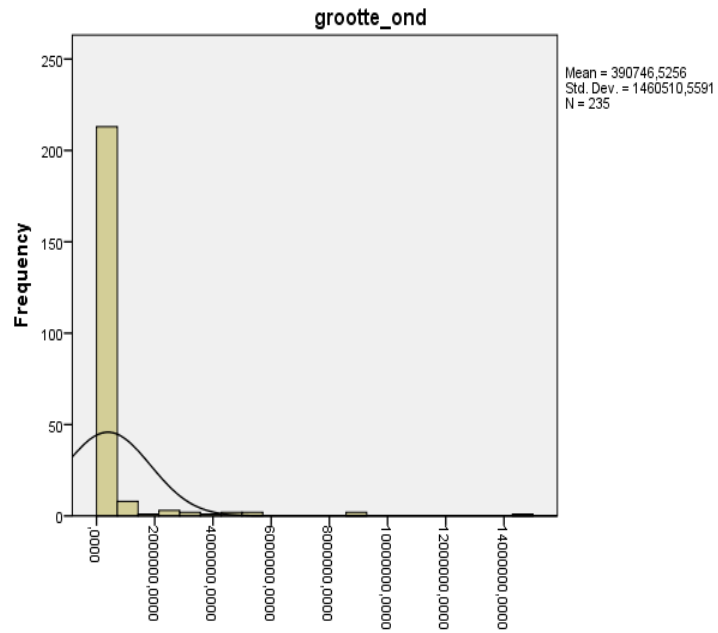
Tabel C.2 Skewness & Kurtosis

	Grootte_RvB	Lngrootte_RvB	Grootte_ond	Lngrootte_ond
N	235	235	235	235
Skewness	1,205	,120	5,435	,669
Kurtosis	1,819	-,963	35,096	-,199

Variabele 'grootte van Raad van Bestuur': histogram & boxplot



Variabele 'grootte van een onderneming': histogram & boxplot



Bijlage D: Cross-sectioneel onderzoek: normaliteit residuen

Tabel D.1 Kolmogorov-Smirnov Test

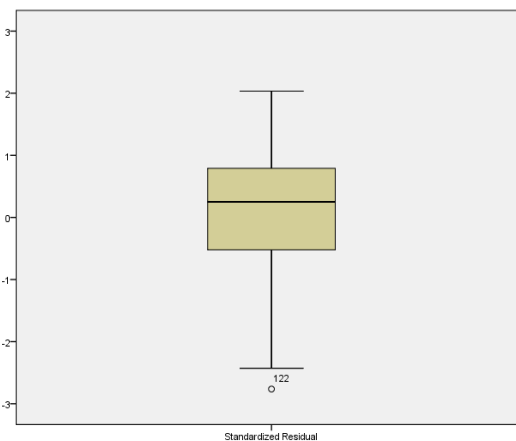
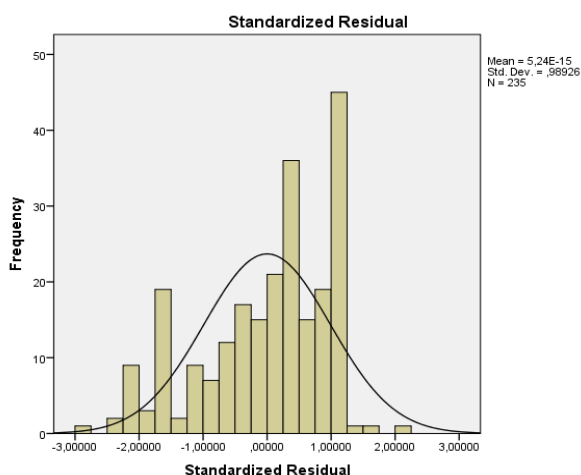
	Gestand. Residue regressie % extern	Gestand. Residue regressie % onafhank.
N	235	235
Kolmogorov-Smirnov Z	2,022	1,926
Asymp. Sig. (2-tailed)	,001*	,001*

* significant op het 0,05 niveau

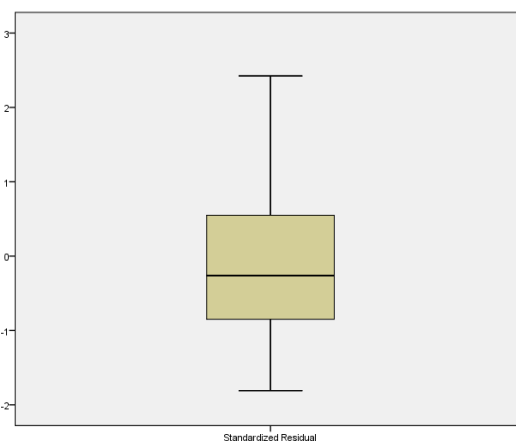
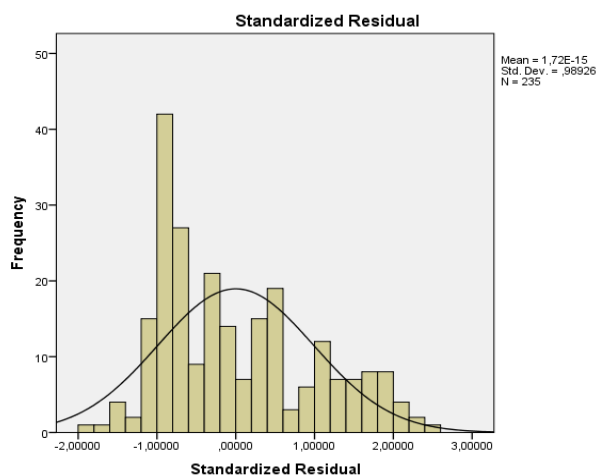
Tabel D.2 Skewness & Kurtosis

	Gestand. Residue regressie % extern	Gestand. Residue regressie % onafhank.
N	235	235
Skewness	-,710	,607
Kurtosis	-,397	-,687

Gestandaardiseerde residuen regressiemodel met % externe bestuurders als afhankelijke variabele: histogram & boxplot

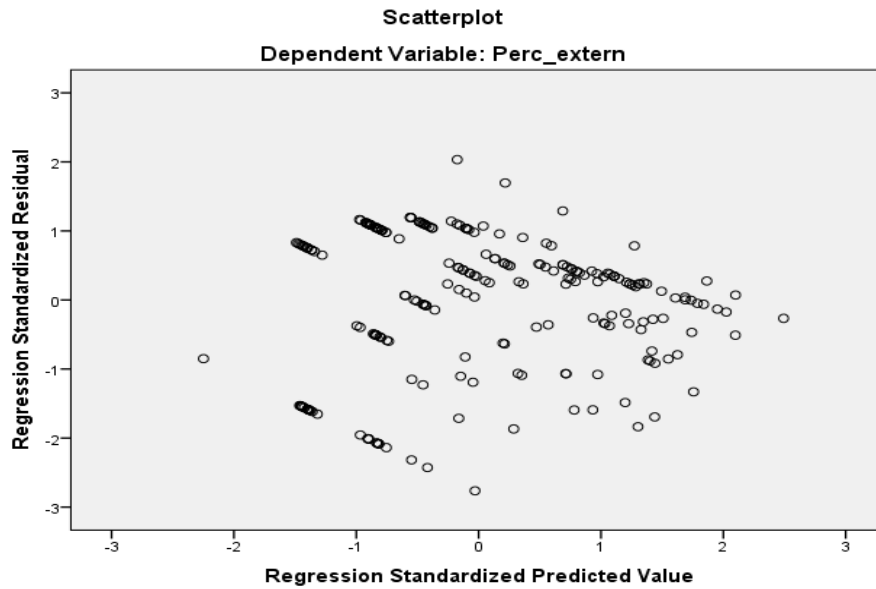


Gestandaardiseerde residuen regressiemodel met % onafhankelijke bestuurders als afhankelijke variabele: histogram & boxplot

