

2013•2014  
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN  
*master in de toegepaste economische wetenschappen:  
handelsingenieur*

Masterproef  
Politici als externe bestuurders

Promotor :  
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Pieter Neyens  
*Proefschrift ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste  
economische wetenschappen: handelsingenieur*

2013•2014

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE  
WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:  
handelsingenieur*

Masterproef

Politici als externe bestuurders

Promotor :  
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Pieter Neyens

*Proefschrift ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste  
economische wetenschappen: handelsingenieur*



## Woord vooraf

---

Een masterproef is een opdracht die overheen 2 jaar gevormd wordt. Het is een werkstuk dat het sluitstuk vormt van mijn opleiding Handelsingenieur met als afstudeerrichting accountancy en financiering aan de UHasselt. Deze masterproef is tot stand gekomen door de hulp van een aantal mensen die ik hieronder dan ook wil bedanken. Het indienen van mijn masterproef brengt hiervoor de uitgelezen opportuniteit om mijn dank te uiten.

In de eerste plaats wil ik hiervoor mijn promotor, Prof. dr. Wim Voordeckers bedanken. Hij heeft me voorzien van zijn deskundige begeleiding, advies en kennis.

De Belgische beursgenoteerde bedrijven dank ik voor de jaarverslagen ter beschikking te stellen. Ook naar de mensen die ik gecontacteerd heb voor bijkomende informatie gaat mijn oprechte dank uit.

Ten slotte nog een speciaal woord van dank aan mijn ouders en vriendin die me doorheen de opleiding gesteund hebben en me de mogelijkheid gegeven hebben om te kunnen studeren.

Pieter Neyens,  
Augustus 2014



# Samenvatting

---

Met de vele problemen waarmee ondernemingen continu geconfronteerd worden en de aanhoudende economische crisis heeft de raad van bestuur een belangrijke functie en verantwoordelijkheid. Dit orgaan is namelijk verantwoordelijk voor het welzijn van het bedrijf in het totaal en vertegenwoordigt de eigenaren van het bedrijf. Om deze verantwoordelijkheid goed te kunnen dragen is het aangewezen dat de juiste mensen deel uitmaken van de raad van bestuur. Vandaag de dag nemen meer en meer mensen met een politieke achtergrond het mandaat van externe bestuurder op zich. Deze masterproef onderzoekt of de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen een effect heeft op de bedrijfsprestaties.

De redenen waarom deze bedrijven vaak geïnteresseerd zijn in politici als externe bestuurders wordt verklaard vanuit de resource dependence theorie. Volgens deze theorie zou de raad van bestuur de externe omgeving moeten reflecteren. De politici zorgen voor banden met de overheid, die een belangrijke rol speelt in de omgeving van de ondernemingen. Personen actief in de politiek brengen een specifiek menselijk en sociaal kapitaal met zich mee naar de ondernemingen. Dat specifiek kapitaal brengt bepaalde voordelen met zich mee. Ze bieden kanalen van communicatie met huidige politici, bureaucraten en andere politieke beslissingsmakers. Het advies dat politici kunnen geven aan ondernemingen over het ingewikkelde politieke proces is vaak waardevol. Door het brede netwerk kan het dat deze politici verder ook een invloed op politieke beslissingen mogelijk maken en in bepaalde landen kan dit zelfs tot een voorkeursbehandeling leiden in het gerechtelijke systeem. Wanneer een politicus toegevoegd wordt aan de raad van bestuur kan dit ook de prestige en de legitimiteit van het bedrijf ten goede komen. Maar wanneer de politici in de raad van bestuur opgenomen worden omwille van eerder gepresterde diensten, kan dit als onethisch ervaren worden omdat het lijkt op oneerlijke invloed uitoefenen op het politieke systeem. Dit kan bijgevolg negatieve publiciteit met zich meebrengen.

Gezien de vele voordelen geassocieerd aan politici in de raad van bestuur, wordt er verwacht dat de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur een positieve invloed heeft op de bedrijfsresultaten. Dit werd dan ook onderzocht in deze masterproef door middel van verzamelde data van 57 Belgische beursgenoteerde bedrijven over een periode van 5 jaar.

Uit het eigen empirisch onderzoek bleek dat er geen positief effect verbonden is aan politici in de raad van bestuur en de bedrijfsresultaten van Belgische beursgenoteerde bedrijven. Het sociaal en menselijk kapitaal van politici is ook niet positief gerelateerd aan de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde bedrijven. Er blijkt echter wel een positief effect van de aanwezigheid van de politici in de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties van ondernemingen actief in zwaar gereguleerde sectoren zoals biotechnologie en telecommunicatie. Maar dit effect was enkel waar te nemen wanneer de bedrijfsresultaten gedefinieerd werden aan de hand van een marktgerichte prestatie maatstaf zoals de Tobin's Q en niet wanneer er gebruik gemaakt werd van een boekhoudkundige prestatie maatstaf zoals de rentabiliteit van het totaal der activa. Dit waargenomen effect moet echter genuanceerd worden omwille van het beperkte aantal bedrijven

in de dataset actief in een zwaar gereguleerde sector. Concluderend kan er gesteld worden dat het effect van politici in de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties niet overtuigend ondersteund wordt in de Belgische context.

# Inhoudsopgave

---

<b>WOORD VOORAF .....</b>	<b>I</b>
<b>SAMENVATTING .....</b>	<b>III</b>
<b>INHOUDSOPGAVE.....</b>	<b>V</b>
<b>LIJST VAN FIGUREN .....</b>	<b>IX</b>
<b>LIJST VAN TABELLEN.....</b>	<b>XI</b>
<b>HOOFDSTUK I: PROBLEEMSTELLING EN ONDERZOEKSOPZET.....</b>	<b>1</b>
1 Probleemstelling .....	1
2 Onderzoeksvragen .....	3
2.1 Centrale onderzoeksvraag.....	3
2.2 Deelvragen .....	3
3 Onderzoeksopzet .....	3
<b>HOOFDSTUK II: LITERATUURSTUDIE .....</b>	<b>5</b>
1 Corporate governance .....	5
1.1 Corporate governance in België .....	6
1.2 Controlestructuren .....	6
2 Raad van Bestuur.....	7
2.1 Definitie.....	7
2.2 Intern controlemechanisme.....	7
2.3 Principaal-agent theorie.....	7
2.4 Resource dependence theorie.....	8
2.5 Rollen van de raad van bestuur .....	9
2.6 Model van de raad van bestuur.....	10
2.7 Structuur van de raad van bestuur.....	11
2.7.1 Grootte van de raad van bestuur .....	11
2.7.2 CEO-dualiteit.....	12
2.8 Samenstelling van de raad van bestuur .....	12
2.8.1 Soorten bestuurders.....	12
2.8.2 Externe bestuurders vanuit de agent-principaal theorie.....	13
2.8.3 Externe bestuurders vanuit de resource dependence theorie .....	14
2.8.4 Onafhankelijkheid van de raad van bestuur .....	14
3 Politici .....	15



3.1	Definitie.....	15
3.2	Politiek en bedrijfsleven, de band.....	16
3.3	Politici in de onderneming .....	16
3.4	Wettelijke onverenigbaarheden .....	16
3.5	Voordelen van politici in de raad van bestuur .....	17
3.6	Nadelen van politici in de raad van bestuur .....	18
3.7	Menselijk en sociaal kapitaal .....	18
3.8	Diepte en breedte van het menselijk en sociaal kapitaal van politici .....	19
3.9	Het effect op bedrijfsprestaties .....	20
4	Besluit literatuurstudie.....	21
<b>HOOFDSTUK III: HYPOTHESEN.....</b>		<b>23</b>
1	Aanwezigheid van politici en bedrijfsprestaties.....	23
2	Menselijk en sociaal kapitaal en bedrijfsprestaties .....	24
3	Zwaar gereguleerde sectoren en bedrijfsprestaties .....	25
<b>HOOFDSTUK IV: METHODOLOGIE .....</b>		<b>27</b>
1	Gegevensverzameling.....	27
2	Variabelen.....	27
2.1	Afhankelijke variabelen .....	27
2.1.1	Return on assets (ROA) .....	28
2.1.2	Tobin's Q .....	28
2.2	Onafhankelijke variabelen en controle variabelen.....	28
2.2.1	Aanwezigheid politici in de raad van bestuur .....	28
2.2.2	Aantal politici in de raad van bestuur.....	28
2.2.3	Aantal jaren politieke ervaring .....	28
2.2.4	Aantal verschillende politieke posities .....	29
2.2.5	Niveau van de politieke posities .....	29
2.2.6	Grootte van de raad van bestuur .....	30
2.2.7	CEO-dualiteit.....	30
2.2.8	Aantal onafhankelijke bestuurders.....	30
2.2.9	Aantal vergaderingen .....	30
2.2.10	Sector .....	30
2.2.11	Grootte van het bedrijf.....	30
2.2.12	Zwaar gereguleerde sectoren .....	31

<b>HOOFDSTUK V: EMPIRISCH ONDERZOEK.....</b>	<b>33</b>
1 Beschrijvende statistieken.....	33
2 Politici in de raad van bestuur.....	35
3 Regressies .....	36
3.1 Hypothese 1.....	36
3.2 Hypothese 2.....	38
3.3 Hypothese 3.....	40
3.4 Hypothese 4.....	42
4 Bespreking resultaten.....	43
<b>HOOFDSTUK VI: ALGEMENE CONCLUSIES.....</b>	<b>45</b>
4.1 Overzicht.....	45
4.2 Praktische implicaties .....	47
4.3 Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek.....	47
<b>LIJST VAN GERAADPLEEGDE WERKEN.....</b>	<b>49</b>
<b>BIJLAGEN .....</b>	<b>55</b>
Bijlage I: Bedrijvenlijst.....	55



## Lijst van figuren

---

Figuur 1: Model van raad van bestuur (Bron: Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009) .....	11
--	----



## Lijst van tabellen

---

Tabel 1: Politieke niveaus.....	15
Tabel 2: Codering politieke niveaus .....	29
Tabel 3: Beschrijvende statistieken Belgische beursgenoteerde bedrijven .....	33
Tabel 4: Specifieke beschrijvende statistieken over politici .....	35
Tabel 5: Hypothese 1 (Industry-adjusted ROA) - Regressie resultaten .....	37
Tabel 6: Hypothese 1 (Industry-adjusted Q) - Regressie resultaten .....	38
Tabel 7: Hypothese 2 (Industry-adjusted ROA) - Regressie resultaten .....	39
Tabel 8: Hypothese 2 (Industry-adjusted Tobin's Q) - Regressie resultaten .....	40
Tabel 9: Hypothese 3 (Industry-adjusted ROA) - Regressie resultaten .....	41
Tabel 10: Hypothese 3 (Industry-adjusted Tobin's Q) - Regressie resultaten.....	41
Tabel 11: Hypothese 4 (Industry-adjusted ROA en Tobin's Q) - Regressie resultaten .....	42



# Hoofdstuk I: Probleemstelling en onderzoekopzet

---

## 1 Probleemstelling

De dag van vandaag zitten we nog steeds in de nasleep van de financiële crisis wat voor veel onzekerheid zorgt. Bedrijven proberen hierop een antwoord te vinden door hun raad van bestuur te bemannen met de juiste mensen, want een ondermaatse bedrijfsvoering kan grote nadelen tot gevolg hebben die verder reiken dan alleen verlies aan aandeelhouderswaarde.

Raden van bestuur komen de laatste jaren meer en meer in het nieuws, dit zowel positief als negatief. De omgeving waarin deze raden van bestuur actief zijn ondergaat vele veranderingen. Hiermee kan verwezen worden naar de vele aanpassingen in de corporate governance codes met onder andere de aanpassing in België in 2009.

Alle beursgenoteerde bedrijven hebben een raad van bestuur. De raad van bestuur is een belangrijk orgaan binnen de onderneming. Daarom dat er corporate governance codes ontwikkeld worden die als voornaamste doelstelling hebben om de waardecreatie op lange termijn te ondersteunen. Het bevat een set van regels en gedragingen die bepalen hoe een onderneming bestuurd en gecontroleerd zou moeten worden. De codes bieden transparante beoordelingscriteria voor het beleid om zo verbeteringen en benchmarks mogelijk te maken. Corporate governance is in de laatste jaren ook belangrijker en bekender geworden. Dit omdat grote schandalen in de voorbije tien jaar zoals Enron, Worldcom en Lernout en Hauspie de nood aan deugdelijk en betrouwbaar bestuur hebben doen toenemen. Want wat elke crisis ook aangetoond heeft, is dat vertrouwen zeer belangrijk is. Het gaat hier dan over het vertrouwen van de consumenten, investeerders en financiers. Een goede raad van bestuur zal leiden tot een goed bestuur van de onderneming wat op zijn beurt ook het vertrouwen ten goede komt. De wetgevingen en corporate governance codes proberen deze drama's in de toekomst te voorkomen door er ondermeer voor te zorgen dat ook externe bestuurders opgenomen worden in de raad van bestuur. Deze zorgen namelijk voor een bepaald niveau van onafhankelijkheid en kunnen voor extra controle zorgen van het management.

Er is veel onderzoek verricht naar de raad van bestuur als bestuursorgaan en de samenstelling ervan. Het overgrote deel van dit onderzoek onderzoekt de raad van bestuur vanuit de agent-principaal theorie (Daily & Dalton, 1994b; Fama & Jensen, 1983). De rol die hieruit voortvloeit wordt ook de controlerol van de raad van bestuur genoemd (Johnson, Daily, & Ellstrand, 1996; Hung, 1998).

Deze masterproef is gericht op politici als externe bestuurders. Rond oktober 2012 werd het topic van politici die zetelen in raden van bestuur van beursgenoteerde bedrijven opnieuw zeer actueel, toen bekend raakte dat wijlen politicus Jean-Luc Dehaene als voormalig onafhankelijk bestuurder van biergigant AB Inbev aandelenopties aangaf ter waarde van meer dan 5 miljoen euro. De resource dependence theorie biedt een overtuigende reden waarom ondernemingen linken maken met de overheid. Deze theorie heeft als uitgangspunt dat bedrijven afhankelijk zijn van externe organisaties (Pfeffer & Salancik, 1978). Deze afhankelijkheid brengt risico en onzekerheid met zich



mee. Bedrijven verlagen dit risico door banden te creëren met belangrijke bronnen van externe afhankelijkheid (Pfeffer, 1972). Het zijn deze banden die de bedrijven beschermen tegen omgevingsfluctuaties. De vermindering in onzekerheid door deze banden verlaagt de transactiekosten (Williamson, 1984), verhoogt de overlevingskansen en verbetert uiteindelijk ook de prestaties van de onderneming (Singh, House, & Tucker, 1986).

Ondanks de hedendaagse wereldwijde trends betreffende deregulering, het verlagen van de handelsbarrières en privatisering zijn het overheidsbeleid, de overheidsregulering en de handhaving ervan zeer belangrijke krachten in de externe omgeving van een onderneming (Hillman, Zardkoohi, & Bierman, 1999; Hillman & Hitt, 1999). De onzekerheid die gecreëerd wordt door overheidsregulering heeft als gevolg dat veel ondernemingen proberen de overheid te coöpteren door banden met politici te creëren. Vanuit de resource dependence theorie wordt er aangenomen dat de raad van bestuur het voornaamste instrument is om cruciale elementen van externe onzekerheid op te nemen in de onderneming. Daarom dat deze coöptatie vooral gebeurt in de vorm van het opnemen van politici in de raad van bestuur (Boyd, 1990; Hillman, Albert, & Paetzold, 2000). Dit kan omschreven worden als de resource dependence rol (Hillman, Albert, & Paetzold, 2000).

In de academische literatuur komen verschillende opdelingen van bestuurders voor, een algemene opdeling is deze waarin een onderscheid wordt gemaakt tussen interne (insiders) en externe (outsiders) bestuurders. De laatst genoemde groep wordt soms ook nog opgedeeld in onafhankelijke externe bestuurders en externe bestuurders met een bepaalde vorm van afhankelijkheid ten opzichte van de onderneming. Deze opdeling is voldoende wanneer de agent-principaal rol bestudeerd wordt, maar niet wanneer men de resource dependence rol van de bestuurders wil begrijpen (Hillman, Albert, & Paetzold, 2000). Daarom dat in deze thesis gebruik gemaakt wordt van een opdeling die zowel rekening houdt met de resource dependence rol als de agent-principaal rol (Hillman, Albert, & Paetzold, 2000).

De waarde van externe bestuurders hangt in grote mate af van het menselijk en sociaal kapitaal dat ze meebrengen naar de raad van bestuur. Het menselijk kapitaal omvat de individuele expertise, ervaring, kennis, reputatie en vaardigheden (Becker, 1964; Coleman, 1988). Het sociaal kapitaal wordt gedefinieerd als de som van werkelijke en potentiële middelen of bronnen die ingebed binnen, beschikbaar via en afgeleid zijn van het netwerk van relaties van die individu (Nahapiet & Ghoshal, 1998). Politici zijn een categorie externe bestuurders die unieke bijdragen kunnen leveren aan de raad van bestuur (Hillman, 2005), alsook aan de bedrijfsprestaties. Elk individu heeft een unieke combinatie van menselijk en sociaal kapitaal, dit maakt het interessant om te onderzoeken welke factoren van het menselijk en sociaal kapitaal van een politicus een invloed hebben op de bedrijfsresultaten. Om deze factoren te onderzoeken wordt er gebruik gemaakt van twee begrippen, namelijk de diepte en de breedte van het menselijk en sociaal kapitaal van politici (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008).

Onder 'diepte' verstaan we diepgang van de expertise, kennis, vaardigheden en sociale netwerken van een bestuurder. De tweede dimensie 'breedte' omvat het bereik en de omvang van het sociaal en menselijk kapitaal dat een bepaald individu bezit (Mizuchi, 1996). Kandidaten voor een positie

als externe bestuurder die beschikken over een bredere, ruimere set van vaardigheden, ervaring, connecties, netwerken en relaties zullen gemiddeld genomen aantrekkelijker zijn voor een bepaald bedrijf dat externe bestuursleden zoekt (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008).

In de Amerikaanse context is reeds onderzoek gevoerd naar politici in de raad van bestuur. In deze studies is aangetoond dat er voordelen zijn voor bedrijven om politici of ex-politici op te nemen als bestuurders (Hillman A. J., 2005; Hillman & Hitt, 1999). In de Europese context zijn er niet veel studies bekend rond dit onderwerp. Hieraan wil deze masterproef dan ook tegemoet komen door de relatie tussen politici en bedrijfsprestaties te onderzoeken in België.

## 2 Onderzoeksvragen

### 2.1 Centrale onderzoeksvraag

Er zijn grote verschillen in het menselijk en sociaal kapitaal van mensen, dus ook in dat van politici. Uit de literatuur blijkt dat deze verschillen invloed kunnen hebben op de bedrijfsresultaten en dus ook op de aantrekkelijkheid van een bepaalde politicus als externe bestuurder. Uit het praktijkprobleem wordt dan ook de volgende centrale onderzoeksvraag afgeleid:

"Is er een positief effect van de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties van beursgenoteerde bedrijven in de Belgische context?"

### 2.2 Deelvragen

Ook zijn er een aantal deelvragen opgesteld om een afdoend antwoord te kunnen leveren op de centrale onderzoeksvraag van deze masterproef.