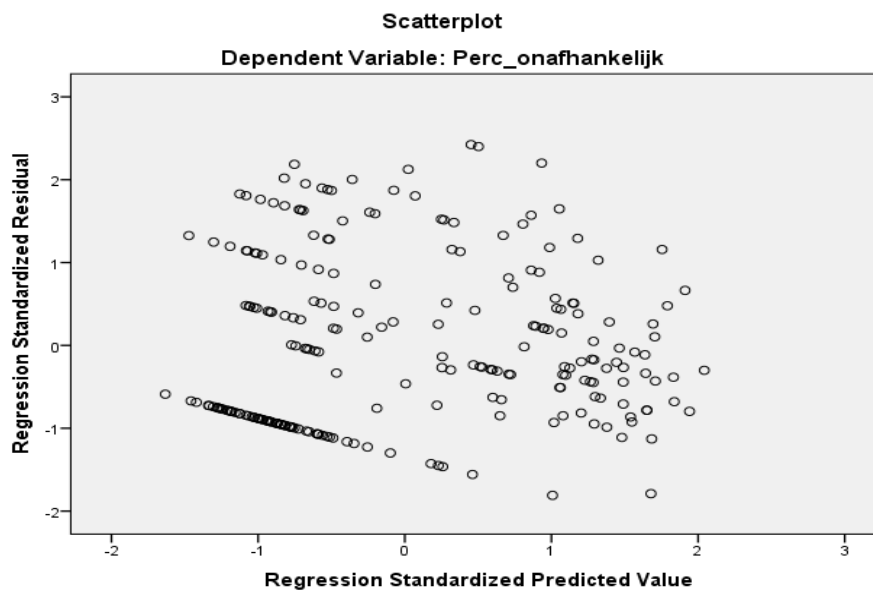


Bijlage E: Cross-sectioneel onderzoek: homoscedasticiteit

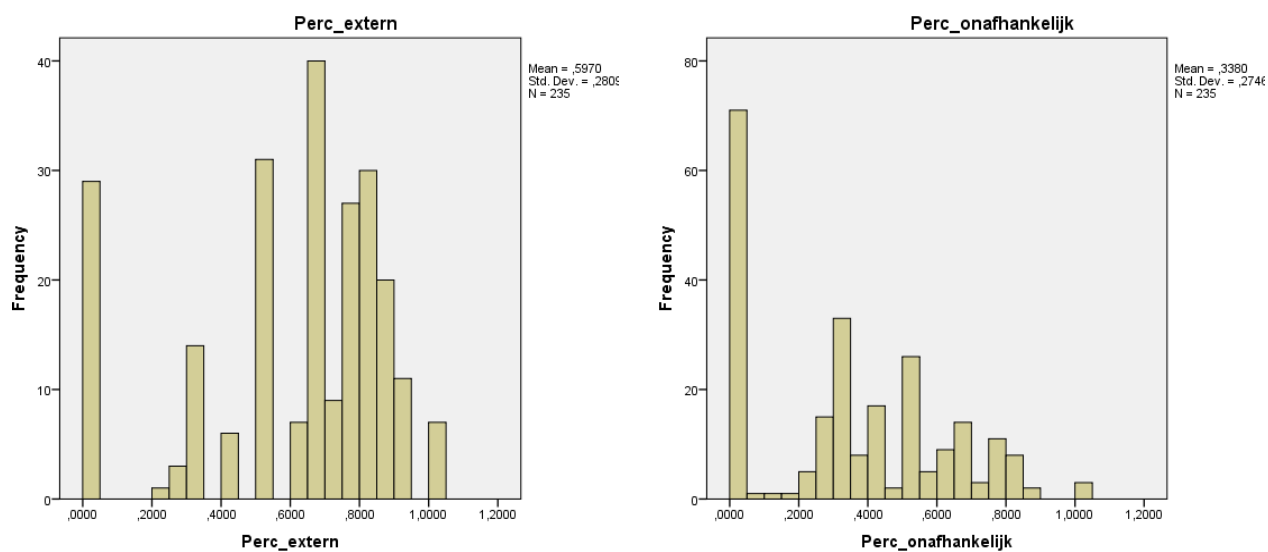
Gestandaardiseerde residuen regressiemodel met % externe bestuurders als afhankelijke variabele: (ZPRED, ZRESID)-grafiek



Gestandaardiseerde residuen regressiemodel met % onafhankelijke bestuurders als afhankelijke variabele: (ZPRED, ZRESID)-grafiek



Bijlage F: Cross-sectioneel onderzoek: frequenties afhankelijke variabelen



Frequentietabel % externe bestuurders

	Frequency	%	Valid %	Cumulative %
Valid ,0000	29	12,3	12,3	12,3
,2000	1	,4	,4	12,8
...	...	...	...	96,6
,9333	1	,4	,4	97,0
1,0000	7	3,0	3,0	100,0
Total	235	100,0	100,0	

Frequentietabel % onafhankelijke bestuurders

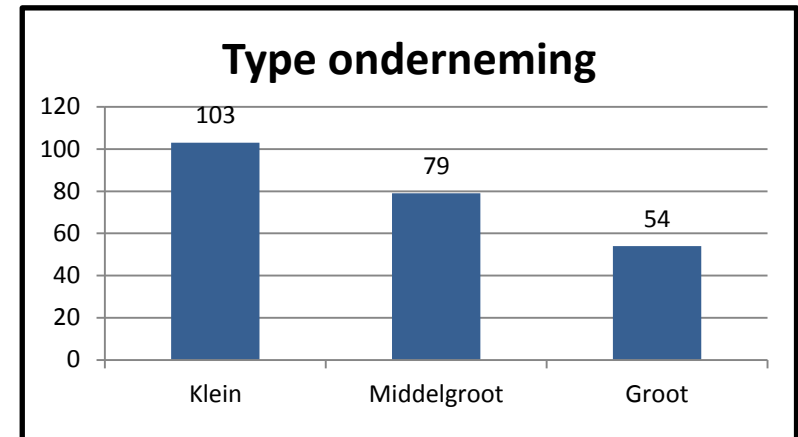
	Frequency	%	Valid %	Cumulative %
Valid ,0000	71	30,2	30,2	30,2
,0833	1	,4	,4	30,6
...	...	...	...	97,9
,8750	2	,9	,9	98,7
1,0000	3	1,3	1,3	100,0
Total	235	100,0	100,0	

Bijlage G: Additionele informatie deelvraag bedrijfsgrootte

Tabel G.1 Beschrijvende statistiek per type onderneming

	N	Mean (*1000)	Minimum	Maximum	ANOVA
					Sig.
Groot	53	1257175,0703	9604,8230	1,4368E+007	,000*
Middel	79	201495,3706	941,1320	9,1303E+006	
Klein	103	90068,1603	805,1130	5,0537E+006	
Total	235	390746,525630	805,1130	1,4368E+007	

* significant op het 0,05 niveau



Tabel G.2 Variantieanalyse: onafhankelijkheid & bedrijfsgrootte

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval		Minimum	Maximum	ANOVA
						Lower Bound	Upper Bound			Sig. (5%)
						Perc_extern	Groot			53	,770051	,1908975	,0262218	,717433	,822669	,0000	1,0000	,000*
	Middel	79	,583437	,2864290	,0322258	,519280	,647593	,0000	1,0000	
	Klein	103	,518439	,2788691	,0274778	,463937	,572941	,0000	,9091	
	Total	235	,597036	,2809017	,0183240	,560935	,633137	,0000	1,0000	
Perc_onafhankelijk	Groot	53	,441145	,2291060	,0314701	,377995	,504294	,0000	1,0000	,002*
	Middel	79	,347278	,2848542	,0320486	,283474	,411082	,0000	1,0000	
	Klein	103	,277782	,2737993	,0269783	,224270	,331293	,0000	,8000	
	Total	235	,337988	,2746344	,0179152	,302692	,373284	,0000	1,0000	

* significant op het 0,05 niveau

Tabel G.3 Kruistabel CEO dualiteit & bedrijfsgrootte

		Type onderneming			Totaal
		Groot	Middel	Klein	
CEO_dualiteit 0	Count	38	25	35	98
	% within type_ond	71,7%	31,6%	34,0%	41,7%
1	Count	15	54	68	137
	% within type_ond	28,3%	68,4%	66,0%	58,3%
Total	Count	53	79	103	235
	% within type_ond	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabel G.4 T-test voor verschillen (H₀: geen verschil)

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	25,427 ^a	2	,000*
Likelihood Ratio	25,478	2	,000
Linear-by-Linear Association	16,029	1	,000
Phi	,329		,000*
Cramer's V	,329		,000

* significant op het 0,05 niveau

a. 0 cells (,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 22,10.

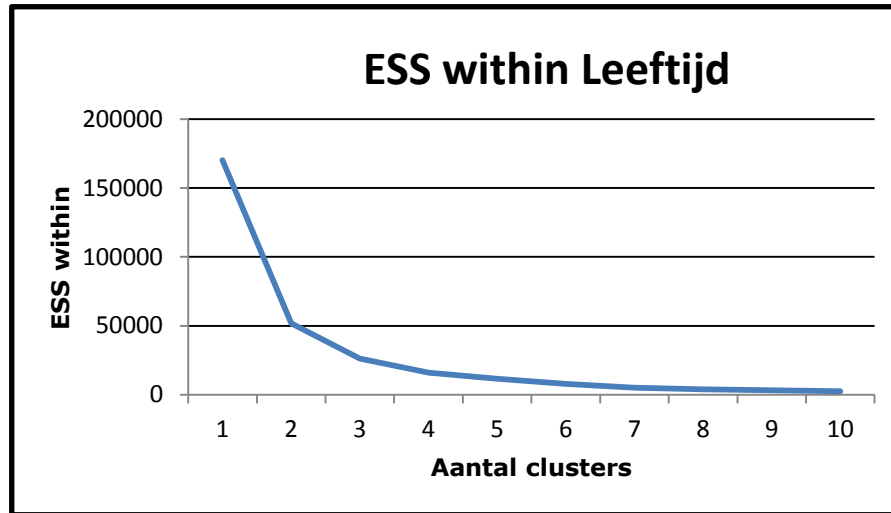
Bijlage H: Additionele informatie deelvraag leeftijd

Clusteranalyse

Bij clusteranalyse is het doel de variantie binnen de groepen zo homogeen mogelijk te krijgen en tussen de groepen zo heterogeen mogelijk (Wijnen et al., 2002). Hierbij wordt gebruik gemaakt van een two-stage clustering methode. In een eerste fase wordt een agglomeratieschema (tabel H.1) opgesteld door middel van de toepassing van de *Ward* methode. Dit schema geeft de verandering in heterogeniteit (ESS within) weer wanneer er een wijziging van het aantal clusters plaatsvindt. In onderstaande tabel is af te lezen dat door een aanpassing van twee naar één cluster de heterogeniteit stijgt met 227,74 procent. Wanneer er van drie clusters naar twee clusters wordt gegaan, stijgt deze met 97,81 procent. Van vier naar drie clusters gaat gepaard met een stijging van 62,96 procent. De grafische weergave van het agglomeratieschema toont een knikpunt voor drie clusters. Drie clusters leiden daarom tot een zo minimaal mogelijke variantie binnen elke cluster en zo hoog mogelijke variantie tussen clusters. Meer of minder dan drie clusters doen afbreuk aan dit principe. Daar het niet aan te raden is om enkel op de agglomeratiecoëfficiënt af te gaan bij het bepalen van het aantal clusters wordt er eveneens een K-means clustering methode toegepast. Deze zal duidelijk maken of er significante verschillen bestaan in de clusterstructuur en of er voldoende cases toegewezen zijn aan iedere cluster. Tabel G.2 en G.3 bevestigen dit, daar er geen enkele cluster minder dan 24 cases telt (10 procent van totale steekproef) en de verschillen tussen de clusters statistisch significant zijn op het vijf procent significantieniveau (ANOVA). Bijgevolg is er besloten verder te werken met drie clusters voor leeftijd.