- **Deelvraag 1:** Welke zijn de belangrijkste kenmerken van een raad van bestuur die een invloed hebben op de bedrijfsprestaties van beursgenoteerde ondernemingen in België?
- **Deelvraag 2:** Welke factoren van het sociaal en menselijk kapitaal maken een bepaalde politicus interessanter voor een beursgenoteerd bedrijf in België?
- **Deelvraag 3:** Verschilt de aanwezigheid van politici in de raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde bedrijven overheen de Belgische sectoren?

## 3 Onderzoekopzet

Het doel van deze eindverhandeling is om te onderzoeken of politici een effect hebben op de bedrijfsprestaties van beursgenoteerde Belgische ondernemingen, alsook welke factoren en eigenschappen van een politicus dit positief effect verklaren.

De masterproef start met een literatuurstudie waarin politici als kandidaat externe bestuurders gekaderd worden in de uitgebreide literatuur omtrent de raad van bestuur en de relatie met bedrijfsprestaties. Hierin wordt ook gezocht naar de huidige stand van zaken over het onderwerp.

Vervolgens zullen hypothesen opgesteld en onderbouwd worden met conclusies en resultaten uit de literatuurstudie. In dit deel wordt duidelijk welke variabelen belangrijk zijn voor het onderzoek en welke data verzameld moeten worden.

De hypothesen moeten getest worden aan de hand van een dataset. Veel informatie wordt gehaald uit jaarverslagen van beursgenoteerde bedrijven. Deze bevatten informatie over de samenstelling van de raad van bestuur in het hoofdstuk betreffende corporate governance en dienen verplicht openbaar gemaakt te worden. Na de verzameling van de data zal er gebruik gemaakt worden van STATA om de hypothesen te testen.

De resultaten worden daaropvolgend uitvoerig besproken om vervolgens in het laatste hoofdstuk conclusies te kunnen vormen en de uiteindelijke centrale onderzoeksvraag te beantwoorden.

# Hoofdstuk II: Literatuurstudie

---

## 1 Corporate governance

Er worden verschillende definities gegeven aan het begrip corporate governance. De bescherming van de belangen van de aandeelhouders is de standaard definitie volgens economen en juristen (Tirole, 2001). Het agent-principaal probleem stelt ook een mogelijke definitie van corporate governance voor. Managers handelen namelijk niet noodzakelijk in het welzijn van de onderneming wanneer hun eigen belang verschillend is. Men moet dit dus oplossen door ofwel te werken met bepaalde management incentives of door een controle structuur in te voeren. Een goede corporate governance structuur is er een die de meest bekwame managers kiest en hun ook verantwoording laat afleggen ten opzichte van de investeerders of eigenaars. Dit inzicht kan ook terug gevonden worden in het onderzoek omtrent corporate governance van Shleifer en Vishny (1997): de manieren waarop de aanbieders van financiering aan bedrijven zichzelf verzekeren van een return op hun investering. Moerland (1997) bekijkt corporate governance op een ruimere manier en definieert dit als de wijze waarop ondernemingen worden bestuurd en gecontroleerd, alsook de wijze waarop daarover verantwoording wordt afgelegd aan de kapitaalverschaffers en andere stakeholders.

Schandalen zoals Enron, Worldcom en meer plaatselijk Lernout & Hauspie verzwakken de vertrouwensrelatie tussen de investeerders en de ondernemingen. Corporate governance samen met de wetgeving zorgen ervoor dat deze vertrouwensrelatie in stand gehouden wordt. Wanneer er geen vertrouwen meer is, zullen investeerders niet langer het risico willen nemen om te beleggen en te investeren, wat op zijn beurt drastische gevolgen zou inhouden voor het huidige financiële en economische systeem. Daarom dat er corporate governance codes ontwikkeld zijn. Bijna alle landen in de wereld beschikken vandaag over een eigen corporate governance code. De Commissie Corporate Governance (2009) definieert de corporate governance code als een reeks regels en gedragingen die bepalen hoe vennootschappen moeten bestuurd en gecontroleerd worden. Deze regels en bepalingen op het gebied van deugdelijk bestuur hebben de bedoeling ervoor te zorgen dat schandalen zoals onder andere Worldcom en Enron zich niet herhalen. De systemen verschillen overheen de landen, maar toch kan vastgesteld worden dat de veranderingen en ontwikkelingen van de codes een convergerend karakter hebben (Weimer & Pape, 1999). Ook andere ontwikkelingen zoals de globalisatie van competitie en de institutionalisering van investeringen tonen een groeiende convergentie van de corporate governance systemen aan (Moerland, 1995b).

De uiteindelijke bedoeling van de corporate governance code is het bevorderen van de waardecreatie op lange termijn door te zorgen dat deugdelijk bestuur aanwezig is in het bedrijf. De regels en gedragingen verzekeren aansprakelijkheid, eerlijkheid en transparantie in de relatie van de onderneming met alle stakeholders. Een betrouwbare omgeving kan zo ontstaan. Deze betrouwbare omgeving kan ervoor zorgen dat deze organisaties toegang krijgen tot onder andere goedkope externe financiering en bedrijfsmiddelen (The Corporate Governance Committee, 2009).

Een studie van McKinsey (2002) concludeert dat investeerders ook bereid zijn een premie tot 18% te betalen voor ondernemingen die een superieure corporate governance hebben. Dus het loont wel degelijk om een goede corporate governance in te voeren in de onderneming. Maar om een deugdelijk bestuur te kunnen voeren in een onderneming is het noodzakelijk om de raad van bestuur samen te stellen uit de juiste mensen.

## 1.1 Corporate governance in België

In 2004 werd de Belgische corporate governance code voor beursgenoteerde bedrijven gepubliceerd door de Commissie Corporate Governance, ook de Code Lippens genoemd. Deze commissie had als opdracht het uitwerken van een Belgische corporate governance code.

Rekening houdend met eerdere positieve en negatieve ervaringen met de Code Lippens, een veranderd wettelijk kader in België en Europa, nieuwe verwachtingen van de samenleving en stakeholders betreffende de verantwoordelijkheden en gedragingen van vennootschappen, bestuurders en managers was er nood aan een herziening van de Code Lippens. Met als gevolg dat een herziene versie gepubliceerd werd in 2009 onder de naam "Belgische Corporate Governance Code 2009" (The Corporate Governance Committee, 2009).

De Code 2009 bevat 9 principes en is rond deze opgebouwd. Vervolgens zijn er ook bepalingen, deze zijn aanbevelingen die omschrijven hoe principes toegepast moeten worden. Deze bepalingen zijn verder nog aangevuld met richtlijnen die duidelijk maken op welke wijze de bepalingen van de Code 2009 toegepast of geïnterpreteerd moeten worden. In deze principes is ook een richtlijn opgenomen inzake het opnemen van externe bestuurders in de raad van bestuur. Deze richtlijn is een uitermate belangrijk onderdeel van deze masterproef aangezien er onderzoek zal verricht worden naar een bepaalde groep van externe bestuurders, namelijk voormalige en huidige politici.

De Code 2009 werkt volgens de 'comply or explain'-benadering. Dit houdt in dat wanneer een bedrijf van een bepaalde bepaling afwijkt, het een gegronde en specifieke reden moet geven waarom dit het geval is. Deze benadering zal ervoor zorgen dat er sneller meer transparantie komt, omdat de onderneming aangespoord wordt hun niet-naleving van de principes te verklaren. Deze transparantie zal op zijn beurt leiden tot het beter naleven van de corporate governance code, aangezien het moeilijker wordt uit te leggen waarom specifieke bepalingen niet nageleefd worden wanneer dit in andere beursgenoteerde bedrijven wel kan. Belangrijk is op te merken dat de principes, richtlijnen en bepalingen van de corporate governance code het mogelijk maken om als aanvulling op de wetgeving te dienen. Samen vormen de codes en wetgeving een flexibel kader.

De raad van bestuur is ook verantwoordelijk voor het opstellen, de juistheid en de volledigheid van de corporate governance charter. Dit charter maakt het mogelijk om data te verzamelen in het kader van dit onderzoek, aangezien het uitgebreide informatie bevat over de raad van bestuur.

## 1.2 Controlestructuren

Een groot deel van het corporate governance debat focust zich op efficiënte controlestructuren. Er zijn verschillende controlemechanismen aanwezig binnen de corporate governance literatuur (Hart,

1995). Deze controlestructuren kunnen zowel intern als extern zijn. De interne controlemechanismen zijn de raad van bestuur en de eigendomsstructuur. De externe controlemechanismen zijn de financiële structuur, proxy fights, het wettelijke systeem en de overnamemarkt. Aangezien in deze masterproef onderzoek wordt gedaan naar politici in de raad van bestuur, zal de raad van bestuur als controlemechanisme verder uitgediept worden. De andere controlemechanismen vallen buiten bereik van dit onderzoek.

## **2 Raad van Bestuur**

### **2.1 Definitie**

De raad van bestuur is het hoogste leidinggevende orgaan binnen een onderneming. Een goede werking ervan is dus noodzakelijk. De Belgische raad van bestuur is een collegiaal orgaan dat in een naamloze vennootschap uit minstens 3 bestuurders moet bestaan (Art. 518 §1 Wetboek van Vennootschappen). In het geval van beursgenoteerde bedrijven is dit aantal vaak groter. De bestuurders worden door de aandeelhouders aangesteld op de algemene vergadering van aandeelhouders. Deze raad van bestuur is bevoegd om alle handelingen te verrichten die nodig of dienstig zijn tot de verwezenlijking van het doel van de vennootschap, behoudens die waartoe alleen de algemene vergadering bevoegd is (Art 522 §1 Wetboek van Vennootschappen).

### **2.2 Intern controlemechanisme**

De raad van bestuur is een zeer belangrijk intern corporate governance controlemechanisme. De raad van bestuur wordt aangesteld door de aandeelhouders om in hun belang te handelen en ze treedt op als monitor van het management en ratificeert belangrijke beslissingen (Hart, 1995). Dit is de controlerol gebaseerd op de agent-principaal theorie. Zoals eerder vermeld is de raad van bestuur ook verantwoordelijk voor de juistheid en volledigheid van het corporate governance charter en de verklaring inzake corporate governance (The Corporate Governance Committee, 2009).

De agent-principaal theorie is de meest gebruikte theorie in onderzoek naar raden van bestuur (Dalton, Hitt, Certo, & Dalton, 2007; Johnson, Daily, & Ellstrand, 1996; Zahra & Pearce, 1989). Maar uit eerder academisch onderzoek komt naar voren dat de resource dependence theorie ook regelmatig gebruikt en ondersteund wordt (Johnson, Daily, & Ellstrand, 1996; Zahra & Pearce, 1989; Hillman, Albert, & Paetzold, 2000). Er zijn ook nog andere theorieën die men gebruikt in het onderzoek naar de raad van bestuur maar in deze masterproef wordt het onderzoek beperkt tot de agent-principaal en resource dependence theorie.

### **2.3 Principaal-agent theorie**

De belangrijkste theorie in de corporate governance literatuur en ook de meest gebruikte in het onderzoek naar de raad van bestuur is de principaal-agent theorie. In deze theorie staat de relatie tussen de aandeelhouders (principaal) en het management van de onderneming (agent) centraal. Deze theorie draait dus om de scheiding tussen eigendom en bestuur. De principaal gaat proberen het gedrag van de agent zo te beïnvloeden dat de agent niet in eigenbelang handelt maar in dat

van de onderneming (Eisenhardt, 1989). Een belangrijke veronderstelling is hier dat de eigenaar of de aandeelhouders niet in staat zijn om het management voortdurend te controleren met als gevolg dat de mogelijkheid bestaat dat het management in eigenbelang zou kunnen handelen. De raad van bestuur is hiervoor opgericht, deze houdt namelijk toezicht op het management in naam van de aandeelhouders.

Agent-principaal theoretici plaatsten de raad van bestuur in het centrum van corporate governance door hun rol van monitoren en het disciplineren van het topmanagement te benadrukken (Fama & Jensen, 1983). Het theoretische onderliggende model handelt over de potentiële problemen ten gevolge van tegenstellingen in belangen van de aandeelhouders (principaal) en het topmanagement (agent) (Eisenhardt, 1989). Fama (1980) vond dat het monitoren van de raad van bestuur de agent-principaal kosten kan verlagen en op deze manier de ondernemingsprestatie kan verhogen, m.a.w. wanneer de belangen van de raad van bestuur afgestemd zijn op die van de aandeelhouders, is de raad van bestuur een efficiëntere monitor van het management en zal de bedrijfsprestatie verbeteren. Het is belangrijk op te merken dat wanneer de bestuursonafhankelijkheid hoger is, dit door meer onafhankelijke externe bestuurders in de raad van bestuur te hebben, de raad van bestuur een betere monitor is van het management (Barnhart, Marr, & Rosenstein, 1994; Baysinger & Butler, 1994).

Dus vanuit het agent-principaal kader vervullen de bestuurders een belangrijke functie binnen de raad van bestuur. Ze selecteren, monitoren, belonen en of straffen managers. Wanneer deze taken goed uitgevoerd worden zullen de belangen van de aandeelhouders en de managers op dezelfde lijn gebracht worden. Maar omdat in deze studie het onderzoeksgebied gericht is op politici als externe bestuurders is het interessant de raad van bestuur ook te observeren vanuit de resource dependence theorie, want deze theorie geeft een duidelijke redenering waarom bedrijven kiezen voor politici.

## **2.4 Resource dependence theorie**

Pfeffer en Salancik brachten in 1978 hun onderzoek omtrent de resource dependence theorie uit. Deze theorie wordt vaak toegepast in de academische literatuur om uit te leggen hoe ondernemingen reageren op de veranderende bedrijfsomgeving. Deze theorie karakteriseert de onderneming als een open systeem dat afhankelijk is van onverwachte veranderingen in de externe omgeving van het bedrijf. De resource dependence theoretici beargumenteren dat de raad van bestuur als mechanisme gebruikt kan worden om de omgevingsonzekerheid te verminderen door externe actoren te coöpteren die kritische mogelijke gebeurtenissen voor het bedrijf voorstellen (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009; Hillman, Albert, & Paetzold, 2000; Pfeffer, 1972; Pfeffer & Salancik, 1978).

De resource dependence theorie erkent de invloed van externe factoren op het gedrag van de organisatie en dat managers en bestuurders in actie kunnen komen om de omgevingsonzekerheid en omgevingsafhankelijkheid te verminderen. Centraal concept hier is macht, met deze macht bedoelen ze de controle over cruciale middelen (Ulrich & Barney, 1984). Ondernemingen gaan dan ook proberen om hun controle over die cruciale middelen uit te breiden door middel van banden te creëren met andere bedrijven. Director interlock is dan ook een belangrijk concept binnen deze

theorie. De director interlock staat voor de sociale relatie die gecreëerd wordt tussen twee of meerdere ondernemingen wanneer één persoon lid is van de raad van bestuur van meerdere ondernemingen. Op deze manier wordt men verzekerd van het feit dat de vereiste bronnen zullen gealloceerd worden ten voordele van deze organisaties (Hung, 1998). Pfeffer (1972) toonde in zijn onderzoek aan dat de grootte en de samenstelling van de raad van bestuur niet willekeurige en onafhankelijke factoren zijn, maar dat het reacties zijn op de omgevingsfactoren. Later onderzoek zoals dat van Pearce en Zahra (1992) heeft dit bevestigd maar heeft er ook aan toegevoegd dat de grootte en de samenstelling van de raad van bestuur niet alleen afhangt van de gebeurtenissen in de organisatieomgeving maar ook van de vroegere financiële prestaties en de huidige strategie.

Vanuit de resource dependence theorie wordt er gesuggereerd dat bestuurders 4 voordelen kunnen opleveren voor een onderneming (Pfeffer & Salancik, 1978). Deze voordelen zijn namelijk: (1) het leveren van informatie in de vorm van advies en raad, (2) ze dragen bij aan de legitimiteit van de onderneming, (3) ze vormen communicatiekanalen voor informatie tussen externe organisaties en de onderneming en (4) ze bieden preferentiële toegang tot de steun van belangrijke elementen van buiten de onderneming. Hillman (2005) toonde aan dat deze algemene voordelen ook van toepassing zijn in het specifieke geval van politici.

## **2.5 Rollen van de raad van bestuur**

Uit de academische literatuur blijkt dat de raad van bestuur verschillende rollen en taken heeft. In verschillende denkscholen wordt de nadruk gelegd op de verschillende rollen. Hung (1998) somt de 6 belangrijkste rollen nog eens op: het creëren van netwerkbanden (netwerk rol), coördineren (coördinerende rol), controleren (controlerol), strategie uitzetten (strategische rol), onderhouden (onderhoudende rol) en ondersteunen van het management (steunende rol). Elk van de rollen worden hieronder kort omschreven aan de hand van verschillende bijhorende theorieën betreffende de raad van bestuur.

De stakeholder theorie (Freeman, 1984) heeft een pluralistische benadering van organisaties: naast de eigenaars en werknemers zijn er ook nog andere groepen in de maatschappij waar de onderneming verantwoordelijk voor is. Volgens deze theorie zouden doelstellingen van de onderneming alleen behaald mogen worden door het balanceren van de belangen van de verschillende stakeholder groepen. Deze pluralistische benadering heeft ook invloed op de samenstelling van de raad van bestuur, de stakeholders zijn hier namelijk ook in vertegenwoordigd. Op deze manier gaan ondernemingen vaker handelen in het belang van de samenleving. Deze theorie verwacht dat de raad van bestuur gaat onderhandelen en compromissen zoeken met stakeholders in het belang van de onderneming. De raad van bestuur heeft een coördinerende rol.

In de stewardship theorie (Donaldson, 1990) gaat men ervan uit dat managers hun werk goed willen doen en dat ze het belang van de onderneming voorop stellen. Met deze gedachtegang is er geen motivatieprobleem en belangenconflict tussen de managers en de aandeelhouders. Dit zorgt ervoor dat de raad van bestuur zich niet moet bezig houden met het controleren van de raad van bestuur maar zich kan toeleggen op het uitzetten van strategieën. De raad van bestuur heeft dus ook een strategische rol.



De institutionele theorie zegt dat organisaties vanuit sociale regels uit de samenleving beperkingen ondervinden en bijgevolg vanzelfsprekende gewoonten en gebruiken aannemen die de vorm en de praktijk van de onderneming bepalen (Ingram & Simons, 1995). Er is een druk vanbuiten de onderneming op de raad van bestuur. Deze druk beperkt de mogelijke acties van de raad van bestuur. De raad van bestuur is een technisch instrument met een rol en werking als reactie op invloeden en beperkingen vanuit de externe omgeving. De raad van bestuur kan enkel optreden om de relatie tussen de samenleving en de onderneming te onderhouden en te laten verder bestaan. De raad van bestuur heeft volgens deze theorie een onderhoudende rol.

De managerial hegemony theorie (Mace, 1971) stelt dat de raad van bestuur in de rol geduwd wordt waarin deze bijna uitsluitend de managementbeslissingen moet goedkeuren, ze treedt op als rubberen stempel van het managementbeleid. Deze theorie stelt dat alle strategische beslissingen worden gedomineerd en voorbereid door professionele managers. De raad van bestuur heeft vanuit deze theorie dus een steunende rol.

De raad van bestuur heeft ook een controlerol te vervullen, de redenering hierachter komt voort uit de agent-principaal theorie (Fama & Jensen, 1983). In deze theorie gaat men ervan uit dat elk individu opportunistisch handelt en dat er een belangenconflict heerst tussen de managers en de aandeelhouders. De raad van bestuur voert daarom controle uit op het management in naam van de aandeelhouders. Men gaat dus het opportunistisch gedrag van het management trachten te verminderen.

Vanuit de resource dependency theorie (Pfeffer, 1972) wordt de netwerk rol van de raad van bestuur uitgelegd. Deze theorie steunt op de basisgedachte dat bedrijven afhankelijk zijn van elkaar voor de toegang tot cruciale 'bronnen' en dat de raad van bestuur een belangrijke rol speelt in het verkrijgen van die toegang. Deze theorie vormt de basis om de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur te verklaren.

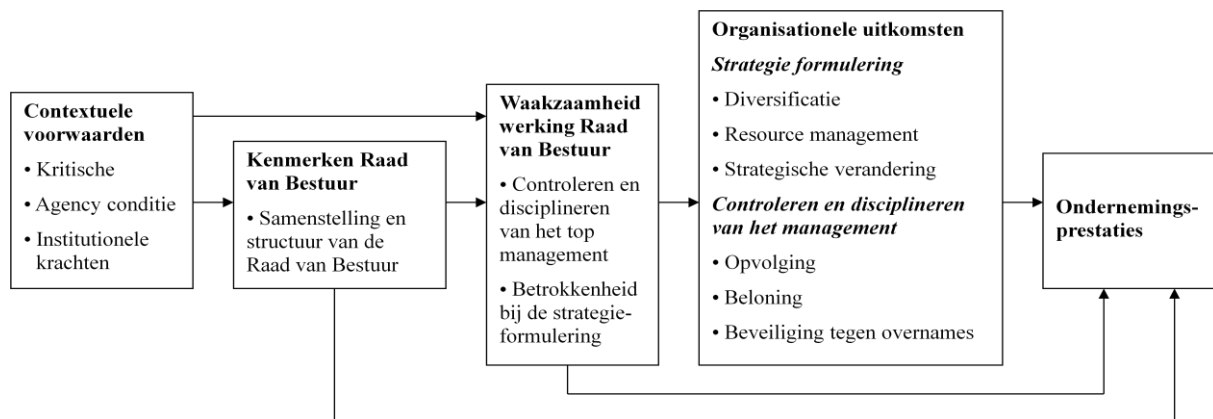
Maar zoals eerder vermeld wordt, om de focus van het onderzoek niet te verliezen, enkel verder aandacht besteed aan de rollen geassocieerd met de resource dependence en agent-principaal theorie.

## **2.6 Model van de raad van bestuur**

Aangezien in deze masterproef onderzoek wordt gedaan naar het effect van politici als externe bestuurders op de bedrijfsresultaten, is het nuttig om de belangrijkste kenmerken van de raad van bestuur die een invloed hebben op de bedrijfsprestaties kort te bespreken.

Finkelstein, Hambrick en Cannella (2009) hebben een model opgesteld voor de raad van bestuur. Dit model toont aan hoe raden van bestuur passen in het kader van uitvoerend leiderschap en strategische keuzes. Het model toont de belangrijkste contextuele voorwaarden die een invloed uitoefenen op de kenmerken van de raad van bestuur zoals de samenstelling en de structuur. De kenmerken van de raad van bestuur oefenen op hun beurt dan weer een invloed uit op de waakzaamheid en werking van de raad van bestuur. De organisationele uitkomsten worden vervolgens ook weer beïnvloed, welke op hun beurt een invloed kunnen uitoefenen op de

ondernemingsprestaties. In deze eindverhandeling wordt er vooral gefocust op de relatie tussen de kenmerken van de raad van bestuur en de ondernemingsprestaties.



**Figuur 1: Model van raad van bestuur (Bron: Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009)**

Wanneer de kenmerken van de raad van bestuur onderzocht worden kan men meerdere dimensies van de raad van bestuur identificeren. Het is verantwoord deze studie te beperken tot 2 dimensies, namelijk de samenstelling en de structuur. Deze twee dimensies zijn het meest onderzocht en zijn ook de twee belangrijkste (Zahra & Pearce, 1989).

## 2.7 Structuur van de raad van bestuur

De structuur van de raad van bestuur refereert naar de formele organisatie ervan. De belangrijkste dimensies hiervan, in het kader van dit onderzoek, zijn de grootte (Pfeffer, 1972) en de opsplitsing tussen de positie van voorzitter van de raad van bestuur en die van CEO (Finkelstein & D'Aveni, 1994).

### 2.7.1 Grootte van de raad van bestuur

Vooral vanuit de resource dependence theorie komt de stelling dat een grotere raad van bestuur geassocieerd is met betere bedrijfsprestaties (Goodstein, Gautam, & Boeker, 1994; Pfeffer, 1972; Pfeffer & Salancik, 1978). Vanuit dit perspectief wordt de grootte van de raad van bestuur gezien als een maatstaf van hoe een onderneming in staat is banden te creëren met de externe omgeving voor het veiligstellen van bepaalde bronnen (Goodstein, Gautam, & Boeker, 1994; Pfeffer, 1972). Er zijn echter ook tegenstanders van de stelling dat de grootte van de raad van bestuur positief gerelateerd is aan de financiële prestaties van een bedrijf (Firstenberg & Malkiel, 1994; Yermack, 1996). Deze academici tonen aan dat wanneer de raad van bestuur te groot wordt, het een negatief effect heeft op de bedrijfsresultaten. Over wanneer men een raad van bestuur als te groot beschouwd is geen sluitende consensus en bijgevolg verschilt dit aantal overheen verscheidene studies (Firstenberg & Malkiel, 1994; Yermack, 1996).

Uit een meta-analyse van Dalton et al. (1999) blijkt dat er een hele resem academische theoretische denkwijzen een verband tussen de grootte van de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties ondersteunen. Maar hieruit blijkt dat de academische literatuur geen consensus bereikt over de richting van dat verband.

### 2.7.2 CEO-dualiteit

In het geval van CEO-dualiteit wordt de positie van CEO en de positie van voorzitter van de raad van bestuur uitgeoefend door eenzelfde persoon. Deze situatie wordt door verschillende academici aanzien als een voorbeeldcase van een belangenconflict (Finkelstein & D'Aveni, 1994). Want de voorzitter van de raad van bestuur bepaalt de agenda, de voorstellingen, de discussies en vaak ook de aanstelling van andere bestuurders (Rechner & Dalton, 1989). Ook in de Belgische corporate governance code 2009 voor beursgenoteerde bedrijven, waar de gedachtegang van de agent-principaal theorie zeer prominent aanwezig is, werd een bepaling opgenomen waarin duidelijk gesteld wordt dat de functies van chief executive officer (CEO) en die van voorzitter van de raad van bestuur niet door één en dezelfde persoon mogen worden uitgeoefend.

Vanuit het perspectief van de agent-principaal theorie moeten deze functies gescheiden zijn. In deze theorie staat de raad van bestuur in voor het controleren en het monitoren van het management (Fama & Jensen, 1983). Wanneer er toch CEO-dualiteit heerst in de onderneming dan kan de CEO de beslissingen van de raad van bestuur beïnvloeden in het voordeel van het management en zo de controle functie van de raad van bestuur ondermijnen. Dit wordt nog erger wanneer de CEO als voorzitter van de raad van bestuur ook een zeg krijgt in de benoeming van nieuwe bestuurders en de remuneratie van bestuurders. Op deze manier kan de CEO een gelijkgezind bestuur samenstellen dat het management niet meer kritisch en objectief kan controleren, met als gevolg een mogelijk negatief effect op de bedrijfsprestaties (Lorsch & Maciver, 1989; Rechner & Dalton, 1989).

Maar in bepaalde gevallen is het interessant en voordelig om een sterke leiderschapspositie te hebben zoals die van CEO-dualiteit. Wanneer beide posities gecombineerd worden krijgt men een eenheid van gezag aan het hoofd van de organisatie, wat leidt tot eenduidig leiderschap, wat geruststellende signalen stuurt naar de aandeelhouders (Finkelstein & D'Aveni, 1994).

Dit is dus een thema waarrond een academisch debat heerst, maar het is belangrijk op te merken dat CEO-dualiteit niet altijd negatief is voor het bedrijf, maar dus wel een invloed kan hebben op de bedrijfsprestaties.

## 2.8 Samenstelling van de raad van bestuur

De samenstelling van de raad van bestuur is een populair onderzoeksthema binnen de academische literatuur. Uit het onderzoek blijkt dan ook dat de samenstelling van de raad van bestuur erg kan verschillen tussen ondernemingen. De samenstelling van een raad van bestuur definieert de banden die bestuurders hebben met de onderneming (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009). De perfecte samenstelling van de raad van bestuur is iets waar nog steeds veel onderzoek naar verricht wordt. De ideale mix is namelijk afhankelijk van de onderneming en zijn situatie (Hillman, Albert, & Paetzold, 2000).

### 2.8.1 Soorten bestuurders

In een raad van bestuur zitten verschillende typen bestuurders. Omdat in deze masterproef onderzocht wordt wat het effect is van politici als externe bestuurders op de bedrijfsprestaties, wordt er nu een definitie gegeven van een externe bestuurder.

De bestuurders in de raad van bestuur worden traditioneel opgedeeld in 2 groepen. Dit kan op basis van hun betrokkenheid in de onderneming. Er zijn bestuurders die een actieve rol opnemen en die naast hun bestuursmandaat ook tewerkgesteld zijn in het bedrijf, ook interne bestuurders genoemd. Hiernaast zijn er ook bestuurders die hun primaire tewerkstelling in een ander bedrijf hebben dan dat waar ze optreden als externe bestuurder (Adams, Hermalin, & Weisbach, 2010). Ze nemen dus geen actieve rol op in de onderneming of hebben geen vroegere tewerkstelling in het bedrijf, deze worden de externe bestuurders genoemd (Daily & Dalton, 1993, 1994a, 1994b). Dit is een eenvoudige opdeling die gebruikt is in een groot deel van het onderzoek inzake samenstelling van de raad van bestuur (Zahra & Pearce, 1989). Maar onder deze opdeling wordt verondersteld dat alle externe bestuurders onafhankelijk zijn, wat toch wel in vraag gesteld kan worden.

Om als onafhankelijke bestuurder beschouwd te worden moet men voldoen aan de criteria opgesomd in het artikel 526ter van het Wetboek van Vennootschappen. In het kort, als onafhankelijke bestuurder heeft men geen huidige, verleden of toekomstige zakelijke banden met het bedrijf, de aandeelhouders of het management (Weisbach, 1988). Ook in de Belgische corporate governance code 2009 zijn overeenkomstige criteria opgenomen (The Corporate Governance Committee, 2009). Om de onafhankelijkheid van de externe bestuurders beter te omvatten is deze classificatie verder uitgebreid naar interne, externe en grijze bestuurders of affiliated directors (Daily & Dalton, 1994a; 1994b; 1995; Weisbach, 1988). De grijze bestuurders of affiliated directors zijn bestuurders die geen werknemers of managers zijn, maar die toch niet volledig onafhankelijk zijn van het huidige management omwille van zakelijke betrekkingen met het bedrijf of een familiale relatie met het management. Deze opdeling waarin de externe bestuurders worden opgedeeld in echte onafhankelijke en afhankelijke bestuurders zijn gebaseerd op onderliggende logica van de agent-principaal theorie. Men gaat ervan uit dat managers en aandeelhouders uiteenlopende belangen hebben en dat de raad van bestuur een mechanisme is om deze belangen op dezelfde lijn te krijgen door monitoring en ratificering van de beslissingen van het management (Zahra & Pearce, 1989).

Interne bestuurders zijn ook nog steeds een belangrijk onderdeel van een raad van bestuur. Ze zijn een belangrijke bron van bedrijfspecifieke informatie voor de raad van bestuur, maar voor de controlerol zijn ze minder geschikt dan externe bestuurders omdat men niet onafhankelijk kan beoordelen (Raheja, 2005). Externe bestuurders worden vaak aangesteld omdat ze beschikken over specifieke kennis en een achtergrond die hun waardevol maakt voor de raad van bestuur waartoe ze behoren (Adams, Hermalin, & Weisbach, 2010). Aangezien externe bestuurders niet werken voor het bedrijf kunnen ze de prestaties van het management beter onafhankelijk en objectief beoordelen (Fama & Jensen, 1983). Dus de term externe bestuurder wordt in deze masterproef gedefinieerd als een niet-uitvoerende onafhankelijke bestuurder.

### **2.8.2 Externe bestuurders vanuit de agent-principaal theorie**

Veel onderzoek naar externe bestuurders is verricht vanuit de agent-principaal theorie. Voorstanders van deze theorie stellen dat de raad van bestuur door het monitoren van het management de bedrijfsprestaties kan verbeteren door het verlagen van de agent-principaal kosten. Wanneer eigendom en controle van een onderneming gescheiden zijn, zoals in de meeste

beursgenoteerde bedrijven, is het mogelijk dat managers in hun eigenbelang gaan handelen ten koste van winstmaximalisatie (Fama, 1980). Dit brengt ook agent-principaal kosten met zich mee. Het monitoren van het management door de raad van bestuur kan deze kost verlagen en bijgevolg de bedrijfsprestaties verbeteren (Zahra & Pearce, 1989). Dit monitoren of controleren is minder effectief wanneer de raad van bestuur overwegend bestaat uit interne bestuurders of bestuurders die afhankelijk zijn van het management (Daily C. M., 1995; Daily & Dalton, 1994b; Zahra & Pearce, 1989). Want wanneer de raad van bestuur niet onafhankelijk is van het management dat het moet controleren, kan dit aanzien worden als een belangenconflict. Omdat in deze studie politici worden geobserveerd als externe bestuurders die in de meeste gevallen ook onafhankelijk zijn van het management is het mogelijk dat zij helpen bij het verlagen van de kosten verbonden aan het agent-principaal probleem en bijgevolg op deze manier de bedrijfsprestaties verbeteren.

### **2.8.3 Externe bestuurders vanuit de resource dependence theorie**

Pfeffer (1972) toont aan dat de externe bestuurders een heterogene groep is. Elke bestuurder bezit verschillende unieke kenmerken en middelen die deze kan meebrengen naar een onderneming (Kesner, 1988; Kosnik, 1990). Naast de politici zijn er ook personen met een andere achtergrond die een mandaat als externe bestuurder opnemen. Daarom dat hier een verdere opdeling van de externe bestuurders wordt aangehaald.

Vanuit de resource dependence theorie hebben Hillman et al. (2000) een opdeling gemaakt van de externe bestuurders in 3 groepen; respectievelijk "business experts", "support specialists" en "community influentials". Hillman et al. (2000) vinden dat de eerder genoemde opdeling in interne en externe bestuurders wel geschikt is voor de agent-principaal rol maar te kort schiet om ook de resource dependence rol van bestuurders goed te omvatten. Deze rol bestaat uit het voorzien van essentiële bronnen of de toegang tot die bronnen veiligstellen door middel van banden te creëren met de externe omgeving (Boyd, 1990; Daily & Dalton, 1994a, 1994b; Johnson, Daily, & Ellstrand, 1996; Pfeffer, 1972; Pfeffer & Salancik, 1978). Politici en ex-politici behoren tot de laatste groep, namelijk de "community influentials". Dit zijn bestuurders met ervaring en banden relevant aan de omgeving van de onderneming die verder gaat dan concurrenten en leveranciers. Deze mensen hebben kennis over of invloed op belangrijke organisaties buiten het bedrijfsleven. De verdiensten die deze personen naar het bedrijf brengen zijn niet het resultaat van directe ervaring inzake het leiden van andere grote bedrijven in overeenkomstige omstandigheden, maar deze komen eerder van kennis, ervaring en connecties met groepen en organisaties uit de samenleving zoals de overheid. Deze groep bestuurders biedt namelijk waardevolle niet-zakelijke perspectieven op voorgestelde acties en strategieën. Met hun expertise en invloed over de krachten vanuit de samenleving helpen ze het bedrijf misstappen te voorkomen die zouden conflicteren met de belangen van deze groepen uit de samenleving. Pfeffer en Salancik (1978) stellen dat "community influentials" de onderneming dienen als instrumenten voor coöptatie.

### **2.8.4 Onafhankelijkheid van de raad van bestuur**

Een raad van bestuur wordt als onafhankelijk beschouwd wanneer deze bestaat uit een significante hoeveelheid bestuurders die onafhankelijk zijn van het management en waar er geen CEO-dualiteit heerst (Heslin & Donaldson, 1999). In de Belgische corporate governance code wordt aangeraden om minstens 3 onafhankelijke bestuurders op te nemen in de raad van bestuur (The Corporate

Governance Committee, 2009). Maar in de academische literatuur wordt dit niet gemeten aan de hand van quota maar eerder door de ratio van onafhankelijke bestuurders op de grootte van de raad van bestuur. Over de relatie tussen de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties heerst echter geen sluitende consensus in de academische literatuur (Denis & McConnel, 2003).

### 3 Politici

Uit verschillende studies blijkt dat de samenstelling van de raad van bestuur de externe omgeving van het bedrijf moet weerspiegelen (Boyd, 1990; Hillman, Withers, & Collins, 2009). Maar vaak wordt in deze studies de link met de bedrijfsprestaties niet gemaakt. Wanneer dit toch gebeurt, worden er vaak enkel algemene kenmerken van de raad van bestuur opgenomen zoals de grootte van de raad van bestuur (Dalton, Johnson, & Ellstrand, 1999). De specifieke kenmerken van bestuurders zoals politieke ervaring zijn nog niet vaak onderzocht, hieraan wil deze masterproef dus bijdragen door te onderzoeken wat het effect is van politici in de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties. Om een deftig onderzoek te kunnen doen naar politici in de raad van bestuur wordt er in dit hoofdstuk eerst dieper in gegaan op de literatuur omtrent het onderwerp.

#### 3.1 Definitie

Een algemene brede definitie van een politicus is een persoon die professioneel actief is in de politiek. Deze brede definitie omvat dus een zeer diverse groep die bestaat uit onder andere verkozen mandaten maar ook uit kabinetsleden. Om de focus van het onderzoek niet te verliezen, wordt er echter enkel gekeken naar de personen die een politiek mandaat uitoefenen dat behoort tot de opdeling in Tabel 1. In deze thesis wordt er zowel gekeken naar personen die op het moment van de dataverzameling een politiek mandaat uitoefenen alsook naar personen die in het verleden een politiek mandaat uitoefenden maar op het moment van dataverzameling niet langer politiek actief zijn.