Tabel H.1 Agglomeratieschema

Stage	Aantal clusters			Agglomeratiecoëfficiënt	
	Before joining	After joining	Value ESS within	Difference	Percentage increase to next stage
225	11	10	2680,692	589,067	21,97%
226	10	9	3269,759	711,014	21,75%
227	9	8	3980,773	1122,707	28,20%
228	8	7	5103,48	2744,333	53,77%
229	7	6	7847,813	3894,031	49,62%
230	6	5	11741,844	4364,12	37,17%
231	5	4	16105,964	10140,05	62,96%
232	4	3	26246,014	25671,152	97,81%
233	3	2	51917,166	118236,26	227,74%
234	2	1	170153,42		



Tabel H.2 Clusters

Aantal ondernemingen in iedere cluster	
Cluster 1	29
2	58
3	148
Valid	235
Missing	0

Tabel H.3 Beschrijvende statistiek per cluster

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum	ANOVA
					Lower Bound	Upper Bound			Sig.
					1	2*			91,72
2	58	44,93	9,173	1,204	42,52	47,34	31	65	
3	148	17,01	6,922	,569	15,89	18,14	2	30	
Total	235	33,12	26,966	1,759	29,66	36,59	2	148	

* significant op het 0,05 niveau

Additionele informatie

Tabel H.4 Variantieanalyse: onafhankelijkheid & leeftijd

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum	ANOVA	
					Lower Bound	Upper Bound			Sig.	
%_extern	Matuur	29	,771004	,2147668	,0398812	,689311	,852697	,0000	1,0000	,002*
	Gemid	58	,572195	,2817652	,0369976	,498108	,646281	,0000	1,0000	
	Jong	148	,572682	,2814670	,0231364	,526959	,618405	,0000	1,0000	
	Total	235	,597036	,2809017	,0183240	,560935	,633137	,0000	1,0000	
%_onafhankelijk	Matuur	29	,402727	,2043539	,0379476	,324995	,480459	,0000	,7500	,350
	Gemid	58	,344828	,3146639	,0413174	,262091	,427564	,0000	1,0000	
	Jong	148	,322622	,2695041	,0221531	,278843	,366402	,0000	1,0000	
	Total	235	,337988	,2746344	,0179152	,302692	,373284	,0000	1,0000	

* significant op het 0,05 niveau

Tabel H.5 Kruistabel CEO dualiteit & leeftijd

		Cluster Number of Case			Total
		Matuur	Gemid	Jong	
CEO_dualiteit 0	Count	26	17	55	98
	% within Leeftijd	89,7%	29,3%	37,2%	41,7%
1	Count	3	41	93	137
	% within Leeftijd	10,3%	70,7%	62,8%	58,3%
Total	Count	29	58	148	235
	% within Leeftijd	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabel H.6 T-test voor verschillen (H_0 : geen verschil)

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	32,348 ^a	2	,000*
Likelihood Ratio	34,512	2	,000
Linear-by-Linear Association	14,925	1	,000
Phi	,371		,000*
Cramer's V	,371		,000

* significant op het 0,05 niveau

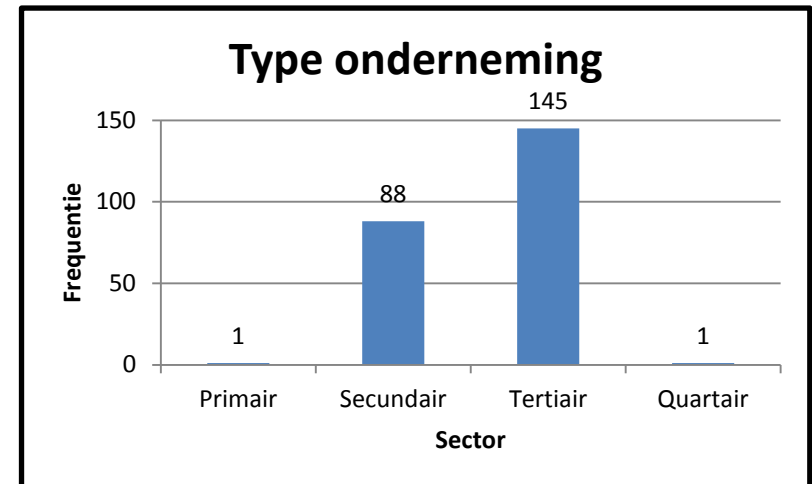
a. 0 cells (,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 22,10.

Bijlage I: Additionele informatie deelvraag sector

Tabel I.1 Beschrijvende statistiek per sector

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent	ANOVA
						Sig.
Valid	Primair	1	,4	,4	,4	,000*
	Secundair	88	37,4	37,4	37,9	
	Tertiair	145	61,7	61,7	99,6	
	Quartair	1	,4	,4	100,0	
	Total	235	100,0	100,0		

* significant op het 0,05 niveau



Tabel I.2 Variantieanalyse: onafhankelijkheid & sector

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum	ANOVA
						Lower Bound	Upper Bound			Sig.
Perc_extern	Primair					1	,333333			
	Secundair	88	,639499	,2827928	,0301458	,579580	,699417	,0000	1,0000	
	Tertiair	145	,574443	,2784550	,0231244	,528736	,620150	,0000	1,0000	
	Quartair	1	,400000	.	.	.	.	,4000	,4000	
	Total	235	,597036	,2809017	,0183240	,560935	,633137	,0000	1,0000	
Perc_onafhankelijk	Primair	1	,000000	.	.	.	.	,0000	,0000	,492
	Secundair	88	,360518	,2600003	,0277161	,305430	,415607	,0000	1,0000	
	Tertiair	145	,326218	,2836417	,0235552	,279659	,372776	,0000	1,0000	
	Quartair	1	,400000	.	.	.	.	,4000	,4000	
	Total	235	,337988	,2746344	,0179152	,302692	,373284	,0000	1,0000	

Tabel I.3 Crosstabs CEO dualiteit & sector

			Cluster_sector				Total
			Primair	Secundair	Tertiair	Quartair	
CEO_dualiteit	0	Count	0	47	51	0	98
		% within sector	0,0%	53,4%	35,2%	0,0%	41,7%
	1	Count	1	41	94	1	137
		% within sector	100,0%	46,6%	64,8%	100,0%	58,3%
Total		Count	1	88	145	1	235
		% within sector	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabel I.4 T-test voor verschillen (H₀: geen verschil)

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	8,935 ^a	3	,030*
Likelihood Ratio	9,625	3	,022
Linear-by-Linear Association	6,750	1	,009
Phi	,195		,030*
Cramer's V	,195		,030

* significant op het 0,05 niveau

a. 4 cells (50,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is ,42.

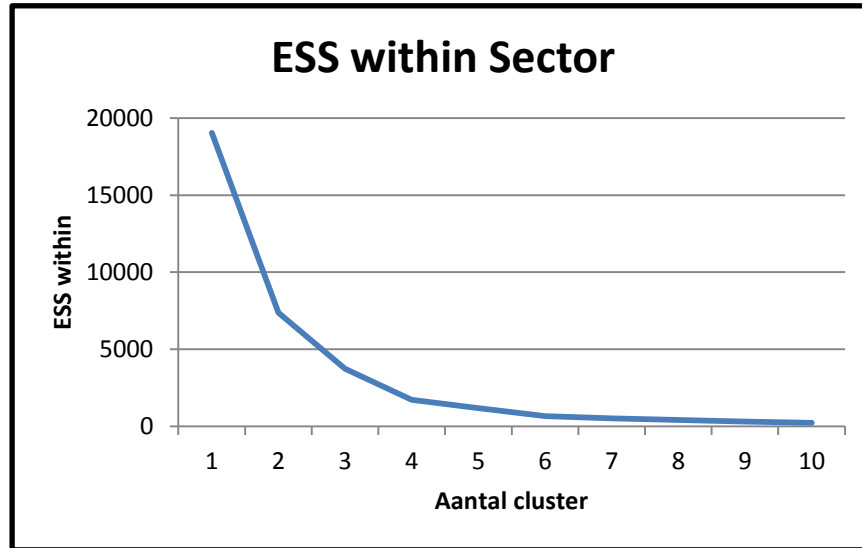
Bijlage J: Additionele informatie deelvraag CEO gezag