**Tabel 1: Politieke niveaus**

Niveau	
<b>Europese Unie</b>	Europees Parlement Raad van de Europese Unie Europese Commissie Europese Raad
<b>Federale overheid</b>	Federale Regering Federaal Parlement
<b>Gemeenschappen &amp; Gewesten</b>	Regering Parlement
<b>Provincies</b>	Gouverneur Provincieraad
<b>Gemeenten</b>	College van burgemeester en schepenen Gemeenteraad

## **3.2 Politiek en bedrijfsleven, de band**

Een belangrijk aspect van de bedrijfsomgeving van een onderneming bestaat uit hoe deze omgaat met de overheid. Er zijn maar weinig sectoren die niet op een of andere manier beïnvloed worden door lokale of federale overheden. Overheden hebben invloed op de kansen van ondernemingen en geven de competitieve omgeving van bedrijven vorm (Hillman & Hitt, 1999; Hillman, Zardkoohi, & Bierman, 1999). Daardoor voeren bedrijven verschillende ondernemingsstrategieën uit met aandacht voor het politieke proces. Enkele van deze strategieën zijn lobbyen, leveren van bijdragen aan politieke partijen en het opnemen van politici of voormalige politici in de raad van bestuur (Hillman, Zardkoohi, & Bierman, 1999; Faccio, 2006). Met deze strategieën proberen bedrijven dan toegang te krijgen tot het politieke proces of een invloed uit te oefenen op publieke beleidsbeslissingen (Hillman, Zardkoohi, & Bierman, 1999) met andere woorden dus politieke banden te creëren (Faccio, 2006).

## **3.3 Politici in de onderneming**

Steeds vaker nemen bedrijven politici op in hun raad van bestuur. Uit een studie van Faccio (2006) komt naar voren dat België een van de landen is waar relatief veel bedrijven een connectie hebben met de overheid in de vorm van een connectie met een politicus. In de academische literatuur betreffende dit onderwerp werd er gekeken naar politici in verschillende topposities binnen ondernemingen zoals een managementfunctie als CEO. Om de focus van het onderzoek te respecteren, wordt er in deze masterproef enkel gekeken naar het specifieke geval waar politici optreden als lid van de raad van bestuur.

## **3.4 Wettelijke onverenigbaarheden**

Het Belgisch vennootschapsrecht vereist geen enkele bijzondere bekwaamheid om tot bestuurder van een vennootschap te worden benoemd. Enkel dient dit besluit genomen te worden in het belang van de vennootschap (art. 64 W. Venn.). Maar omdat in deze masterproef onderzocht wordt wat het effect is van politici in de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties, is het verder interessant om de wettelijke onverenigbaarheden tussen het politiek mandaat en een mandaat van bestuurder toe te lichten.

In België is het niet toegelaten om een mandaat in de Kamer, Senaat of als minister te combineren met een positie in de raad van bestuur van bepaalde beursgenoteerde overheidsbedrijven zoals Belgacom, de Post en de NMBS (Zie art. 162sexies Wet houdende wijziging van de wet van 21 maart 1991 betreffende sommige overheidsbedrijven; art.1 Wet 30 augustus 2002 houdende wijzigingen aan de statuten van de naamloze vennootschap naar publiek recht "De Post"; art. 17 § 1 Wet 16 december 1994 inzake statuten Belgacom). Voor andere beursgenoteerde bedrijven geldt dat leden of gewezen leden der Wetgevende Kamers en ministers of gewezen ministers niet van hun politieke hoedanigheid gebruik mogen maken om uit te pakken in de akten of de bekendmakingen van de vennootschappen met winstgevend doel (art. 2 Wet 6 augustus 1931 houdende vaststelling van de onverenigbaarheden en ontzeggingen betreffende de ministers, gewezen ministers en ministers van staat, alsmede de leden en gewezen leden van de wetgevende Kamers). Een voorbeeld hiervan is dat een minister geen gebruik mag maken van zijn politieke

functie om een bepaald voordeel binnen te halen wanneer deze werkt voor de overheid. Voor de andere beursgenoteerde bedrijven is het afhankelijk van de specifieke statuten of het toegelaten is om politici of gewezen politici op te nemen in de raad van bestuur. Verder mag geen enkele gewezen minister, in gelijk welke hoedanigheid, in de raad van bestuur worden opgenomen van een onderneming wanneer deze onderneming door het toedoen van de politicus concessiehouder van de Staat werd verklaard tijdens zijn of haar ministerschap, tenzij vijf jaar na uit ambt te zijn getreden (Tilleman, 2005).

### **3.5 Voordelen van politici in de raad van bestuur**

Veel van de strategieën die bedrijven gebruiken in de interactie met de overheden leveren naast specifieke voordelen, waar enkel het bedrijf in kwestie voordeel uit haalt, ook collectieve voordelen op waar meerdere bedrijven van kunnen profiteren. Tactieken zoals lobbyen en het bijdragen aan politieke campagnes leveren vooral collectieve voordelen op (Schuler, 1996), terwijl het opnemen van politici in de raad van bestuur meer specifieke voordelen oplevert (Hillman, Zardkoohi, & Bierman, 1999).

Dat leden van de raad van bestuur het bedrijf helpen, werd reeds aangetoond (Pfeffer & Salancik, 1978). Hillman (2005) toont aan dat deze voordelen ook van toepassing zijn in het specifieke geval waar politici toetreden tot de raad van bestuur. Zo zouden politici (1) waardevol advies en raad geven betreffende de complexe publieke omgeving van een onderneming (Hillman, Zardkoohi, & Bierman, 1999); (2) ze bieden ook kanalen van communicatie met de huidige politici, bureaucraten en andere politieke beleidsmakers; (3) een ander voordeel is dat politici in de raad van bestuur een potentiële invloed bieden over politieke beslissingen (Pfeffer, 1972); (4) verder brengen ze legitimiteit en prestige bij voor de onderneming. Chen (2013) voegt hier nog aan toe dat ze helpen bij het verkrijgen van een voorkeursbehandeling in het gerechtelijke systeem in bepaalde landen. De meeste studies omtrent dit onderwerp zijn uitgevoerd in de Amerikaanse context, maar uit recent onderzoek blijkt dat de voordelen gekoppeld aan deze politieke relaties van bedrijven niet beperkt zijn tot één werelddeel. Er is aangetoond dat deze voordelen zowel in de ontwikkelde landen als in ontwikkelingslanden voorkomen (Chen, 2013).

Een groot deel van de voordelen kan worden verklaard vanuit de resource dependence theorie. Deze theorie biedt een overtuigende reden waarom ondernemingen banden willen maken met de overheid. Het uitgangspunt hier is, zoals eerder aangehaald, dat bedrijven afhankelijk zijn van andere organisaties in de externe omgeving (Pfeffer & Salancik, 1978). Deze afhankelijkheid brengt risico's en onzekerheid met zich mee. Bedrijven verlagen dit risico door banden te creëren met belangrijke bronnen van externe afhankelijkheid (Pfeffer, 1972). Deze banden beschermen de bedrijven tegen omgevingsfluctuaties. De vermindering in onzekerheid door deze banden verlaagt de transactiekosten (Williamson, 1984) en verhoogt ook de overlevingskansen en de prestatie van de onderneming (Singh, House, & Tucker, 1986). Ondanks de hedendaagse wereldwijde trends betreffende de deregulering, het verlagen van de handelsbarrières en privatisering zijn het overheidsbeleid, de overheidsregulering en de handhaving ervan zeer belangrijke krachten in de externe omgeving van een onderneming (Hillman, Zardkoohi, & Bierman, 1999; Hillman & Hitt, 1999). De onzekerheid die gecreëerd wordt door overheidsregulering heeft als gevolg dat veel



ondernemingen proberen de overheid te coöpteren door banden met politici te creëren. Vanuit de resource dependence theorie wordt er beweerd dat de raad van bestuur het voornaamste instrument is om cruciale elementen van externe onzekerheid op te nemen in de onderneming. Het opnemen van politici in de raad van bestuur is een van de manieren waarop deze coöptatie gebeurt (Boyd, 1990; Hillman, Albert, & Paetzold, 2000). Studies die aanstellingen van politici in de raad van bestuur onderzochten (Agrawal & Knoeber, 2001; Chen, 2013; Hillman A. J., 2005) bevestigen deze redenering en toonden aan dat bestuurders met politieke ervaring meer vertegenwoordigd zijn in bedrijven die zaken doen met de overheid, zich richten op export of waar lobbying een grotere rol speelt. In deze contexten is er de voorkeur voor mensen met een politieke achtergrond bovenop het conventioneel menselijk kapitaal.

### **3.6 Nadelen van politici in de raad van bestuur**

De mogelijkheid bestaat dat de aanstelling van politici in de raad van bestuur gezien kan worden als compensatie voor eerder bewezen diensten, het "tit-for-tat" fenomeen genoemd (Bernheim & Whinston, 1990). Wanneer consumenten en andere belangengroepen dit ervaren als onethisch zou dit een negatieve impact kunnen hebben op het imago van het bedrijf (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008).

### **3.7 Menselijk en sociaal kapitaal**

In de resource dependence theorie komt ook de term bestuurskapitaal aan bod (Boeker & Goodstein, 1991; Hillman, Zardkoohi, & Bierman, 1999). Deze term is op te delen in sociaal en menselijk kapitaal en is een maatstaf voor het vermogen van de raad van bestuur om de onderneming van waardevolle bronnen te voorzien. Aangezien politici beschikken over specifiek menselijk en sociaal kapitaal zal een raad van bestuur met hun in de rangen over een bestuurskapitaal beschikken dat verschillend is van dat van bedrijven zonder politici in de raad van bestuur.

In deze masterproef wordt er onderzocht of politici in de raad van bestuur een effect hebben op de bedrijfsprestaties. Indien dit het geval is, is het ook interessant om te kijken welke factoren een bepaalde politicus interessanter maakt dan een andere politicus als externe bestuurder. Hiervoor wordt het menselijk en sociaal kapitaal van politici bekeken. Maar om dit te doen, worden deze termen eerst gedefinieerd.

Om het begrip menselijk kapitaal te verduidelijken wordt er gebruik gemaakt van de definitie die door Becker (1964) en Coleman (1988) gebruikt wordt: een individu zijn expertise, ervaring, kennis, reputatie en vaardigheden worden gedefinieerd als menselijk kapitaal. De Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) gebruikt een gelijkende definitie voor menselijk kapitaal, namelijk: de kennis, vaardigheden, bekwaamheden en eigenschappen belichaamt in individuen die de creatie van het persoonlijke, sociale en economische welzijn vergemakkelijken. Levenslang leren is een begrip dat zeer nauw verbonden is met het menselijk kapitaal van individuen (OECD, 2001). Aangezien men nieuwe vaardigheden leert, nieuwe kennis vergaart en nieuwe ervaringen opdoet van geboorte tot de dood. Menselijk kapitaal groeit door gebruik, ervaring, informeel en formeel leren. Maar dit betekent ook dat het menselijk kapitaal kan

afnemen of verminderen wanneer het minder gebruikt wordt of naarmate de ouderdom van het individu. In dit onderzoek wordt menselijk kapitaal niet als iets statisch gezien, maar wel als een voortdurend veranderend iets.

Het begrip sociaal kapitaal werd door Nahapiet en Ghoshal (1998) als volgt gedefinieerd: de som van werkelijke en potentiële middelen of bronnen ingebed binnen, beschikbaar via en afgeleid van het relatienetwerk van het individu. Uit de definitie van Strawn (2003) kan aan de bovenstaande definitie toegevoegd worden dat het sociaal kapitaal de ontastbare overdraagbare waarde is die gegenereerd wordt door sociale wisselwerking.

Politici bezitten zowel waardevol sociaal als menselijk kapitaal. Maar het is zeer ingewikkeld om het sociaal kapitaal van politici gedetailleerd te meten, omdat ze vaak de voorkeur geven aan het niet openbaar maken van hun sociale netwerken. Dit omdat het de perceptie schaadt dat ze onafhankelijk van externe invloeden zijn en handelen (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008). Lester et al. (2008) brengen naar voor dat het net het menselijk en sociaal kapitaal is dat een politicus interessant maakt als lid van de raad van bestuur. Daarom is het niet nodig om de invloeden van de kapitalen op elkaar empirisch te ontleden (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008; Nahapiet & Ghoshal, 1998). Aangezien dit empirisch gezien ook zeer ingewikkeld en moeilijk is, zal dit in deze thesis niet gedaan worden.

### **3.8 Diepte en breedte van het menselijk en sociaal kapitaal van politici**

Om politici in de raad van bestuur te onderzoeken wordt er vooral uitgegaan van de resource dependence theorie zoals reeds eerder aangehaald. Uit eerdere studies komt naar voren dat de traditionele opdeling in interne en externe bestuurders niet voldoet om de resource dependence rol te verklaren. Andere studies stelden daarom een uitgebreidere opdeling van de groep externe bestuurders voor, Hillman et al. (2000) introduceren de opdeling in interne bestuurders, business experts, support specialisten en community influentials. Politici behoren tot deze laatste groep.

Lester et al. (2008) leggen de nadruk wel op factoren die bepaalde politici interessanter maken voor een mandaat als externe bestuurder. Lester et al. (2008) gaan nog verder op de uitgebreidere opdeling van externe bestuurders uit eerder genoemde studies. Hier gaat men een onderscheid maken tussen de verschillende politici aan de hand van het menselijk en sociaal kapitaal dat ze bezitten. Deze heterogeniteit zal leiden tot verschillende toetredingen tot de raad van bestuur. Dit suggereert dat bedrijven nadrukkelijk op zoek gaan naar de bestuurders die het best in staat zijn om de link, met de overheid in dit geval, te creëren.

Om dit te onderzoeken gaat men kijken naar het menselijk en sociaal kapitaal dat een bepaald politicus bezit. Men beoordeelt dit aan de hand van de breedte en de diepte van het menselijk en sociaal kapitaal (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008).

De diepte omvat de diepgang van de expertise, kennis, vaardigheden en sociale netwerken van een bestuurder. Om de diepte van het menselijk en sociaal kapitaal van een politicus in te schatten kan er gekeken worden naar de ambtstermijnen van deze politicus (Lester, Hillman, Zardkoohi, &

Cannella JR., 2008). Uit eerder onderzoek (McEnrue, 1988) is gebleken dat degene met de diepste, uitgebreidste ervaring en de meest invloedrijke netwerken waardevoller zijn voor bedrijven.

De breedte staat voor het bereik en de omvang van het sociaal en menselijk kapitaal dat een bepaald individu bezit (Mizruchi, 1996). Kandidaten voor een positie als externe bestuurder die beschikken over een bredere, ruimere set van vaardigheden, ervaringen, connecties, netwerken en relaties zullen gemiddeld genomen aantrekkelijker zijn voor een bepaald bedrijf dat externe bestuursleden zoekt (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008). Het aantal politieke posities dat een persoon heeft uitgeoefend en het gemiddeld niveau van deze posities kunnen als maatstaven dienen voor de breedte van het menselijk en sociaal kapitaal van een politicus (Chen, 2013; Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008).

Het menselijk en sociaal kapitaal van politici is net zoals dat van andere mensen niet iets statisch, het kan namelijk afnemen (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008). Een persoon die niet langer politiek actief is, ziet een deel van zijn netwerk verdwijnen wanneer bepaalde personen uit dat netwerk met pensioen gaan, veranderen van functie of overlijden. Dit netwerk zal niet langer aangevuld worden omdat de persoon in kwestie niet meer politiek actief is. Dus het sociaal kapitaal zal afnemen. Maar ook het menselijk kapitaal kan verminderen, zoals al eerder aangehaald wanneer de persoon ouder wordt. In het specifieke geval van een politicus kan dit afnemen wanneer na verloop van tijd de werking, procedures en wetgeving veranderen.

### **3.9 Het effect op bedrijfsprestaties**

Vanuit de resource dependence theorie komt de stelling dat leden van de raad van bestuur banden hebben specifiek aan hun omgeving (Boyd, 1990). De banden die politici in de raad van bestuur helpen creëren zouden positief geassocieerd moeten zijn met de bedrijfsprestaties aangezien de belangrijke invloed van de overheid op de omgeving van bedrijven. Dit effect wordt volgens de studie zelfs nog versterkt voor bedrijven actief in zwaar gereguleerde sectoren zoals die van de postdiensten, de telecommunicatie, openbaar vervoer, energie en water (Lang & Lockhart, 1990). Deze politici verminderen namelijk de onzekerheid die voortkomt uit de relatie tussen de overheid en de onderneming, wat uiteindelijk de prestaties van het bedrijf zal verbeteren (Singh, House, & Tucker, 1986).

Ook volgens Hillman (2005) veroorzaken de geïdentificeerde voordelen verbonden aan het hebben van politieke banden een positief effect op de marktgerichte prestatemaatstaven van een bedrijf. Een reden waarom Hillman (2005) geen significant verband vond tussen de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur en de boekhoudkundige prestatemaatstaf, komt voort uit eerder onderzoek van Watts en Zimmerman (1990). Hier wordt de bevinding gemaakt dat boekhoudkundige prestatemaatstaven, zoals de ROA, moeilijkheden hebben om ontastbare activa en relaties, zoals deze bijgedragen door politici, te meten. Een studie uitgevoerd in de Chinese context (Chen, 2013) toont dan weer aan dat de productievere bedrijven gekoppeld worden aan de machtigere politici.

## 4 Besluit literatuurstudie

Uit de literatuurstudie blijkt dat in de academische literatuur er wel degelijk ondersteuning is voor het feit dat politici in de raad van bestuur voordelen opleveren voor bedrijven. Er is ook aangetoond dat onderzoeken een positieve relatie hebben gevonden tussen de aanwezigheid en de bedrijfsprestaties. Deze bevinding uit de literatuur wordt meegenomen in het volgende hoofdstuk waar de hypothesen worden opgesteld.

Ook al worden voordelen die politici als bestuurders meebrengen naar een bedrijf in meerdere contexten erkend (Chen, 2013; Hillman A. J., 2005), toch kan de relatie tussen ondernemingen en de overheid en meer specifiek de relatie tussen politici in de raad van bestuur en bedrijfsprestaties verschillen in andere institutionele contexten (Hillman & Keim, 1995). Daarom is het interessant dit te onderzoeken in de Belgische context.



## Hoofdstuk III: Hypothesen

---

In dit hoofdstuk worden de hypothesen opgesteld die verder onderzocht worden. De bedoeling is een antwoord te kunnen geven op de vraag of de aanwezigheid van politici als externe bestuurders in de raad van bestuur een invloed heeft op de bedrijfsprestaties.

### 1 Aanwezigheid van politici en bedrijfsprestaties

Bedrijven die politici mandaten in hun raad van bestuur aanbieden, doen dit omdat ze er voordelen in zien. Hillman (2005) beargumenteert dat de algemeen gekende voordelen die bestuurders met zich meebrengen vanuit de resource dependence theorie (Pfeffer & Salancik, 1978) ook van toepassing zijn op de specifieke context van politici in de raad van bestuur. (1) Deze politici bieden unieke informatie over het publieke beleidsproces, deze informatie is anders alleen op een dure of moeilijke manier te verkrijgen voor het bedrijf omwille van de complexiteit (Hillman, Zardkoohi, & Bierman, 1999); (2) de potentiële toegang tot andere mensen die politieke beslissingen nemen kan uitmonden in invloed over politieke beslissingen (Pfeffer, 1972); (3) legitimiteit en prestige die deze personen bijbrengen aan het bedrijf (Galaskiewicz & Wasserman, 1989); (4) deze personen vormen een communicatiekanaal of een toegang tot bestaande politici of bureaucraten (Pfeffer, 1972). Zoals in het vorige hoofdstuk aangehaald werd, is de overheid een zeer belangrijke kracht in de externe bedrijfsomgeving (Hillman & Hitt, 1999; Hillman, Zardkoohi, & Bierman, 1999). Bedrijven die banden creëren met deze belangrijke bron van onderlinge afhankelijkheid en onzekerheid, kunnen deze onzekerheid verminderen gezien ze informatie, bronnen en een verhoogde legitimiteit verkrijgen waartoe bedrijven zonder deze banden geen toegang hebben (Hillman A. J., 2005). Van de meerdere verschillende manieren die bestaan om banden met de overheid te creëren (bv. lobbying) wordt in deze thesis, om de focus te behouden, enkel gekeken naar het coöpteren van politici in de raad van bestuur. Deze redenering, voortkomend uit de resource dependence theorie, toont de mogelijkheid dat politici in de raad van bestuur een positief effect hebben op de bedrijfsprestaties.