Clusteranalyse

In de agglomeratietabel is af te lezen dat een aanpassing van twee naar één cluster de heterogeniteit doet stijgen met 158,54,74 procent. Wanneer er van drie clusters naar twee clusters wordt gegaan, stijgt deze met 96,71 procent. Van vier naar drie clusters gaat gepaard met een stijging van 116,41 procent. De grafische weergave van het agglomeratieschema (tabel J.1) toont een knikpunt voor vier clusters. Vier clusters leiden daarom tot een zo minimaal mogelijke variantie binnen elke cluster en zo hoog mogelijke variantie tussen clusters. Op basis van een K-means zijn er duidelijke verschillen tussen de gemiddelden van de vier clusters. De nulhypothese $H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \mu_4$ wordt immers verworpen op het vijf procent significantieniveau (p-waarde = 0,000). Er zijn echter niet voldoende cases toegewezen aan iedere cluster. Cluster 4 telt slechts 9 cases (tabel J.2). Om deze reden is ervoor geopteerd de clusteringmethode opnieuw toe te passen, maar nu met de bedoeling twee of drie clusters te creëren. Hoewel er bij drie clusters nog steeds relatief weinig ondernemingen worden gealloceerd bij één cluster (tabel J.3), gaat er bij twee clusters te veel informatie omtrent de variabiliteit in de variabele 'ambtsperiode' verloren. Bijgevolg is er besloten verder te werken met drie clusters voor CEO gezag. Tabel J.4 geeft de gemiddelden, standaarddeviaties, minimum en maximum voor iedere cluster weer. Daar in de eerste cluster de gemiddelde ambtsperiode als CEO maar liefst 34 jaar bedraagt, bevinden zich hier de ondernemingen met 'zeer machtige' CEO's. De tweede cluster heeft een gemiddelde van 18 jaar, waardoor er vanuit kan gegaan worden dat ook deze CEO's in zekere mate invloed uitoefenen op de beleidsbeslissingen maar niet zoals de 'machtige' CEO's. Daarom bevat deze groep 'invloedrijke' CEO's. In de derde en laatste cluster zitten ondernemingen waar CEO's gemiddeld 5 jaar de functie vervullen. In tegenstelling tot de overige twee groepen zullen deze CEO's hoogstwaarschijnlijk geen managementbeleid op zichzelf kunnen sturen. Het zijn met andere woorden 'gewone' CEO's. Deze gemiddelden verschillen significant van elkaar op het vijf procent significantieniveau (tabel J.4 ANOVA).

Tabel J.1 Agglomeratieschema

Stage	Aantal clusters			Agglomeratiecoëfficiënt	
	Before joining	After joining	Value	Difference	Percentage increase to next stage
168	11	10	226,958	91,023	40,11%
169	10	9	317,981	91,432	28,75%
170	9	8	409,413	110,952	27,10%
171	8	7	520,365	138,982	26,71%
172	7	6	659,347	516,752	78,37%
173	6	5	1176,099	554,348	47,13%
174	5	4	1730,447	2014,396	116,41%
175	4	3	3744,843	3621,784	96,71%
176	3	2	7366,627	11679,261	158,54%
177	2	1	19045,89		



Tabel J.2 Vier clusters

Aantal ondernemingen in iedere cluster	
Cluster 1	43
2	52
3	74
4	9
Valid	178
Missing	57

Tabel J.3 Drie clusters

Aantal ondernemingen in iedere cluster	
Cluster 1	18
2	65
3	95
Valid	178
Missing	57

Tabel J.4 Beschrijvende statistiek per cluster

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval		Minimum	Maximum	ANOVA
					Lower Bound	Upper Bound			Sig.
Machtig	18	34,11	6,201	1,462	31,03	37,20	27	47	,000*
Invloedrijk	65	18,35	4,299	,533	17,29	19,42	12	26	
Normaal	95	4,94	3,506	,360	4,22	5,65	0	11	
Total	178	12,79	10,373	,778	11,25	14,32	0	47	

* significant op het 0,05 niveau

Additionele informatie

Tabel Variantieanalyse J.5: onafhankelijkheid & CEO gezag

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum	ANOVA	
					Lower Bound	Upper Bound			Sig.	
Perc_extern	Mchtig	18	,478187	,2488855	,0586629	,354419	,601955	,0000	,8333	,028*
	Invloed	65	,565719	,2976461	,0369185	,491966	,639472	,0000	,9167	
	Normaal	95	,649843	,2768975	,0284091	,593436	,706250	,0000	1,0000	
	Total	178	,601765	,2863084	,0214597	,559415	,644115	,0000	1,0000	
Perc_onafhankelijk	Mchtig	18	,231133	,2059357	,0485395	,128723	,333542	,0000	,5000	,000*
	Invloed	65	,262136	,2358970	,0292594	,203684	,320589	,0000	,8000	
	Normaal	95	,410494	,2609414	,0267720	,357338	,463651	,0000	1,0000	
	Total	178	,338181	,2577808	,0193215	,300051	,376311	,0000	1,0000	

* significant op het 0,05 niveau

Tabel J.6 Kruistabel CEO dualiteit & CEO gezag

		Cluster Number of Case			Total
		Mchtig	Invloedrijk	Normaal	
CEO_dualiteit 0	Count	5	23	51	79
	% within CEO gezag	27,8%	35,4%	53,7%	44,4%
1	Count	13	42	44	99
	% within CEO gezag	72,2%	64,6%	46,3%	55,6%
Total	Count	18	65	95	178
	% within CEO gezag	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabel J.7 T-test voor verschillen (H_0 : geen verschil)

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	7,472 ^a	2	,024*
Likelihood Ratio	7,583	2	,023
Linear-by-Linear Association	7,069	1	,008
Phi	,205		,024*
Cramer's V	,205		,024

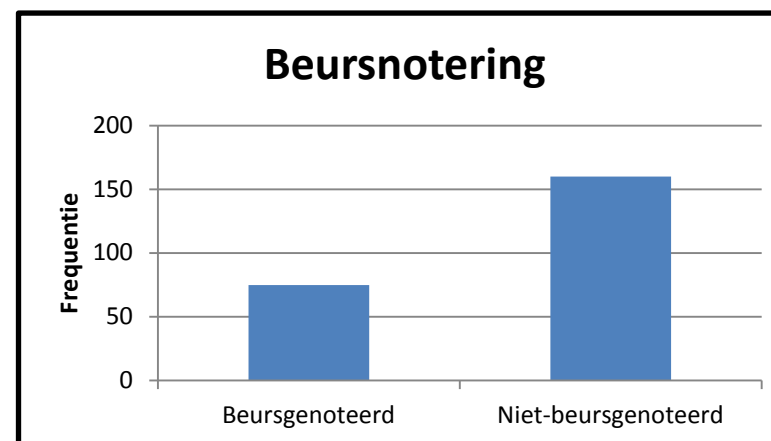
* significant op het 0,05 niveau

a. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 7,99.

Bijlage K: Additionele informatie deelvraag beursnotering

Tabel K.1 Beschrijvende statistiek per beursnotering

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 0	160	68,1	68,1	68,1
1	75	31,9	31,9	100,0
Total	235	100,0	100,0	



Tabel K.2 Variantieanalyse: onafhankelijkheid & beursnotering

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum	ANOVA
						Lower Bound	Upper Bound			Sig.
						Perc_extern	0			160	,515697	,2896494	,0228988	,470472	,560922	,0000	1,0000	,000*
	1	75	,770559	,1562887	,0180467	,734600	,806518	,3333	1,0000	
	Total	235	,597036	,2809017	,0183240	,560935	,633137	,0000	1,0000	
Perc_onafhankelijk	0	160	,304958	,3078137	,0243348	,256897	,353019	,0000	1,0000	,007*
	1	75	,408452	,1659188	,0191587	,370278	,446627	,0000	,8333	
	Total	235	,337988	,2746344	,0179152	,302692	,373284	,0000	1,0000	

* significant op het 0,05 niveau

Tabel K.3 Variantieanalyse: aantal bestuurders & beursnotering

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for		Minimum	Maximum	ANOVA
						Mean				Sig.
						Lower Bound	Upper Bound			
Aantal extern	0	160	2,16	1,704	,135	1,90	2,43	0	8	,000*
	1	75	6,81	3,435	,397	6,02	7,60	1	21	
	Total	235	3,65	3,229	,211	3,23	4,06	0	21	
Aantal onafhankelijk	0	160	1,33	1,601	,127	1,08	1,58	0	7	,000*
	1	75	3,51	1,899	,219	3,07	3,94	0	10	
	Total	235	2,03	1,978	,129	1,77	2,28	0	10	

* significant op het 0,05 niveau

Tabel K.4 Kruistabel CEO dualiteit & beursnotering

		Beursnotering		Total
		Niet beursgenoteerd	Beursgenoteerd	
0	Count	37	61	98
	% within Beursnot.	23,1%	81,3%	41,7%
1	Count	123	14	137
	% within Beursnot.	76,9%	18,7%	58,3%
Total	Count	160	75	235
	% within Beursnot.	100,0%	100,0%	100,0%

Tabel K.5 T-test voor verschillen (H_0 : geen verschil)

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	71,166	1	,000*
Likelihood Ratio	68,792	1	,000
Linear-by-Linear Association	74,023	1	,000
Phi	-,550		,000*
Cramer's V	,550		,000

* significant op het 0,05 niveau

a. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 31,28.

Bijlage L: Longitudinaal onderzoek: beschrijvende statistieken

Tabel L.1 Beschrijvende statistieken afhankelijke variabelen per jaartal

		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum	ANOVA
						Lower Bound	Upper Bound			Sig.
Perc_extern	2009	232	,59780	,281091	,018455	,56144	,63417	,000	1,000	,966
	2010	232	,59150	,284533	,018680	,55469	,62831	,000	1,000	
	2011	235	,59704	,280902	,018324	,56093	,63314	,000	1,000	
Perc_onafhankelijk	2009	232	,34202	,269255	,017677	,30719	,37685	,000	1,000	,986
	2010	232	,33909	,271959	,017855	,30391	,37427	,000	1,000	
	2011	235	,33799	,274634	,017915	,30269	,37328	,000	1,000	

Tabel L.2 Kruistabel CEO dualiteit & Jaar

		Jaar			Total
		2009	2010	2011	
CEO_dualiteit 0	Count	96	98	98	292
	within Jaar	41,4%	42,2%	41,7%	41,8%
1	Count	136	134	137	407
	within Jaar	58,6%	57,8%	58,3%	58,2%
Total	Count	232	232	235	699
	within Jaar	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabel L.3 T-test voor verschillen (H₀: geen verschil)

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	,036 ^a	2	,982
Likelihood Ratio	,036	2	,982
Linear-by-Linear Association	,005	1	,944
Phi	-,550		,007*
Cramer's V	,550		,007

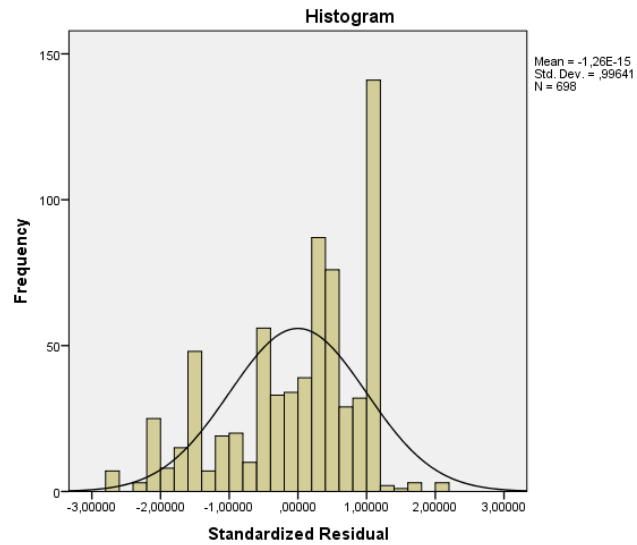
a. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 96,92.

Tabel L.4 Beschrijvende statistieken controlevariabelen per jaartal

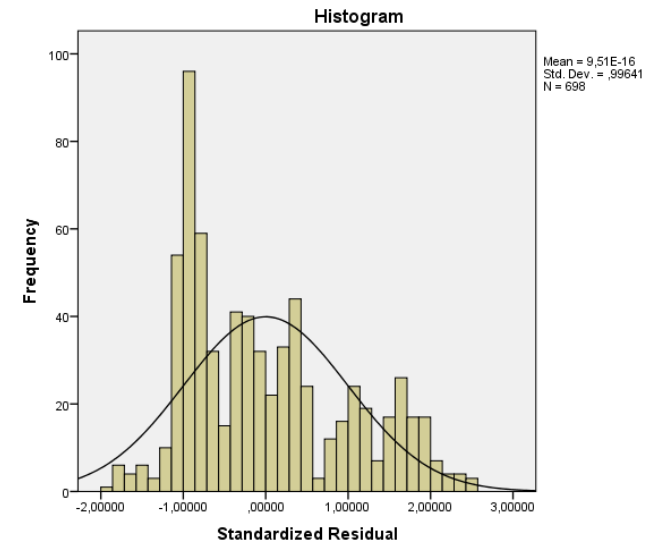
	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum	ANOVA	
					Lower Bound	Upper Bound			Sig.	
grootte_RvB	2009	232	5,22	3,162	,208	4,81	5,63	1	23	,971
	2010	232	5,23	3,171	,208	4,82	5,64	2	24	
	2011	235	5,29	3,153	,206	4,88	5,69	1	21	
Grootte_ond	2009	232	318050,39152	1061884,950331	69716,162468	180689,56668	455411,21637	586,708	7943069,000	,813
	2010	232	380911,38989	1410615,207317	92611,425505	198440,33372	563382,44606	707,657	1,367E+007	
	2011	235	390746,52563	1460510,559093	95273,203869	203043,67598	578449,37528	805,113	1,437E+007	
Leeftijd_ond	2009	232	31,24	27,090	1,779	27,73	34,74	0	146	,753
	2010	232	32,20	27,113	1,780	28,69	35,71	1	147	
	2011	235	33,12	26,966	1,759	29,66	36,59	2	148	
Leverage	2009	232	,55012	,239879	,015749	,51909	,58115	,010	,971	,948
	2010	232	,55574	,239478	,015723	,52476	,58672	,012	,960	
	2011	235	,54896	,240132	,015664	,51810	,57982	,009	,952	