Een andere insteek die niet prominent binnen deze thesis besproken wordt, maar wel een mogelijke bijkomende redenering kan zijn achter de hypothese, is dat de politici als externe bestuurders ook bestudeerd kunnen worden vanuit de agent-principaal theorie om een mogelijk positief effect op de bedrijfsresultaten te verklaren. Voorstanders van deze theorie stellen dat de raad van bestuur door het monitoren en controleren van het management de bedrijfsprestaties kan verbeteren door het verlagen van de agent-principaal kosten (Fama & Jensen, 1983). Dit monitoren of controleren is minder effectief wanneer de raad van bestuur overwegend bestaat uit interne bestuurders of bestuurders die afhankelijk zijn van het management (Daily C. M., 1995; Daily & Dalton, 1994b; Zahra & Pearce, 1989). Wanneer de raad van bestuur niet onafhankelijk is van het management dat het moet controleren, kan dit aanzien worden als een belangenconflict. Omdat in deze studie politici bekeken worden als externe bestuurders die in de meeste gevallen ook onafhankelijk zijn van het management is het mogelijk dat zij helpen bij het verlagen van de

kosten verbonden aan het agent-principaal probleem en bijgevolg op deze manier de bedrijfsprestaties verbeteren.

Afgaande op de voorafgaande beweringen kan de volgende hypothese opgesteld worden.

**H1: Politici in de raad van bestuur hebben een positief effect op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde bedrijven.**

## **2 Menselijk en sociaal kapitaal en bedrijfsprestaties**

Zoals in hoofdstuk 2 is aangehaald, zijn veel van de voordelen die politici als bestuurders meebrengen naar de onderneming verbonden aan hun sociaal en menselijk kapitaal (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008). Naast het onderzoeken of louter de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur een effect heeft op de bedrijfsprestaties, wordt ook gekeken naar het effect op de bedrijfsprestaties van het specifieke sociaal en menselijk kapitaal dat een politicus bezit. De groep waartoe politici als externe bestuurders behoren is een heterogene groep (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008).

Ook al wordt door sommige academici beargumenteerd om het sociaal en menselijk kapitaal apart van elkaar te observeren en te meten (Florin, Lubatkin, & Schulze, 2003), vinden Lester et al. (2008), Coleman (1988) en Nahapiet en Ghoshal (1998) dat het sociaal en menselijk kapitaal zeer moeilijk conceptueel en empirisch te ontwarren zijn van elkaar. Met als gevolg dat in deze studie die denkwijze gevolgd wordt en de effecten van het ene kapitaal op het andere niet van elkaar zullen geïsoleerd worden. Op deze manier wordt dus het menselijk en sociaal kapitaal samen bekeken en wordt er dus niet onderzocht of bijvoorbeeld enkel het sociaal kapitaal van een politicus een invloed heeft op de bedrijfsprestaties.

Om uiteindelijk dit te kunnen meten kan er gebruik gemaakt worden van eerder onderzoek van Lester et al. (2008). Deze onderzoekers hebben een model ontwikkeld dat enkele dimensies van het sociaal en menselijk kapitaal identificeert. Twee van deze dimensies zijn: depth (diepte) en breadth (breedte). Op deze manier kan er onderzocht worden of de diepte en breedte van het menselijk en sociaal kapitaal van een politicus een effect hebben op de bedrijfsresultaten.

De diepte van het menselijk en sociaal kapitaal staat voor de diepgang van de expertise, kennis, vaardigheden en sociale netwerken van een bestuurder. Om de diepte van het menselijk en sociaal kapitaal van een politicus in te schatten kan er gekeken worden naar de ambtstermijnen van deze politicus (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008). Uit eerder onderzoek (McEnrue, 1988) is gebleken dat degene met de diepste, uitgebreidste ervaring en de meest invloedrijke netwerken waardevoller zijn voor bedrijven.

Vanuit deze veronderstelling kan dus gesteld worden dat de aantrekkelijkheid van het menselijk en sociaal kapitaal dat politici bezitten, het gevolg is van hun kennis, ervaring en connecties die ze opdoen tijdens hun tijd in het politieke circuit (Baron, 1995). Dus hoe langer men actief is in het politieke milieu, hoe dieper het menselijk en sociaal kapitaal.

De breedte van het menselijk en sociaal kapitaal wordt gedefinieerd als het bereik en de omvang van het sociaal en menselijk kapitaal dat een bepaald individu bezit (Mizruchi, 1996). Kandidaten voor een positie als externe bestuurder die beschikken over een bredere, ruimere set van

vaardigheden, ervaringen, connecties, netwerken en relaties zullen gemiddeld genomen aantrekkelijker zijn voor een bepaald bedrijf dat externe bestuursleden zoekt (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008). De breedte van het menselijk en sociaal kapitaal van een politicus wordt voorgesteld door het aantal posities uitgeoefend binnen de politiek. Hoe meer verschillende politieke posities men heeft uitgeoefend hoe aantrekkelijker men is als externe bestuurder, want wanneer men meer verschillende politieke posities heeft uitgeoefend, zal men met een groter aantal mensen in contact gekomen zijn (breder sociaal netwerk) en op meer gebieden ervaring en kennis hebben opgedaan (breder menselijk kapitaal).

Een hoge politieke positie zorgt naast waardevolle kennis en contacten ook voor een hogere prestige, wat zorgt voor hogere legitimiteit voor bedrijven wanneer deze personen worden opgenomen in de raad van bestuur (Chen, 2013; Leonard, 1990; Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008).

Zoals uit de literatuurstudie naar voren komt, hebben de voordelen verbonden aan politici in de raad van bestuur ook een effect op de bedrijfsprestaties (Hillman A. J., 2005). Uit andere studies komt naar voren dat die voordelen deels voortkomen uit het menselijk en sociaal kapitaal van deze politici (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008). Baserend op de veronderstellingen hierboven komen de volgende hypothesen tot stand.

**H2: De diepte van het sociaal en menselijk kapitaal van een politicus is positief gerelateerd aan de bedrijfsresultaten van Belgische beursgenoteerde bedrijven.**

**H3: De breedte van het menselijk en sociaal kapitaal van een politicus is positief gerelateerd aan de bedrijfsresultaten van Belgische beursgenoteerde bedrijven.**

### **3 Zwaar gereguleerde sectoren en bedrijfsprestaties**

Uit onderzoek blijkt dat in bepaalde sectoren waar de regulering strikter is dan in andere, deze bedrijven meer beïnvloed worden door het publieke beleid (Lang & Lockhart, 1990). Tot deze gereguleerde sectoren behoren onder andere het openbaar vervoer, telecommunicatie, farmacie en biotechnologie (Baron, 2006). Deze bevinding brengt het vermoeden met zich mee dat bedrijven in strikt gereguleerde sectoren een grotere aandacht geven aan het maken van banden met de overheid. Bijgevolg wordt er ook een groter effect verwacht van de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties. Deze redenering steunt op de resource dependence theorie (Pfeffer & Salancik, 1978). Deze theorie stelt namelijk dat de onderneming afhankelijk is van organisaties uit haar onderneming. Wanneer de overheid een grote bron van afhankelijkheid is en dus een grote invloed uitoefent op de onderneming zal het verlagen van deze invloed, door het creëren van banden ermee, een groter positief effect hebben dan voor bedrijven waar de overheid een minder belangrijke rol speelt (Hillman A. J., 2005). Hillman (2005) toonde aan dat deze stelling in de Amerikaanse context ondersteund werd want er was een groter effect van de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties van bedrijven actief in



zwaar gereguleerde sectoren waar te nemen. Uit voorgaande redenering kan de volgende hypothese opgesteld worden.

**H4: De politici in de raad van bestuur hebben een sterker positief effect op de bedrijfsprestaties in zwaar gereguleerde sectoren.**

# Hoofdstuk IV: Methodologie

---

## 1 Gegevensverzameling

De opdracht van deze thesis is om te onderzoeken of er een positief effect is op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde bedrijven door de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur. Van deze bedrijven wordt dan ook data verzameld. Hiervoor wordt gebruik gemaakt van de jaarverslagen van 2008 tot 2012. Het jaar 2013 wordt niet mee opgenomen omdat nog niet alle bedrijven het jaarverslag van dat jaar beschikbaar hadden gesteld op het moment van de dataverzameling.

De jaarverslagen van deze bedrijven worden geraadpleegd om te achterhalen wie er actief is in de raad van bestuur. Dit is mogelijk omdat de meeste Belgische beursgenoteerde bedrijven conform de corporate governance code 2009 een hoofdstuk wijden aan deugdelijk bestuur in hun jaarverslag. In dit hoofdstuk wordt onder meer de samenstelling van de raad van bestuur toegelicht. Vervolgens wordt er verder gezocht naar de achtergrond van de bestuurders om deze met een politieke ervaring te identificeren. Ook wordt er gebruik gemaakt van Google Scholar en Belfirst om bijkomende informatie te verzamelen over de bestuursleden en de bedrijfsprestaties die noodzakelijk is voor het onderzoek.

Er is van 57 bedrijven data verzameld, een lijst van de opgenomen bedrijven is weergegeven in bijlage I. De gebruikte dataset omvat bedrijven uit de BEL20, de BELMID en de BELSMALL. Omdat deze 3 indexen niet alle beursgenoteerde bedrijven omvatten, zijn er ook enkele Belgische beursgenoteerde bedrijven opgenomen die niet genoteerd zijn op deze indexen. Buitenlandse bedrijven (GDF-SUEZ), bepaalde holding bedrijven, financiële instellingen (KBC) en professionele vastgoedinvesteerders (Confinimmo) worden buiten beschouwing gelaten. Deze bedrijven zouden namelijk een te afwijkende rentabiliteit van het totaal der actief voortbrengen. Bedrijven die niet voor alle jaren in beschouwing een jaarverslag hebben, werden ook niet opgenomen.

## 2 Variabelen

### 2.1 Afhankelijke variabelen

In deze masterproef wordt de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur als externe bestuurders getest tegen de bedrijfsprestaties. De prestaties kunnen op verschillende manieren uitgedrukt worden. Boekhoudkundige prestatie maatstaven weerspiegelen vooral informatie over successen uit het verleden en de marktgerichte prestatie maatstaven reflecteren vooral toekomstige prestatieverwachtingen (Keats, 1988). Omwille van de beperkingen van zowel boekhoudkundige als marktgerichte prestatie maatstaven wordt zowel de ROA als de Tobin's Q gebruikt in deze masterproef.

### 2.1.1 Return on assets (ROA)

De rentabiliteit van het totaal der activa geeft de winstgevendheid van een onderneming weer. Het is een van de meest voorkomende maatstaven van bedrijfsprestaties in de management literatuur (Daily, Certo, & Dalton, 2000). Deze ratio toont een investeerder hoeveel winst een bedrijf maakt voor elke €1 in activa. Deze boekhoudkundige prestatie maatstaf wordt berekend met het nettoresultaat voor belastingen en voor het in rekening brengen van de financiële kosten. Zo is het mogelijk om bedrijven die op verschillende manieren worden gefinancierd te vergelijken binnen hun sector. De data om deze ratio te berekenen, werd ontleend van Belfirst. Een aantal beursgenoteerde bedrijven zoals financiële instellingen en holdingmaatschappijen werden buiten beschouwing gelaten omdat dit zou leiden tot een vertekende ratio.

### 2.1.2 Tobin's Q

In tegenstelling tot de vorige maatstaf is dit een marktgerichte prestatie maatstaf. Dit is de ratio van de marktwaarde van de activa van een bedrijf op de vervangingskost van de bedrijfsactiva (Tobin, 1969). De samenstelling van de raad van bestuur is belangrijk voor de prestige en de legitimiteit van een onderneming, zoals eerder vermeld is de marktgerichte prestatie maatstaf beter in staat om de waarde van ontastbare activa en relaties, die toch een groot deel uitmaken van de waarde van politici in de raad van bestuur, te meten (Watts & Zimmerman, 1990). Wanneer deze ratio groter is dan 1, is dit een indicatie dat de onderneming beschikt over waardevolle ontastbare activa en is het dus interessant om te blijven investeren in deze onderneming. De Tobin's Q wordt

in deze masterproef berekend door 
$$\frac{\text{Marktkapitalisatie}}{(\text{aantal aandelen} \times \text{boekwaarde aandelen})}$$

Ook voor deze ratio worden de gegevens gehaald uit de Belfirst databank en waar nodig bijgevoerd door data uit de jaarverslagen.

## 2.2 Onafhankelijke variabelen en controle variabelen

### 2.2.1 Aanwezigheid politici in de raad van bestuur

De onderzoeksopzet van deze masterproef is om te onderzoeken of er nu een positief effect op de bedrijfsprestaties verbonden is aan de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur. Het is daarom dat deze binaire variabele, die aangeeft of er één of meerdere bestuurders met een huidige politieke functie of politiek verleden aanwezig zijn in de raad van bestuur, opgenomen wordt. Wanneer er een persoon met relevante politieke ervaring (Tabel 1) aanwezig is wordt deze variabele als 1 gecodeerd en als 0 wanneer dit niet het geval is.

### 2.2.2 Aantal politici in de raad van bestuur

Deze variabele is nauw verbonden met de vorige variabele. Deze toont het aantal politici dat zetelt in de raad van bestuur. Dit is een interessante variabele omdat op deze manier gekeken kan worden of het effect op de bedrijfsprestaties versterkt wanneer er meer dan 1 politicus zetelt in een bepaalde raad van bestuur.

### 2.2.3 Aantal jaren politieke ervaring

Deze variabele telt het gemiddeld aantal jaren politieke ervaring van de leden die momenteel zetelen in de raad van bestuur. Enkel de jaren ervaring in politieke mandaten in posities opgesomd

in Tabel 2 werden opgeteld. Deze variabele wordt gebruikt als proxy voor de diepte van het menselijk en sociaal kapitaal dat een politicus bezit (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008). Zowel het totale aantal jaren politieke ervaring aanwezig in de raad van bestuur als het gemiddeld aantal jaren politieke ervaring worden geobserveerd voor gebruik in de analyses.

#### 2.2.4 Aantal verschillende politieke posities

De breedte staat voor het bereik en de omvang van het sociaal en menselijk kapitaal dat een bepaald politicus bezit (Mizruchi, 1996). Kandidaten voor een positie als externe bestuurder die beschikken over een bredere, ruimere set van vaardigheden, ervaring, connecties, netwerken en relaties zullen gemiddeld genomen aantrekkelijker zijn voor een bepaald bedrijf dat externe bestuursleden zoekt (Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008). Het aantal politieke posities dat een persoon heeft uitgeoefend kan als maatstaf dienen voor de breedte van het menselijk en sociaal kapitaal van een politicus (Chen, 2013; Lester, Hillman, Zardkoohi, & Cannella JR., 2008). De politieke posities die meegerekend worden in de variabele staan opgesomd in Tabel 2.

#### 2.2.5 Niveau van de politieke posities

Het politieke niveau van de uitgeoefende functies kan ook een indicator zijn van aantrekkelijkheid van een politicus als externe bestuurder (Chen, 2013). Het hoogste politieke niveau waarop leden van de raad van bestuur ervaring hebben opgedaan wordt bevat door middel van 4 binaire variabelen. De eerste variabele (*HoogstPN1*) krijgt de waarde 1 als in de raad van bestuur personen aanwezig zijn met ervaring op het Europese politieke niveau, anders krijgt deze waarde nul. Wanneer er in de raad van bestuur mensen zetelen die ervaring hebben opgedaan op het federaal niveau maar niet op het Europese politieke niveau dan krijgt de variabele *HoogstPN2* de waarde 1 toegekend. Op dezelfde wijze worden de waarden toegekend aan *HoogstPN3* en *HoogstPN4*.

**Tabel 2: Codering politieke niveaus**

Niveau		Codering
<b>Europese Unie</b>	Europees Parlement Raad van de Europese Unie Europese Commissie Europese Raad	HoogstPN1
<b>Federale overheid</b>	Federale Regering Federaal Parlement	HoogstPN2
<b>Gemeenschappen &amp; Gewesten</b>	Regering Parlement	HoogstPN3
<b>Provincies</b>	Gouverneur Provincieraad	HoogstPN4
<b>Gemeenten</b>	College van burgemeester en schepenen Gemeenteraad	

### 2.2.6 **Grootte van de raad van bestuur**

Het aantal leden dat zetelt in de raad van bestuur wordt opgenomen als controle variabele, daar het eerder vanuit de resource dependence theorie gerelateerd werd aan verbeterde financiële prestaties (Goodstein, Gautam, & Boeker, 1994; Pfeffer, 1972; Pfeffer & Salancik, 1978). Maar zoals vermeld in de literatuurstudie zijn er niet enkel voorstanders van dit positieve effect (Firstenberg & Malkiel, 1994; Yermack, 1996). Uit een meta-analyse van Dalton et al. (1999) blijkt dat er een hele reeks academische theoretische denkwijzen een verband tussen de grootte van de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties ondersteunen, al dan niet positief. Deze data werden verzameld via de jaarverslagen van de bedrijven opgenomen in de dataset.

### 2.2.7 **CEO-dualiteit**

Deze variabele wordt opgenomen omdat uit de literatuurstudie bleek dat deze een invloed kan uitoefenen op de bedrijfsprestaties, dit kan zowel een positief (Finkelstein & D'Aveni, 1994) als een negatief effect (Lorsch & Maciver, 1989; Rechner & Dalton, 1989) hebben. Het is een binaire variabele die aantoont of de CEO ook de functie van voorzitter van de raad van bestuur uitoefent in het bedrijf. Wanneer deze CEO-dualiteit aanwezig is, zal de variabele de waarde 1 meekrijgen en de waarde 0 wanneer dit niet het geval is.

### 2.2.8 **Aantal onafhankelijke bestuurders**

Een raad van bestuur wordt als onafhankelijk beschouwd wanneer deze bestaat uit een significante hoeveelheid bestuurders die onafhankelijk zijn van het management en waar er geen CEO-dualiteit heerst (Heslin & Donaldson, 1999). In de Belgische corporate governance code wordt aangeraden om minstens 3 onafhankelijke bestuurders op te nemen in de raad van bestuur (The Corporate Governance Committee, 2009). Omdat over de relatie tussen de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties echter geen sluitende consensus heerst in de academische literatuur (Denis & McConnel, 2003), maar dat deze wel een invloed blijkt te hebben op de bedrijfsprestaties wordt deze toch opgenomen als controle variabele. De variabele toont het aantal onafhankelijke bestuurders in het bedrijf.

### 2.2.9 **Aantal vergaderingen**

Een actieve raad van bestuur kan ook een effect hebben op bedrijfsprestaties (Vafeas, 1999). Dit heeft als gevolg dat het aantal vergaderingen door de raad van bestuur als controle variabele wordt opgenomen.