Bijlage M: Longitudinaal onderzoek: assumpties

Normaliteit



afhankelijke variabele: Perc_extern



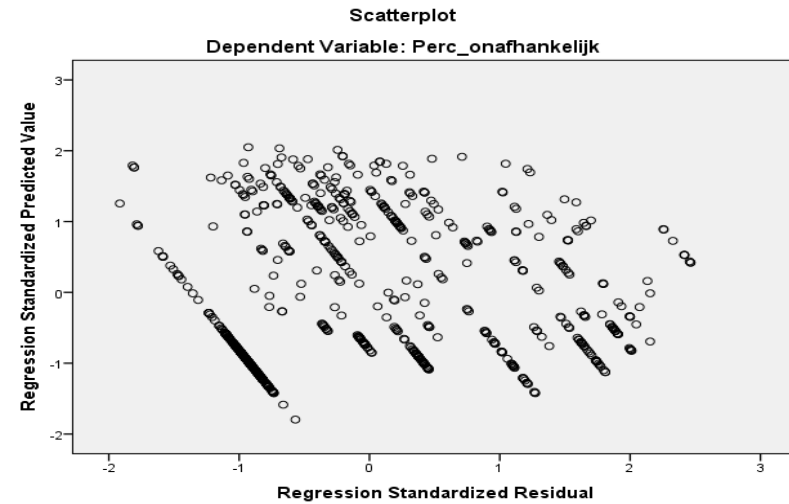
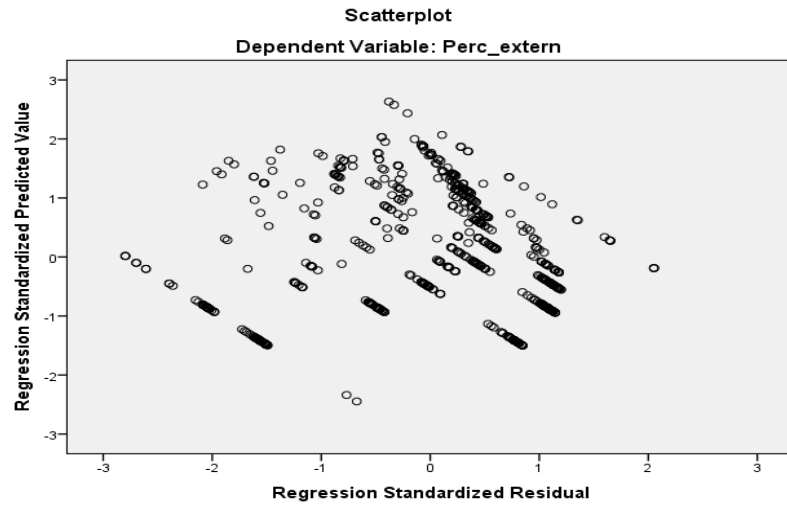
afhankelijke variabele: Perc_onafhankelijk

Onafhankelijk

Tabel M.1 Durbin-Watson waarde

	Percentage externe bestuurder	Percentage onafhankelijke bestuurders
Durbin-Watson	1,872	1,881

Homoscedasticiteit



Multicollineariteit

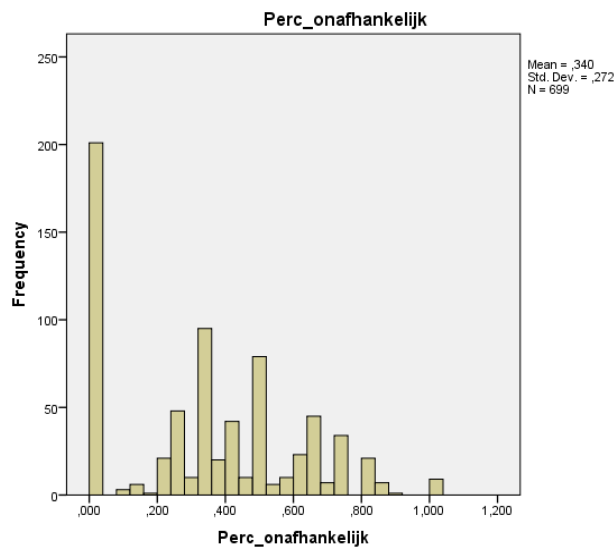
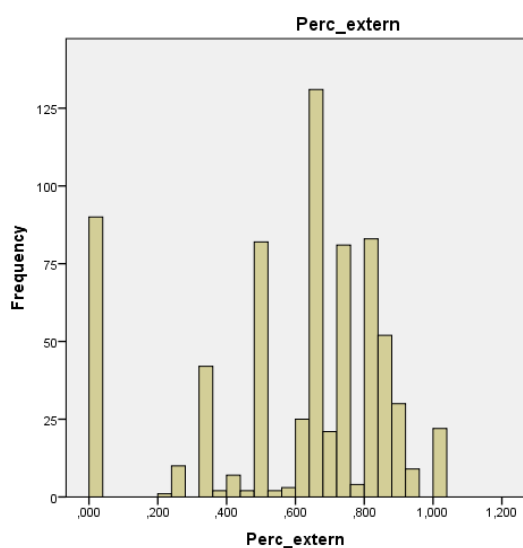
Tabel M.2 Pearson correlatie & Tolerance

	CEO_ dualiteit	Lngrootte_ RvB	Lngrootte_ ond	Lnleeftijd	Leverage	Tolerance
CEO_dualiteit	1	-,463**	-,586**	-,112**	,064	,643
Lngrootte_RvB	-,463**	1	,669**	,179**	-,084*	,542
Lngrootte_ond	-,586**	,669**	1	,201**	-,085*	,447
Lnleeftijd	-,112**	,179**	,201**	1	-,064	,954
Leverage	,064	-,084*	-,085*	-,064	1	,989

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

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

Bijlage N: Longitudinaal onderzoek: frequenties afhankelijke variabelen



Frequentietabel Percentage externe bestuurders

	Frequency	%	Valid %	Cumulative %
Valid ,000	90	12,9	12,9	12,9
,200	1	,1	,1	13,0
,...	...	...	...	96,7
,933	1	,1	,1	96,9
1,000	22	3,1	3,1	100,0
Total	699	100,0	100,0	