### 2.2.10 **Sector**

De sector van het bedrijf wordt onder deze variabele opgenomen. Er wordt een opdeling van de sectoren gemaakt aan de hand van de NACE-BEL code tot op 2 cijfers. Deze variabele wordt ook gebruikt om een sector-adjusted ROA en Tobin's Q op te stellen.

### 2.2.11 **Grootte van het bedrijf**

De grootte van het bedrijf blijkt uit academisch onderzoek in verband te staan met de bedrijfsprestaties (Dalton, Daily, Ellstrand, & Johnson, 1998). De proxy die hiervoor gebruikt wordt in de masterproef is het aantal werknemers. Deze variabele wordt log-getransformeerd om de data beter te laten overeenkomen met de normale verdeling.

### 2.2.12 **Zwaar gereguleerde sectoren**

Dit wordt voorgesteld door een binaire variabele. De variabele *ZwaarRegulering* krijgt de waarde 1 toegekend wanneer het bedrijf in kwestie actief is in een sector waar de overheid een aanzienlijke controle uitoefent. Typische voorbeelden van deze sectoren zijn de telecommunicatie, biotechnologie, farmacie en culturele "zonde" industrieën zoals gokken, alcohol, tabak, etc. (Baron, 2006).



# Hoofdstuk V: Empirisch onderzoek

## 1 Beschrijvende statistieken

Om te beginnen met het empirisch onderzoek wordt er eerst gekeken naar de beschrijvende statistieken van de variabelen.

**Tabel 3: Beschrijvende statistieken Belgische beursgenoteerde bedrijven**

Variabele	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
AantIWn	285	8020.74	21694.72	33	136599
GrootteRVB	285	9.270	2.593	5	16
AantIOnafh	285	3.965	1.734	1	12
PctOnafhB	285	42.99	13.55	14.29	91.67
AantIVergadering	285	7.895	3.680	3	26
CEODUAL	285	.0912	.2884	0	1
PolAanwezig	285	.22456	.41803	0	1
AantIPol	285	.26316	.57305	0	4
PolxOnafh	285	.19649	.3980432	0	1
PolxGERvaring	285	4.726	10.0495	0	37
PolxPosities	285	1.596	3.778	0	23
PolN1 - Europa	285	.1404	.3480	0	1
PolN2 - Federaal	285	.1789	.3840	0	1
PolN3 - Gemeenschap/Gewest	285	.0526	.2240	0	1
PolN4 - Lokaal	285	.1474	.3551	0	1
HoogstPN1 - Europa	285	.1404	.3480	0	1
HoogstPN2 - Federaal	285	.0842	.2782	0	1
HoogstPN3 - Gemeenschap/Gewest	285	0	0	0	0
HoogstPN4 - Lokaal	285	0	0	0	0
ROA	285	4.3609	15.9265	-60.790	64.52
ROA_ADJ	285	1.4171	11.9025	-49.435	61.06
Q	280	1.9722	2.2386	.113	20
Q_ADJ	280	.3057	1.6142	-2.235	13.522
BEL20	285	.1789	.3840	0	1
BELMID	285	.2912	.4551	0	1
BELSMALL	285	.2667	.4430	0	1
AndereIndex	285	.2632	.4411	0	1

Deze beschrijvende statistieken geven ons een eerste indruk van de data. Van de 57 bedrijven zijn er over 5 jaar gegevens verzameld, dit leidt tot 285 observaties.

De raad van bestuur van een Belgisch beursgenoteerde bedrijf bestaat gemiddeld uit 9 personen, waarvan er 8 niet-uitvoerend zijn. Van deze 8 niet-uitvoerende bestuurders zijn er gemiddeld 4 onafhankelijk. In ongeveer 9% van de observaties is de voorzitter van de raad van bestuur tevens de CEO.

In de raden van bestuur in de dataset zetelt in 22,5% van de gevallen een politicus. Er is zelfs een raad van bestuur die bestaat uit 4 politici. In bijna alle gevallen wanneer er een politicus zetelt in



de raad van bestuur is deze ook onafhankelijk. Er is gemiddeld 4,7 jaren politieke ervaring aanwezig in de raden van bestuur die deel uitmaken van de observaties.

In 5,26% van de gevallen waar een politicus aanwezig is in de raad van bestuur, heeft deze ervaring op gewestelijk niveau. Terwijl dit 14,04% is op Europees niveau, 17,89% op federaal niveau en 14,74% op lokaal niveau. Er moet opgemerkt worden dat de som van deze percentages groter is dan de gemiddelde waarde van de variabele *PolAanwezig*, welke het percentage uitdrukt van het aantal bedrijven waarin politici aanwezig zijn in de raden van bestuur. Dit valt te verklaren door het feit dat een bepaalde politicus die aanwezig is in de raad van bestuur zowel ervaring kan hebben op het Europees niveau als op het lokale niveau. Alle bedrijven opgenomen in de dataset die ook een politicus hebben in de raad van bestuur, beschikken over politieke ervaring op minstens het federale niveau. 14,04% van de bedrijven hebben een of meerdere politici in hun raad van bestuur die ervaring heeft in het Europese politieke circuit.

De rentabiliteit van het totaal der actief is gemiddeld 4,3609. Ook is er een industry-adjusted ROA aangemaakt voor elk jaar (Johnson, Hoskisson, & Hitt, 1993). Dit is de gewone jaarlijkse ROA verminderd met de mediaan van de ROA van de bedrijven binnen een sector ingedeeld via de two-digit NACE code. Het valt op dat de gemiddelde waarde 1,4171 veel lager ligt dan de gewone ROA. Er is ook een tweede maatstaf van de bedrijfsprestaties opgenomen in deze thesis, de Tobin's Q. Van één bedrijf in de database zijn er geen observaties voor de Tobin's Q, bijgevolg zijn er voor deze variabele slechts 280 observaties in plaats van 285 voor de ROA. Net zoals voor de ROA is er voor de Tobin's Q een aanpassing aan de industrieën toegepast. Deze aanpassing is opgenomen in de variabele *Q\_ADJ* (Johnson, Hoskisson, & Hitt, 1993). De bedrijven in de dataset hebben een gemiddelde industry-adjusted Q van 0,3057. De gewone Tobin's Q heeft een gemiddelde waarde hoger dan 1, wat zou kunnen duiden op zeer goede prestaties van de bedrijven.

Uit de beschrijvende statistieken is ook duidelijk op te merken hoe de observaties verdeeld zijn over de verschillende indexen (BEL20, BELMID, BELSMALL, beursgenoteerd maar niet in een van de drie vorige indexen).

De grootte van de bedrijven wordt benaderd door het aantal werknemers van het bedrijf. Deze variabele wordt zoals eerder vermeld logaritmisch getransformeerd.

Op bedrijfsniveau is ook gekeken naar uitschieters in de variabelen, want een belangrijk aspect wanneer men werkt met bedrijfsspecifieke data is de variabiliteit van de variabelen. Indien er ongewoon hoge of lage patronen voor sommige variabelen aanwezig zijn, kan het nodig zijn om deze te verwijderen om geen vertekend beeld te krijgen in de resultaten. Na controle van de gegevens is er besloten om geen uitschieter te verwijderen, om bijgevolg de volledige resultaten te krijgen.

## 2 Politici in de raad van bestuur

In dit deel wordt er gedetailleerd gekeken naar de politici in de raad van bestuur. In de dataset zijn er in 64 observaties politici aangetroffen in de raad van bestuur. 89,06 procent van de politici die als bestuurder zetelen zijn onafhankelijk van het management. Wat dus ook kan wijzen naar het feit dat ze de controlerol, die een raad van bestuur heeft, goed kan uitvoeren. Deze politici hebben gemiddeld 21 jaar ervaring in de politiek wanneer ze het mandaat als bestuurder opnemen. De gemiddelde leeftijd van de politici in de database is 63 jaar. Slechts vier van de geobserveerde politici zijn van het vrouwelijke geslacht.

Wanneer er gekeken wordt naar hoe de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur verschilt overheen de BEL20, BELMID, BELSMALL en andere beursgenoteerde bedrijven die niet in de vorige drie indexen genoteerd staan, valt op dat in 49,02% van de observaties die bedrijven omvatten uit de BEL20 er een politici zetelt als externe bestuurder. In de BELSMALL zetelen het minste aantal politici. 61% van de politici in de database hebben ervaring op het Europese niveau, 78% op het federale niveau, 23% op het niveau van de gemeenschappen en gewesten (bv. de Vlaamse regering) en 64% op lokaal niveau.

Er zijn maar twee politici die zetelen als externe bestuurders die niet de Belgische nationaliteit bezitten. Er zijn ook zeven observaties in de dataset waar de politicus in de raad van bestuur niet onafhankelijk is van het management. De politici in de raden van bestuur zijn verspreid over tien sectoren (ingedeeld volgens een two-digit NACE code).

Wanneer de bedrijven in de zwaar gereguleerde sectoren vergeleken worden met de bedrijven in sectoren die weinig tot geen regulering van de overheid ervaren, valt op dat er geen enkele politicus aanwezig is in de bedrijven die behoren tot deze laatste groep. Dus er zijn wel degelijk meer politici aanwezig in de raden van bestuur van bedrijven in zwaar gereguleerde sectoren ten opzichte van sectoren waar er weinig regulering van de overheid plaatsvindt. Dit is in overeenstemming met de studie van Hillman (2005). Deze vond ook dat er meer politici aanwezig zijn in de bedrijven actief in zwaar gereguleerde sectoren dan in de licht gereguleerde sectoren. Al moet hier ook de opmerking gemaakt worden dat in deze dataset er minder bedrijven tot de groep van de licht gereguleerde sector behoorden dan er in de groep van de zwaar gereguleerde sectoren aanwezig zijn en de dataset voor deze stelling ook relatief klein was.

**Tabel 4: Specifieke beschrijvende statistieken over politici**

Variabele	N	Mean
Aantal politici	64	
Gemiddelde leeftijd	64	63.39
Politieke onafhankelijkheid	64	.8906
Gemiddeld aantal jaren politieke ervaring	64	21.1
BEL20	25	
BELMID	19	
BELSMALL	6	
AndereIndex	14	

### 3 Regressies

In het volgende deel worden de regressies uitgevoerd om de eerder opgestelde hypothesen te testen. Aangezien het gaat om paneldata worden pooled regressions, fixed effects modellen en random effects modellen gebruikt in de analyse.

Het testen van de hypothesen begint met het opstellen van een pooled regressie. Dit is het meest eenvoudige model om hypothesen in verband met paneldata te testen. Vervolgens wordt er ook nagegaan of een fixed effects model opgesteld dient te worden. Dit is een regressiemodel dat stelt dat de verschillen tussen de bedrijven niet veranderen doorheen de tijd. De geschatte coëfficiënten uit dit model worden niet beïnvloed door bepaalde variabelen die moeilijk te meten zijn en bijgevolg ook niet rechtstreeks opgenomen worden zoals de bedrijfscultuur. Het model controleert namelijk voor de omitted variable bias.

Uiteindelijk wordt er voor elke hypothese ook gecontroleerd of een random effects model opgesteld moet worden. Dit is een specifiek geval van het fixed effects model. Van de variabelen die niet expliciet opgenomen worden, wordt verondersteld dat ze niet gecorreleerd zijn met de expliciet opgenomen variabelen in de regressie. In werkelijkheid klopt deze assumptie vaak niet helemaal en zal het random effects model een gedeeltelijke bias krijgen van de coëfficiënten. Maar het voordeel is dat dit model vaak leidt tot kleinere standaardafwijkingen.

Wanneer in de pooled regressie binaire variabelen opgenomen worden die de individuele ondernemingseffecten voorstellen, kan er vervolgens een F-test uitgevoerd worden. Deze test of minstens één van deze ondernemingseffecten significant verschillend is van nul. Wanneer dit het geval is, zal het opnemen van deze individuele effecten bijdragen aan de verklaringskracht van het model. Deze individuele specifieke effecten opnemen in het pooled regressiemodel kan eenvoudig door een fixed effects model op te stellen. Voor het random en fixed effects model worden dezelfde variabelen gebruikt als degene die voorkomen in de pooled regressies. Aangezien de uitgevoerde testen (Hausman-test) in het statistische programma niet sluitend zijn, kan niet met zekerheid gesteld worden dat het random effects model beter is dan het fixed effects model en bijgevolg worden beiden weergegeven in de bespreking van de hypothesen.

#### 3.1 Hypothese 1

De eerste hypothese opgesteld in deze masterproef stelt dat politici in de raad van bestuur een positief effect hebben op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Deze bedrijfsprestaties worden op twee manieren gedefinieerd. De eerste manier maakt gebruik van een boekhoudkundige prestatie maatstaf, namelijk de netto rentabiliteit van het totaal der activa (ROA). Deze ROA wordt nog omgevormd tot een industry-adjusted ROA. De ROA wordt verminderd met de mediaan van de ROA's van de andere bedrijven actief in dezelfde sector. De tweede manier waarop de bedrijfsprestaties gedefinieerd worden is de Tobin's Q. Dit is een marktgerichte prestatie maatstaf, welke net zoals de eerste prestatie maatstaf verminderd wordt met de mediaan van de sector waarin het bedrijf actief is.

De onafhankelijke variabele is *PolAanwezig*. Deze variabele toont aan of er in de observatie aanwezigheid is van politici in de raad van bestuur. De andere opgenomen variabelen zijn: het percentage onafhankelijke bestuurders (*PctOnafhB*), de grootte van de raad van bestuur (*GrootteRVB*) en de eventuele aanwezigheid van CEO-dualiteit (*CEODUAL*), grootte van de onderneming met als proxy het aantal werknemers log-getransformeerd (*InAant/Wn*) en het aantal vergaderingen. De redenen waarom deze controle variabelen worden opgenomen, zijn vermeld in de literatuurstudie en de methodologie. De correlatiematrix toont aan dat er geen redenen zijn om de gebruikte variabelen niet samen op te nemen aangezien geen variabelen een correlatie van meer dan 0,8 vertonen. Verder blijken de variance inflation factors (VIF's) kleiner dan tien in de pooled regressies, met als gevolg dat er geen problemen omtrent multicollineariteit aanwezig zijn (Guo, Chumlea, & Cockram, 1996). Bij de regressies uitgevoerd om hypothese 1 (Industry-adjusted ROA) te testen, bleek er enkel nood aan robuuste standaardfouten wanneer als afhankelijke variabele de industry-adjusted Tobin's Q gebruikt werd.

De resultaten van de regressies opgesteld om hypothese 1 met als afhankelijke variabele de industry-adjusted ROA te testen worden weergegeven in Tabel 5. Uit deze resultaten valt direct op dat de onafhankelijke variabele in alle regressiemodellen een positieve coëfficiënt heeft. Maar in geen van de regressiemodellen is deze significant verschillend van nul. Bijgevolg kan besloten worden uit de resultaten dat er geen steun wordt gevonden voor hypothese 1 wanneer de afhankelijke variabele de industry-adjusted ROA is.

**Tabel 5: Hypothese 1 (Industry-adjusted ROA) - Regressie resultaten**

Industry-adjusted ROA	Pooled regressie		Fixed effects regressie		Random effects regressie	
	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
Politici aanwezig	2.262	1.812	.759	3.000	1.202	2.282
CEO-dualiteit	.903	2.531	-3.439	3.758	-1.504	3.019
Grootte raad van bestuur	.053	.354	-.105	.762	.005	.503
Percentage onafhankelijke bestuurders	-.090	.054	.012	.085	-.033	.067
Grootte bedrijf (logaritme aantal werknemers)	-.084	.469	.337	2.369	-.064	.772
Aantal vergaderingen	-.091	.194	-.253	.223	-.207	.198

Hypothese 1 werd ook getest met als afhankelijke variabele de industry-adjusted Tobin's Q. De resultaten van de drie regressies hiervoor gebruikt, worden gepresenteerd in Tabel 6. De coëfficiënt van de onafhankelijke variabele (*PolAanwezig*) is negatief in elk van de 3 modellen. Dit is helemaal niet wat er verwacht werd, maar geen van deze coëfficiënten is significant verschillend van nul. Twee controle variabelen (*PctOnafhB* en *InAant/Wn*) vertonen echter wel een significant van nul verschillende coëfficiënt. Maar er kan dus besloten worden uit deze resultaten dat er ook

voor hypothese 1 geen steun gevonden wordt wanneer de bedrijfsprestaties gedefinieerd worden door middel van de industry-adjusted Tobin's Q.

**Tabel 6: Hypothese 1 (Industry-adjusted Q) - Regressie resultaten**

Industry-adjusted Tobin's Q	Pooled regressie		Fixed effects regressie		Random effects regressie	
	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
Politici aanwezig	-.162	.209	-.390	.246	-.362	.249
CEO-dualiteit	.342	.234	.080	.182	.178	.169
Grootte raad van bestuur	.113	.080	.223	.156	.178	.138
Percentage onafhankelijke bestuurders	-.025 ***	.006	-.014	.014	-.016	.012
Grootte bedrijf (logaritme aantal werknemers)	-.165 **	.068	.031	.237	-.179	.122
Aantal vergaderingen	.003	.016	-.031	.039	-.026	.032

\*\*\* = significant op 1%-significantieniveau | \*\* = significant op 5% significantieniveau

Bijgevolg kan besloten worden uit de resultaten voor hypothese 1 dat er geen positief effect is van de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

## 3.2 Hypothese 2

De tweede hypothese stelt dat de diepte van het sociaal en menselijk kapitaal van een politicus positief gerelateerd is aan de bedrijfsresultaten van Belgische beursgenoteerde bedrijven. Hiervoor wordt er gebruik gemaakt van 2 verschillende onafhankelijke variabelen, namelijk de gemiddelde politieke ervaring aanwezig in de raad van bestuur (*PolxGErvaring*) en de totale politieke ervaring aanwezig in de raad van bestuur (*PolxTErvaring*). Deze variabelen stellen namelijk de diepte van het menselijk en sociaal kapitaal voor. De controle variabelen blijven dezelfde als die gebruikt in de regressies om de eerste hypothese te testen. Net zoals in hypothese 1 worden de bedrijfsprestaties op 2 verschillende manieren gedefinieerd (Industry-adjusted ROA en industry-adjusted Tobin's Q).

Eerst wordt hypothese 2 getest met als afhankelijke variabele de industry-adjusted ROA. Hiervoor werden 6 verschillende regressies opgesteld. Enkel de resultaten van de regressies met als onafhankelijke variabele *PolxGErvaring* worden getoond in Tabel 7. De resultaten van de regressies waar het totaal aantal jaren politieke ervaring (*PolxTErvaring*) gebruikt wordt als onafhankelijke variabele, vertoonden zeer gelijkaardige resultaten en toonden ook geen significant van nul verschillende coëfficiënten. Slechts enkele bedrijven in de dataset hebben meerdere politici tegelijkertijd aanwezig in de raad van bestuur, bijgevolg zijn de totale en gemiddelde politieke ervaring in de raad van bestuur zeer gelijkend. In de regressies zijn er geen problemen in verband met correlatie, aangezien er geen correlatie groter dan 0,8 aanwezig is. Ook zijn de variance inflation factoren (VIF) van de pooled regressie telkens kleiner dan tien, zodat er geen problemen

zijn op het gebied van multicollineariteit (Guo, Chumlea, & Cockram, 1996). Geen heteroscedasticiteit werd waargenomen in deze regressies. De resultaten van de regressie tonen geen significant effect aan van de diepte van het menselijk en sociaal kapitaal op de industry-adjusted ROA van de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Bijgevolg wordt er gesteld dat hypothese 2 niet ondersteund wordt wanneer de bedrijfsprestaties voorgesteld worden aan de hand van de industry-adjusted ROA.

Wanneer de bedrijfsprestaties gemeten worden door de marktgerichte prestatie maatstaf industry-adjusted Tobin's Q, komt men tot de resultaten weergegeven in Tabel 8. Er bleek heteroscedasticiteit aanwezig bij deze regressies en bijgevolg werd er gebruik gemaakt van robuuste standaardfouten. De VIF's van de pooled regressie bleken ook telkens kleiner dan 10, wat duidt op de afwezigheid van multicollineariteit. De resultaten tonen aan dat er weer geen significant van nul verschillende coëfficiënt gevonden wordt voor de onafhankelijke variabele (*PolxGErvaring*). Wanneer de totale politieke ervaring aanwezig in de raad van bestuur (*PolxTErvaring*) gebruikt werd als onafhankelijke variabele, worden de regressieresultaten niet weergegeven aangezien ze zeer gelijkaardig zijn aan de getoonde resultaten (*PolxGErvaring*). Bijgevolg kan gesteld worden dat hypothese 2 ook niet ondersteund wordt wanneer de industry-adjusted Tobin's Q de afhankelijke variabele is.

**Tabel 7: Hypothese 2 (Industry-adjusted ROA) - Regressie resultaten**

<b>Industry-adjusted ROA</b>	<i>Pooled regressie</i>		<i>Fixed effects regressie</i>		<i>Random effects regressie</i>	
	<i>Coef.</i>	<i>Std. Err.</i>	<i>Coef.</i>	<i>Std. Err.</i>	<i>Coef.</i>	<i>Std. Err.</i>
Gemiddeld aantal jaren politieke ervaring	.055	.075	.009	.095	.019	.081
CEO-dualiteit	.804	2.539	-3.395	3.768	-1.507	3.029
Grootte raad van bestuur	.113	.351	-.070	.758	.050	.500
Percentage onafhankelijke bestuurders	-.084	.054	.012	.085	-.030	.067
Grootte bedrijf (logaritme aantal werknemers)	-.124	.468	.281	2.359	-.090	.772
Aantal vergaderingen	-.104	.194	-.253	.223	-.210	.198

**Tabel 8: Hypothese 2 (Industry-adjusted Tobin's Q) - Regressie resultaten**

Industry-adjusted Tobin's Q	Pooled regressie		Fixed effects regressie		Random effects regressie	
	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.	Coef.	Std. Err.
Gemiddeld aantal jaren politieke ervaring	-.0002	.0078	-.011	.007	-.009	.008
CEO-dualiteit	.343	.237	.083	.182	.184	.172
Grootte raad van bestuur	.103	.078	.217	.153	.170	.135
Percentage onafhankelijke bestuurders	-.027***	.006	-.013	.013	-.016	.012
Grootte bedrijf (logaritme aantal werknemers)	-.160**	.065	.046	.232	-.172	.118
Aantal vergaderingen	.005	.016	-.031	.040	-.025	.032

\*\*\* = significant op 1%-significantieniveau | \*\* = significant op 5% significantieniveau

Uit de voorgaande resultaten kan dus besloten worden dat ook hypothese 2 niet ondersteund wordt. De diepte van het menselijk en sociaal kapitaal van politici heeft geen positief effect op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

### 3.3 Hypothese 3

De derde hypothese van deze masterproef maakt de veronderstelling dat de breedte van het menselijk en sociaal kapitaal van een politicus positief gerelateerd is aan de bedrijfsresultaten van Belgische beursgenoteerde bedrijven. De breedte van het menselijk en sociaal kapitaal van politici heeft in deze thesis het aantal politieke posities die men heeft uitgevoerd als proxy. Net zoals in de vorige twee hypothesen worden weer dezelfde controle variabelen opgenomen. Ook wordt de hypothese op twee manieren getest aangezien ook hier de bedrijfsprestaties getest worden met zowel een boekhoudkundige als een marktgerichte prestatie maatstaf.

Tabel 9 toont de resultaten van de regressies waar de industry-adjusted ROA de afhankelijke variabele is. Weer wordt een pooled regressie, fixed effects en random effects model opgesteld. De VIF waarden zijn altijd kleiner dan tien, dus zijn er geen problemen met multicollineariteit (Guo, Chumlea, & Cockram, 1996). Er was geen heteroscedasticiteit aanwezig bij deze regressies getoond in Tabel 9. De resultaten tonen aan dat de coëfficiënt van de onafhankelijke variabele niet significant verschillend is van nul.

**Tabel 9: Hypothese 3 (Industry-adjusted ROA) - Regressie resultaten**

<b>Industry-adjusted ROA</b>	<i>Pooled regressie</i>		<i>Fixed effects regressie</i>		<i>Random effects regressie</i>	
	<i>Coef.</i>	<i>Std. Err.</i>	<i>Coef.</i>	<i>Std. Err.</i>	<i>Coef.</i>	<i>Std. Err.</i>
Aantal politieke posities	.151	.120	.116	.283	.108	.231
CEO-dualiteit	.789	2.539	-3.459	3.752	-1.534	3.024
Grootte raad van bestuur	.097	.357	-.145	.767	.009	.507
Percentage onafhankelijke bestuurders	-.083	.054	.0125	.085	-.030	.067
Grootte bedrijf (logaritme aantal werknemers)	-.101	.470	.327	2.355	-.067	.774
Aantal vergaderingen	-.108	.194	-.257	.223	-.211	.198

Wanneer de afhankelijke variabele de industry-adjusted Tobin's Q wordt, valt op dat er heteroscedasticiteit aanwezig is. Om dit op te lossen wordt er gebruik gemaakt van robuuste standaardfouten. Er waren geen problemen met multicollineariteit, aangezien de VIF's kleiner zijn dan 10. Wanneer de resultaten uit Tabel 10 bestudeerd worden, valt op dat ook wanneer de marktgerichte prestatie maatstaf gebruikt wordt, er geen ondersteuning wordt gevonden voor hypothese 3.

**Tabel 10: Hypothese 3 (Industry-adjusted Tobin's Q) - Regressie resultaten**

<b>Industry-adjusted Tobin's Q</b>	<i>Pooled regressie</i>		<i>Fixed effects regressie</i>		<i>Random effects regressie</i>	
	<i>Coef.</i>	<i>Std. Err.</i>	<i>Coef.</i>	<i>Std. Err.</i>	<i>Coef.</i>	<i>Std. Err.</i>
Aantal politieke posities	-.003	.023	-.034	.023	-.028	.026
CEO-dualiteit	.345	.237	.067	.183	.174	.173
Grootte raad van bestuur	.105	.081	.223	.158	.174	.140
Percentage onafhankelijke bestuurders	-.026***	.006	-.015	.014	-.017	.012
Grootte bedrijf (logaritme aantal werknemers)	-.161**	.067	.050	.234	-.174	.121
Aantal vergaderingen	.005	.016	-.031	.039	-.025	.032

\*\*\* = significant op 1%-significantieniveau | \*\* = significant op 5% significantieniveau



Voor hypothese 3 ontbreekt dus steun. Bijgevolg wordt gesteld dat de breedte van het menselijk en sociaal kapitaal van politici geen positieve invloed uitoefent op de industry-adjusted ROA of industry-adjusted Tobin's Q van de Belgische beursgenoteerde bedrijven.

### 3.4 Hypothese 4

Er wordt hier onderzocht of het effect van politici in de raad van bestuur van Belgische beursgenoteerde bedrijven op de bedrijfsresultaten sterker is wanneer deze bedrijven actief zijn in zwaar door de overheid gereguleerde sectoren zoals onder andere telecommunicatie, farmacie en biotechnologie. In de dataset zijn er 11 bedrijven ofwel 55 observaties die behoren tot deze subgroep. Om dit effect te kunnen testen wordt een nieuwe variabele opgemaakt (*polregulering*). Deze variabele is een combinatie van de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur en de binaire variabele die aangeeft of het bedrijf in kwestie actief is in een zwaar gereguleerde sector. Om deze opdeling te maken is er gebruik gemaakt van een andere sector opdeling dan die volgens de 2-digit NACE code, eerder gebruikt in de masterproef, aangezien deze niet specifiek genoeg was om een opdeling te maken tussen zwaar gereguleerde sectoren en andere sectoren. Omdat er een andere sectoropdeling gebruikt werd voor deze indeling, is er ook een nieuwe industry-adjusted ROA (*ROAREG*) en Tobin's Q (*QREG*) opgesteld voor deze vergelijking. Tabel 11 bevat enkel de resultaten van de pooled regressie aangezien het fixed effects model en het random effects model de voorspellingskracht van de regressie niet verbeterden. De resultaten tonen aan dat er wel degelijk een positief effect verbonden is aan de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde bedrijven actief in een zwaar gereguleerde sector wanneer de marktgerichte prestatie maatstaf industry-adjusted Tobin's Q gebruikt wordt als afhankelijke variabele. De boekhoudkundige maatstaf toont echter geen steun voor de hypothese.

**Tabel 11: Hypothese 4 (Industry-adjusted ROA en Tobin's Q) - Regressie resultaten**

	Industry-adjusted ROA		Industry-adjusted Q	
	<i>Pooled regressie</i>		<i>Pooled regressie</i>	
	<i>Coef.</i>	<i>Std. Err.</i>	<i>Coef.</i>	<i>Std. Err.</i>
Polregulering	10.826	6.891	1.361**	.602
CEO-dualiteit	15.652**	5.826	2.411**	1.174
Grootte raad van bestuur	-1.792	1.758	.076	.169
Percentage onafhankelijke bestuurders	-.5187	.380	-.066*	.039
Grootte bedrijf (logaritme aantal werknemers)	6.044*	3.018	-.300	.224
Aantal vergaderingen	-1.016	.627	.003	.051

\* = significant op het 10% significantieniveau | \*\* = 5% significantieniveau | \*\*\* = 1% significantieniveau

## 4 Bespreking resultaten

Er kan besloten worden uit het eigen empirisch onderzoek van de thesis dat er slechts één van de vooropgestelde hypothesen gedeeltelijk ondersteund kan worden. Er wordt geen positief effect gevonden van de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties van alle Belgische beursgenoteerde bedrijven. Zowel de pooled regressie, het fixed effects model en het random effects model tonen geen ondersteuning aan voor hypothese 1. Evenmin werd er ondersteuning gevonden voor de stelling dat de breedte en de diepte van het menselijk en sociaal kapitaal van politici aanwezig in de raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde bedrijven een positieve invloed hebben op de bedrijfsresultaten. Het politieke niveau dat politici in de raad van bestuur bereikt hadden in hun carrière had geen significante positieve invloed op de bedrijfsresultaten van Belgische beursgenoteerde bedrijven. Bijgevolg worden hypothese 2 en 3 als niet bewezen beschouwd. Hypothese 4 is de enige hypothese die deels ondersteund wordt door de dataset. Deze hypothese brengt aan dat in zwaar gereguleerde sectoren er een sterker positief effect is van de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur op de bedrijfsresultaten. Deze stelling werd ondersteund door de regressie met als afhankelijke variabele de industry-adjusted Tobin's Q. Een post-hoc analyse toont aan dat de breedte en diepte van het menselijk en sociaal kapitaal van politici ook een significante positieve invloed blijkt uit te oefenen op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde bedrijven actief in zwaar gereguleerde sectoren, echter ook enkel wanneer de industry-adjusted Tobin's Q gebruikt wordt als afhankelijke variabele.

Dat er geen ondersteuning van de hypothesen gevonden wordt wanneer de afhankelijke variabele de industry-adjusted ROA is, kan verklaard worden vanuit het feit dat dit een boekhoudkundige prestatie maatstaf is. Een boekhoudkundige prestatie maatstaf heeft beperkingen, aangezien deze niet goed in staat is om de waarde van bepaalde ontastbare activa en relaties te omvatten die toch wel een belangrijk deel van de waarde uitmaken die politici bijdragen aan de bedrijven (Watts & Zimmerman, 1990). Een voorbeeld van waarde van de ontastbare activa en relaties die een politicus met zich meebrengt is de eventuele aanpassing van een bepaald wetsontwerp dat een negatieve impact zou hebben op het bedrijf. Een marktgerichte prestatie maatstaf is beter in staat om ontastbare activa en relaties te omvatten (Watts & Zimmerman, 1990). Maar ook wanneer de marktgerichte prestatie maatstaf gebruikt wordt, zijn de eerste, tweede en derde hypothese nog niet gesteund. Enkel hypothese 4 wordt ondersteund wanneer er gebruik gemaakt wordt van de marktgerichte prestatie maatstaf (Tobin's Q).

Een andere verklaring voor het niet vinden van steun voor de andere opgestelde hypothesen kan gevonden worden in het feit dat de studie gevoerd is in de Belgische context. Veel van de bedrijven opgenomen in de dataset zijn vooral actief op internationaal vlak en niet alleen in België. Aangezien België maar een klein deel is van de internationale markt, is het mogelijk dat een invloed op de Belgische overheden slechts een kleine niet significante meerwaarde biedt aan de bedrijfsprestaties. Dit in tegenstelling tot de studie van Hillman (2005) die wel een significant positief effect van politici in de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties vond in de Amerikaanse context. Een invloed op het overheidssysteem in een groot land als de Verenigde Staten is mogelijk veel belangrijker. België heeft verder ook een politiek systeem met vele verschillende niveaus waardoor de relaties opgebouwd en de kennis opgedaan op een bepaald niveau zeer sterk kunnen

verschillen van een ander niveau. De relaties en het netwerk opgebouwd op federaal niveau zal er vaak heel anders uitzien dan het netwerk opgebouwd op provinciaal niveau. Waarschijnlijk zal één bepaalde politicus vaak niet beschikken over alle relaties en kennis om op alle delen van het uitgebreide en complexe overheidssysteem in België invloed uit te oefenen. Hierdoor is het mogelijk te veronderstellen dat de Belgische beursgenoteerde bedrijven niet in staat zijn om grote voordelen voor hun bedrijfsprestaties te verkrijgen door het aannemen van slechts enkele politici in de raad van bestuur zoals nu het geval is.

De mogelijkheid dat de politici in de raad van bestuur aangenomen zijn om in de eerste plaats te dienen als onafhankelijke bestuurders en de bijhorende agent-principaal rol (Fama & Jensen, 1983) uit te voeren in plaats van de resource dependence rol (Pfeffer & Salancik, 1978) mag niet uitgesloten worden. Daarom is het mogelijk dat de onafhankelijkheid van de politicus in de raad van bestuur op zich belangrijker is dan het specifieke menselijk en sociaal kapitaal specifiek dat ze meebrengen naar de onderneming.

Een andere verklaring kan eventueel gevonden worden in het door Bernheim en Winston (1990) aangebracht fenomeen "tit-for-tat". Dit houdt in dat men de politicus compenseert voor eerder bewezen diensten. Dit is iets dat als onethisch aanzien wordt maar wat helaas niet uitgesloten kan worden. Wanneer deze bestuurders toegevoegd worden omwille van eerder verleende diensten en niet omwille van competenties, betekent dit dat de onderneming haar raad van bestuur niet noodzakelijk bevolkt met de meest geschikte personen. Het is dus mogelijk dat in dit geval de politicus op zich niet veel waarde meer bijbrengt aan de bedrijfsprestaties wanneer deze eenmaal als bestuurder opgenomen wordt.

De dataset bestaat slechts uit 57 verschillende ondernemingen. Dit kan ook een reden zijn waarom er geen effect gevonden werd. Wanneer er gebruik gemaakt wordt van de industry-adjusted Tobin's Q zijn er slechts 56 ondernemingen of 280 observaties beschikbaar. De vierde hypothese die wel gesteund wordt door de gegevens, maakt slechts gebruik van data van 11 ondernemingen of 55 observaties. Daarom moeten deze resultaten met enige voorzichtigheid geïnterpreteerd worden.

## Hoofdstuk VI: Algemene Conclusies

---

### 4.1 Overzicht

Het economische klimaat waarin bedrijven vandaag de dag actief zijn vereist een goede samenstelling van de raad van bestuur. Wereldwijd verschijnen politici in de raad van bestuur van beursgenoteerde bedrijven. In België is dit ook meer en meer het geval. De redenering voor het opnemen van politici in de raad van bestuur komt voort uit de resource dependence theorie. De theorie stelt dat de onderneming zijn raad van bestuur moet aanpassen aan de bedrijfsomgeving. Politici in de raad van bestuur creëren banden met de overheid, die een belangrijke rol speelt in de Belgische bedrijfsomgeving. Ze bezitten namelijk een specifiek en waardevol menselijk en sociaal kapitaal. Er kan dus gesteld worden dat politici in de raad van bestuur voordelen met zich mee brengen voor de onderneming. In de literatuurstudie werden dan ook enkele van deze voordelen geïdentificeerd: (1) Politici vormen kanalen van communicatie met huidige politici, bureaucraten en andere politieke beslissingsmakers. (2) Het advies dat politici geven aan ondernemingen over het ingewikkelde politieke proces en de actoren hiervan is vaak waardevol. (3) Door het brede netwerk waarover politici vaak beschikken, kan een mogelijke invloed op politieke beslissingen uitgeoefend worden. In bepaalde landen kan dit zelfs tot een voorkeursbehandeling leiden in het gerechtelijke systeem. (4) Wanneer een politicus toegevoegd wordt aan de raad van bestuur kan dit de prestige en de legitimiteit van het bedrijf ten goede komen.

Vanuit de literatuurstudie werd dan ook de hypothese opgesteld die een positieve invloed verwacht van de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur op de bedrijfsresultaten van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Twee andere hypothesen stellen dat het menselijk en sociaal kapitaal van politici positief gerelateerd is aan de bedrijfsresultaten. De laatste hypothese stelt dat bedrijven actief in zwaar gereguleerde sectoren een sterker effect van politici in de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties zullen waarnemen.

Naast de hypothesen werden ook drie deelvragen opgesteld die helpen om tot een afdoend antwoord te komen op de centrale onderzoeksvraag. De eerste deelvraag heeft de bedoeling om te achterhalen welke de belangrijkste kenmerken zijn van een raad van bestuur die een invloed hebben op de bedrijfsprestaties van beursgenoteerde ondernemingen in België. De belangrijkste kenmerken van de raad van bestuur die een invloed uitoefenen op de bedrijfsprestaties zijn de kenmerken gerelateerd aan de structuur en de samenstelling van de raad van bestuur. De structuur van de raad van bestuur refereert naar de formele organisatie ervan. De belangrijkste dimensies hiervan in het kader van dit onderzoek zijn de grootte (Pfeffer, 1972) en de opsplitsing tussen de positie van voorzitter van de raad van bestuur en die van CEO (Finkelstein & D'Aveni, 1994). De samenstelling van een raad van bestuur definieert de banden die bestuurders hebben met de onderneming (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009). De perfecte samenstelling van de raad van bestuur is iets waar nog steeds veel onderzoek naar verricht wordt omdat dit nog niet helemaal duidelijk is. De ideale mix is afhankelijk van de onderneming en haar situatie (Hillman, Albert, & Paetzold, 2000). Deze kenmerken werden ook opgenomen in de eigen empirische analyse als controle variabelen.