Frequentietabel Percentage onafhankelijke bestuurders

	Frequency	%	Valid %	Cumulative %
Valid ,000	201	28,8	28,8	28,8
,083	3	,4	,4	29,2
...	...	...	...	98,6
,889	1	,1	,1	98,7
1,000	9	1,3	1,3	100,0
Total	699	100,0	100,0	

Bijlage O: Longitudinaal onderzoek: deelvragen

Tabel O.1 Verdieping onderzoeksmodel: bedrijfsgrootte

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,2448*	-,1073
Dualiteit_Groot	-,0114	,0099
Dualiteit_Middelgroot	-,0942*	-,0688
Dualiteit_Klein	-,0817*	-,1325*
Lngrootte_RvB	,3142*	,2541*
Lnleeftijd	-,0139	-,0135
Leverage	-,0799**	,1312*
Aantal observaties	698	698
Log likelihood	242,3260	79,4941
P-waarde regressie	,0000*	,0000*

* significant op het 0,05 niveau

** significant op het 0,10 niveau

Tabel O.2 Verdieping onderzoeksmodel: leeftijd

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,1657**	-,2120**
Dualiteit_Matuur	-,3925*	-,5502*
Dualiteit_Gemid	-,0618**	-,0599
Dualiteit_Jong	-,0586*	-,0733*
Lngrootte_RvB	,3178*	,2673*
Lngrootte_Ond	,0025	,0032
Leverage	-,0848*	,1301*
Aantal observaties	699	699
Log likelihood	244,6026	80,1080
P-waarde regressie	,0000*	,0000*

* significant op het 0,05 niveau

** significant op het 0,10 niveau

Tabel O.3 Verdieping onderzoeksmodel: sector

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,1954*	-,1932
Dualiteit_primair	-,1004	,0617
Dualiteit_secundair	-,0883*	-,0907**
Dualiteit_tertiar	-,0505**	-,0655**
Dualiteit_Quartair	-,2650	-,2074
Ln grootte_RvB	,3204*	,2636*
Ln grootte_ond	,0034	,0051
Ln leeftijd	-,0146	-,1284
Leverage	-,0817*	,1378
Aantal observaties	698	698
Log likelihood	241,8275	77,5749
P-waarde regressie	,0000*	,0000*

* significant op het 0,05 niveau

** significant op het 0,10 niveau

Tabel O.4 Verdieping onderzoeksmodel: CEO gezag

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,0987	-,3119*
Dualiteit_Mchtig	-,0018	,0018
Dualiteit_Invloedrijk	-,0081	-,0091
Dualiteit_Normaal	,0130	-,0041
Ln grootte_RvB	,3386*	,2810*
Ln grootte_ond	,0069	,0097
Ln leeftijd	-,0151	-,0102
Leverage	-,0885*	,1376*
Aantal observaties	684	684
Log likelihood	237,9871	79,2547
P-waarde regressie	,0000*	,0000*

* significant op het 0,05 niveau

Tabel O.5 Verdieping onderzoeksmodel: beursnotering

	% externe bestuurders	% onafhankelijke bestuurders
Constante	,2089*	-,1710
Dualiteit_beursgenot	-,0229	-,0229
Dualiteit_niet-beursgenot	-,0749*	-,0919*
Lngrootte_RvB	,3138*	,2574*
Lngrootte_ond	,0031	,0040
Lnleeftijd	-,0141	-,0111
Leverage	-,0797**	-,1372*
Aantal observaties	698	698
Log likelihood	241,6049	77,8320
P-waarde regressie	,0000*	,0000*

* significant op het 0,05 niveau

** significant op het 0,10 niveau

Bijlage P: Ondernemingsprestaties

Tabel P.1 beschrijvende statistieken ondernemingsprestaties per jaar

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for		Minimum	Maximum	ANOVA	
					Mean				Sig.	
					Lower Bound	Upper Bound				
%NettoROEvoorbelaast	2009	232	,14235	,421824	,027694	,08778	,19692	-1,892	2,626	,448
	2010	232	,19243	,643586	,042253	,10918	,27569	-6,446	3,172	
	2011	235	,19721	,458803	,029929	,13825	,25618	-1,567	3,121	
%NettoROEnabelaast	2009	232	,08805	,334813	,021982	,04474	,13136	-1,892	1,741	,480
	2010	232	,12358	,554558	,036409	,05184	,19531	-6,446	2,050	
	2011	235	,13306	,341218	,022259	,08920	,17691	-1,568	2,191	
%BrutoROEnabelaast	2009	232	,27790	,469177	,030803	,21721	,33859	-1,699	3,142	,812
	2010	232	,27881	,477084	,031322	,21709	,34052	-2,930	2,823	
	2011	235	,30208	,431359	,028139	,24664	,35752	-,619	2,904	
%NettoROAvoorbelaast	2009	232	,06572	,123084	,008081	,04980	,08164	-,608	,662	,393
	2010	232	,07882	,131871	,008658	,06176	,09588	-,578	,755	
	2011	235	,08025	,124007	,008089	,06432	,09619	-,401	,798	
%BrutoROAvoorbelaast	2009	232	,11701	,122935	,008071	,10110	,13291	-,437	,821	,732
	2010	232	,12261	,133893	,008791	,10529	,13993	-,455	,989	
	2011	235	,12643	,131569	,008583	,10952	,14334	-,297	1,033	

Tabel P.2 Aantal cases origineel en na logtransformatie

	%NettoROE voorbelast	%NettoROE nabelast	%BrutoROE nabelast	%NettoROA voorbelast	%BrutoROA voorbelast	InnettoROE voorbelast	InnettoROE nabelast	InbrutoROE nabelast	InnettoROA voorbelast	InbrutoROA voorbelast
N Valid	235	235	235	235	235	188	187	219	198	224
Missing	0	0	0	0	0	47	48	16	37	11

Bijlage Q: Uitbreiding onderzoeksmodel met ambtsperiode en eigendomspercentage

Tabel Q.1 Beschrijvende statistieken per jaar

	N	Mean	Std. Deviation	Std. Error	95% Confidence Interval for Mean		Minimum	Maximum	ANOVA	
					Lower Bound	Upper Bound			Sig.	
Amtsperiode_CEO	2009	70	10,80	9,742	1,164	8,48	13,12	0	40	,788
	2010	72	11,18	9,808	1,156	8,88	13,49	0	41	
	2011	73	11,92	10,014	1,172	9,58	14,25	0	42	
perc_eigendom	2009	69	,4004	,29860	,03595	,3287	,4722	,00	1,00	,887
	2010	71	,3804	,29470	,03497	,3107	,4502	,00	1,00	
	2011	71	,3780	,29639	,03517	,3078	,4481	,00	1,00	

Tabel Q.2 Beschrijvende statistiek 2009-2011

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Amtsperiode_CEO	215	0	42	11,31	9,822
Eigendoms%	211	,00	1,00	,3862	,29530
Valid N (listwise)	204				

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

CEO dualiteit en onafhankelijkheid van de raad van bestuur

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

Vanoorbeek, Aurélie

Datum: **30/05/2013**