De tweede deelvraag helpt om te achterhalen welke factoren van het sociaal en menselijk kapitaal een bepaalde politicus interessanter maken voor een beursgenoteerd bedrijf in België. De factoren die het menselijk en sociaal kapitaal van een politicus interessanter maken zijn namelijk de breedte en de diepte ervan. Hoe dieper en breder het menselijk en sociaal kapitaal hoe waardevoller een politicus is voor een onderneming. Maar uit het eigen empirisch onderzoek werd geen steun gevonden voor de redenering dat deze factoren een invloed hebben op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Op de derde deelvraag is ook een antwoord gevonden in dit onderzoek. Uit de resultaten van de empirische studie uitgevoerd in deze thesis valt op dat er wel degelijk een verschil is op het gebied van de aanwezigheid van politici in de raden van bestuur overheen sectoren. In sectoren (bv. detailhandel) die met geen tot weinig overheidsregulering te maken krijgen zijn er geen politici aanwezig, terwijl bedrijven actief in zwaar gereguleerde sectoren (bv. farmacie en telecommunicatie) in een op vijf gevallen een politicus aan boord hebben. Deze vaststelling ondersteunt de resource dependence theorie die stelt dat de raad van bestuur aangepast moet zijn aan de omgeving van de onderneming. Wanneer er veel overheidsinvloed heerst in de omgeving en de onderneming dus zeer afhankelijk is van de overheid, is het aangewezen dat de onderneming in kwestie naar een manier zoekt om deze afhankelijkheid te verminderen en om een invloed uit te oefenen op de overheid. Dit kan bijvoorbeeld in de vorm van het coöpteren van politici of voormalige politici in de raad van bestuur.

Er worden in het empirische deel van de thesis analyses van paneldata uitgevoerd. Het doel hiervan is om te onderzoeken of politici in de raad van bestuur een positieve invloed uitoefenen op de bedrijfsprestaties. De bedrijfsprestaties werden gemeten aan de hand van een boekhoudkundige prestatie maatstaf, namelijk de rentabiliteit van het totaal der activa (ROA) en een marktgerichte prestatie maatstaf, namelijk de Tobin's Q. Uit het eigen empirisch onderzoek bleek uiteindelijk dat er geen steun gevonden kon worden voor deze positieve invloed op de bedrijfsprestaties wanneer alle 57 Belgische beursgenoteerde bedrijven uit de dataset opgenomen werden in de analyse. Het menselijk en sociaal kapitaal van politici vertoonde evenmin een significant effect op de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Wanneer echter enkel Belgische beursgenoteerde bedrijven uit de zwaar gereguleerde sectoren opgenomen werden in de analyse, bleek dat politici in de raad van bestuur wel degelijk een positieve invloed hebben op de bedrijfsprestaties. Maar dit positief effect werd enkel waargenomen wanneer de bedrijfsprestaties uitgedrukt werden door de marktgerichte prestatie maatstaf de industry-adjusted Tobin's Q. Wanneer de boekhoudkundige prestatie maatstaf industry-adjusted ROA werd gebruikt om de bedrijfsprestaties van de Belgische bedrijven voor te stellen, kon er geen significant van nul verschillend effect waargenomen worden. Zoals vermeld werd er in een post-hoc analyse ook vastgesteld dat de breedte en de diepte van het menselijk en sociaal kapitaal wel een positieve significante invloed uitoefent op de prestaties van bedrijven in zwaar gereguleerde sectoren.

Een algemeen besluit dat getrokken kan worden en dat dient als een antwoord op de centrale onderzoeksvraag is dat de aanwezigheid van politici in de raad van bestuur geen significante

positieve invloed heeft op de bedrijfsprestaties van alle Belgische beursgenoteerde bedrijven. Er is echter wel een aanwijzing gevonden voor een positief effect van de politieke aanwezigheid op de bedrijfsprestaties van bedrijven actief in zwaar gereguleerde sectoren. Maar dit effect wordt genuanceerd omwille van de beperkte grootte van de dataset en er geen ondersteuning is wanneer de boekhoudkundige prestatie maatstaf ROA gebruikt wordt.

## **4.2 Praktische implicaties**

Deze studie leidt ook tot enkele praktische implicaties. De vierde hypothese vond steun in de resultaten van het empirisch onderzoek en toont aan dat het toch interessant kan zijn om als bedrijf de raad van bestuur strategisch te bevolken. Wanneer het bedrijf in kwestie actief is in een zwaar gereguleerde sector kan het lonen om de raad van bestuur zo aan te passen dat deze de omgeving van de onderneming reflecteert. De resource dependence theorie redeneert dat de onderneming afhankelijk is van organisaties in zijn omgeving. De afhankelijkheid van deze externe organisaties zou men moeten verminderen door er banden mee te creëren. In een sector waar de overheid een grote invloed uitoefent in de vorm van een zware regulering zou deze redenering dan vereisen dat bedrijven meer aandacht besteden aan het creëren van banden met de overheid. Dit kan gebeuren door huidige of voormalige politici te coöpteren in de raad van bestuur. Dus het eigen empirisch onderzoek samen met de literatuurstudie tonen aan dat, ondanks de nuancering van de kleine dataset, politici in de raad van bestuur wel degelijk een positief effect kunnen hebben op de bedrijfsprestaties wanneer het bedrijf actief is in een zwaar gereguleerde sector. Bijgevolg is het aan te raden dat bedrijven in de praktijk bij de samenstelling van de raad van bestuur overwegen om politici bestuursmandaten aan te bieden. En dus een bredere set van mogelijke voordelen en bronnen die bestuurders met zich meebrengen naar een onderneming in overweging te nemen bij de beoordeling over de geschiktheid van een kandidaat als bestuurder.

## **4.3 Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek**

De studie heeft enkele beperkingen die ervoor zorgen dat bepaalde resultaten moeten genuanceerd worden. Deze beperkingen worden vermeld om vervolgens mogelijke oplossingen te geven die in verder onderzoek toegepast kunnen worden.

Deze studie wordt gekenmerkt door de beperking dat het zich enkel richt op de Belgische context. De relaties tussen de overheid en de ondernemingen zullen waarschijnlijk verschillend zijn in andere contexten (Hillman & Keim, 1995). Bijgevolg zullen hoogstwaarschijnlijk ook in het specifieke geval van politici in de raden van bestuur verschillen bestaan tussen contexten, deze treden op omwille van de verschillende wetgevingen en reguleringen in andere landen (Hillman A. J., 2005). Daarom is het goed verder onderzoek te voeren in een bredere context. Deze bredere context kan gerealiseerd worden door het opnemen van landen zoals Duitsland, Frankrijk en Nederland. Deze uitbreiding zou eveneens de beperking van de kleine dataset oplossen want deze studie maakt slechts gebruik van data van 57 ondernemingen over een tijdsperiode van vijf jaar.

Een andere beperking is dat de studie gebruik maakt van eenvoudige variabelen om het specifieke sociaal en menselijk kapitaal van politici uit te drukken. Een verder onderzoek zou hier dieper op in kunnen gaan door persoonlijke interviews en enquêtes met politici op te nemen in het onderzoek.

Het verder uitzoeken hoe dit sociaal en menselijk kapitaal nu eigenlijk een invloed uitoefent op de bedrijfsprestaties is ook een interessante insteek voor toekomstig onderzoek.

In dit onderzoek wordt niet onderzocht hoe het nu komt dat een bepaalde politicus terecht komt in de raad van bestuur van een bepaald beursgenoteerd bedrijf. De causale relatie onderzoeken tussen de bronnen die een bepaalde politicus aanbiedt en de kans op toetreding tot de raad van bestuur van een beursgenoteerd bedrijf, kan een interessant onderzoeksonderwerp vormen voor toekomstige studies. Dit houdt wel in dat er een veel grotere database vereist is aangezien ook informatie over politici die niet actief zijn in het bedrijfsleven nodig is.

In deze studie werden als politici enkel personen opgenomen die verkozen mandaten uitoefenden. Posities zoals kabinetsmedewerkers werden niet opgenomen in de dataset. Aangezien het redelijk is te veronderstellen dat deze personen ook wel degelijk kennis over het politieke systeem hebben opgedaan en een netwerk uitgebouwd hebben met politieke relaties, zou het interessant zijn om in verdere onderzoeken ook personen met soortgelijke achtergronden op te nemen. Dus het algemener maken van de definitie van politicus als onderzoekseenheid zou verder onderzocht kunnen worden.

De kwaliteit van de geraadpleegde jaarverslagen van de Belgische beursgenoteerde bedrijven opgenomen in deze dataset is vaak nog ondermaats. Er is wel een duidelijke vooruitgang te zien doorheen de jaren. De grootste vooruitgang is te zien vanaf 2009-2010 wanneer de nieuwe versie van de Belgische corporate governance code actief werd. Maar vooral de kleinere beursgenoteerde bedrijven hebben vaak een onoverzichtelijk en onvolledig jaarverslag. Aangezien dit toch een belangrijk document is waar bepaalde mensen zich op baseren om investeringsbeslissingen te maken, zou het interessant zijn om de kwaliteit te blijven verbeteren.

## Lijst van geraadpleegde werken

---

- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 48(1), 58-107.
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (2001). Do Some Outside Directors Play a Political Role? *Journal of Law & Economics*, 44(1), 179-198.
- Barnhart, S. W., Marr, W. M., & Rosenstein, S. (1994). Firm performance and board composition: Some new evidence. *Managerial and Decision Economics*, 15(4), 329-340.
- Baron, D. P. (1995). Integrated strategy: Market and non-market components. *California Management Review*, 37(2), 47-65.
- Baron, D. P. (2006). *Business and its environment*. Upper Saddle River, N.J.: Prentice Hall.
- Baysinger, B., & Butler, H. (1994). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organization*, 1(1), 101-134.
- Becker, G. S. (1964). *Human capital: a theoretical and empirical analysis, with special reference to education*. University of Michigan: National Bureau of Economic Research.
- Bernheim, B. D., & Whinston, M. D. (1990). Multimarket Contact and Collusive Behavior. *The RAND Journal of Economics*, 21(1), 1-26.
- Boeker, W., & Goodstein, J. (1991). Organizational performance and adaptations: Effects of environment and performance on changes in board composition. *Academy of Management Journal*, 34(4), 805-826.
- Boyd, B. (1990). Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model. *Strategic Management Journal*, 11(6) 419-430.
- Chen, M. X. (2013). The Matching of Heterogeneous Firms and politicians. *Economic Inquiry*, 51(2), 1502-1522.
- Coleman, J. S. (1988). Social Capital in the Creation of Human Capital. *The American Journal of Sociology*, 92, S95-S129.
- Daily, C. M. (1995). The relationship between board composition and leadership structure and bankruptcy reorganization outcomes. *Journal of Management*, 21(6), 1041-1056.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1993). Board of Directors Leadership and Structure: Control and Performance Implications. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 17(3), 65-81.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994a). Corporate governance and the bankrupt firm: An empirical assessment. *Strategic Management Journal*, 15(8), 643-654.



- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994b). Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure. *The Academy of Management Journal*, 37(6), 1603-1617.
- Daily, C. M., Certo, S. T., & Dalton, D. R. (2000). International experience in the executive suite: The path to prosperity? *Strategic Management Journal*, 21(4), 515-523.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19(3), 269-290.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, T. S., & Dalton, C. M. (2007). The fundamental agency problem and its mitigation: Independence, equity, and the market for corporate control. *Annals of the Academy of Management*, 1, 1-64.
- Dalton, D. R., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of Directors and Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 42(6), 674-686.
- Denis, D. K., & McConnel, J. J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational Economics and Management Theory. *The Academy of Management*, 15(3), 369-381.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Faccio, M. (2006, maart). Politically Connected Firms. *The American Economic Review*, 96(1), 369-386.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Finkelstein, S., & D'Aveni, R. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *The Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108.
- Finkelstein, S., Hambrick, D., & Cannella, A. A. (2009). *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*. Oxford University Press.
- Firstenberg, P. B., & Malkiel, B. G. (1994). The Twenty-First Century Boardroom: Who Will Be in Charge? *Sloan Management Review*, 36(1), 27-35.
- Florin, J., Lubatkin, M., & Schulze, W. (2003). A social capital model of high-growth ventures. *Academy of Management Journal*, 46(3) 374.

- Freeman, E. R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pitman Publishing.
- Galaskiewicz, J., & Wasserman, S. (1989). Mimetic processes within an interorganizational field: An empirical test. *Administrative Science Quarterly*, 34(3), 454-479.
- Goodstein, J., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15(3), 241-250.
- Guo, S. S., Chumlea, W. C., & Cockram, D. B. (1996). Use of Statistical Methods to Estimate Body Composition. *American Journal of Clinical Nutrition*, 64(3), 428S-435S.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: Some Theory And Implications. *The Economic Journal*, 105(430), 678-689.
- Heslin, P., & Donaldson, L. (1999). An Organizational Portfolio Theory of Board Composition. *Corporate Governance: An International Review*, 7(1), 81-88.
- Hillman, A. J. (2005). Politicians on the Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line? *Journal of Management*, 31(3), 464-481.
- Hillman, A. J., & Hitt, M. A. (1999). Corporate Political Strategy Formulation: A Model of Approach, Participation, and Strategy Decisions. *The Academy of Management Review*, 24(2), 825-842.
- Hillman, A. J., Albert, C. A., & Paetzold, R. L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235-256.
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource Dependence Theory: A Review. *Journal of Management*, 35(6), 1404-1427.
- Hillman, A. J., Zardkoohi, A., & Bierman, L. (1999). Corporate political strategies and firm performance: indications of firm-specific benefits from personal service in the U.S. government. *Strategic Management Journal*, 20(1), 67-81.
- Hillman, A., & Keim, G. (1995). International variation in the business-government interface: Institutional and organizational considerations. *Academy of Management Review*, 20(1), 193-214.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate Governance: An International Review*, 6(2), 101-111.
- Ingram, P., & Simons, T. (1995). Institutional and Resource Dependence Determinants of Responsiveness to Work-Family Issues. *The Academy of Management Journal*, 38(5), 1466-1482.
- Johnson, J., Daily, C., & Ellstrand, A. (1996). Boards of Directors: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409-438.

- Johnson, R. A., Hoskisson, R. E., & Hitt, M. A. (1993). Board of director involvement in restructuring: The effects of board versus managerial controls and characteristics. *Strategic Management Journal*, 14(1), 33-50.
- Keats, B. W. (1988). The vertical construct validity of business economic performance measures. *Journal of Applied Behavioral Science*, 24(2), 151-161.
- Kesner, I. (1988). Directors' characteristics and committee membership: an investigation of type, occupation, tenure and gender. *The Academy of Management Journal*, 31(1), 66-84.
- Kosnik, R. D. (1990). Effects of board demography and directors' incentives on corporate greenmail decisions. *Academy of Management Journal*, 33(1), 129-150.
- Lang, J. R., & Lockhart, D. E. (1990). Increased environmental uncertainty and changes in board linkage patterns. *The Academy of Management Journal*, 33(1), 106-128.
- Leonard, J. S. (1990). Executive pay and firm performance. *Industrial and Labor Relations Review*, 43, 13S-29S.
- Lester, R. H., Hillman, A., Zardkoohi, A., & Cannella JR., A. A. (2008). Former government officials as outside directors: the role of human and social capital. *Academy of Management Journal*, 51(5), 999-1013.
- Lorsch, J. W., & Maciver, E. (1989). *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*. Boston: Harvard Business School Press.
- Mace, M. (1971). *Directors: Myth and Reality*. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- McEnrue, M. (1988). Length of experience and the performance of managers in the establishment phase of their careers. *Academy of Management Journal*, 31(1), 175-185.
- McKinsey. (2002). *Global Investor Opinion Survey: key findings*. The McKinsey & Company. Opgeroepen op februari 2014, van [www.mckinsey.com/governance](http://www.mckinsey.com/governance).
- Mizruchi, M. S. (1996). What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates. *Annual Review of Sociology*, 22, 271-298.
- Moerland, P. W. (1995b). Corporate ownership and control structures: An international comparison. *Review of Industrial Organization*, 10(4), 443-464.
- Moerland, P. W. (1997). Corporate governance: schakering, reikwijdte en definiëring. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 71, 657-665.
- Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage. *The Academy of Management Review*, 23(2), 242-266.

- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2001). *The Well-being of Nations: The role of human and social capital*.
- Pearce, J. A., & Zahra, S. A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective. *Journal of Management Studies*, 29(4), 411-438.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17(2), 218-229.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource-dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Raheja, C. G. (2005). Determinants of board size and composition: a theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40(2), 283-306.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1989). The Impact of CEO as Board Chairperson on Corporate Performance: Evidence vs. Rhetoric. *Academy of Management Executive*, 3(2), 141-143.
- Schuler, D. A. (1996). Corporate Political Strategy and Foreign Competition: The Case of the Steel Industry. *Academy of Management Journal*, 39(3), 720-737.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Singh, J., House, R., & Tucker, D. (1986). Organizational change and organizational mortality. *Administrative Science Quarterly*, 31(4), 367-386.
- Strawn, C. L. (2003). *The influences of social capital on lifelong learning among adults who did not finish high school*. Cambridge: National Center for the Study of Adult Learning and Literacy (NCSALL).
- The Corporate Governance Committee. (2009). *Belgische Corporate Governance Code 2009*.
- Tilleman, B. (2005). *Bestuur van vennootschappen*. Die Keure.
- Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, 69(1), 1-35.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.
- Ulrich, D., & Barney, J. B. (1984). Perspectives in organizations: Resource dependence, efficiency, and population. *The Academy of Management Review*, 9(3), 471-481.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113-142.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: A ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.

- Weimer, J., & Pape, J. C. (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 7(2), 152-166.
- Weisbach, M. S. (1988). Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- Williamson, O. E. (1984). Corporate Governance. *Yale Law Journal*, 1197-1229.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185-211.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15(2), 291-334.
- Wetboek van Vennootschappen, actuele versie op [www.juridat.be](http://www.juridat.be)

# Bijlagen

---

## **Bijlage I: Bedrijvenlijst**

AB Inbev	Rentabiliweb Group
Ablynx	Resilux
Agfa-Gevaert	Rosier
Arseus	Roularta
Barco	SABCA
Bekaert	SVK
Belgacom	Sioen Industries
CFE	Solvay
CMB	Telenet
Campine	Ter Beke
ColruytGroup	Tessengerlo Group
Connect Group	ThromboGenics
D'ieteren	Tigenix
Deceuninck	Transics International
DelhaizeGroup	UCB
EVS	Umicore
Eckert & Ziegler	Van de Velde
Econocom Group	Zetes Industries
Elia Systems Operator	
Euronav	
Exmar	
Fountain	
Galapagos	
Greenyard Foods	
Hamon	
IBA	
Jensen	
Keyware Technologies	
Kinopolis Group	
Lotus Bakeries	
MDxHealth	
Melexis	
Miko	
Mobistar	
Nyrstar	
Option	
Picanol	
Real Dolmen	
Recticel	

## Auteursrechtelijke overeenkomst

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

**Politici als externe bestuurders**

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

Jaar: **2014**

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,

**Neyens, Pieter**

Datum: **22/08/2014**