

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

## Masterproef

Meerdere bestuurdersmandaten en bedrijfsprestaties.

Promotor :  
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Bernd Daelmans

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

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

## Masterproef

Meerdere bestuurdersmandaten en bedrijfsprestaties.

Promotor :  
Prof. dr. Wim VOORDECKERS

Bernd Daelmans  
*Proefschrift ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste  
economische wetenschappen*



## Woord vooraf

Deze masterproef vormt het slotstuk tot mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen: Innovatie en Ondernemerschap. Dit onderzoek vormt het knooppunt voor al de kennis en vaardigheden opgedaan gedurende de gehele academische carrière. Tevens zet ik met dit eindwerk een eerste stap in de onderzoekswereld. Deze afsluitende opdracht is de ideale kans om de theorie om te zetten in de praktijk en dan nog wel in een eigen onderzoek. Het is vanzelfsprekend dat een eerste onderzoek niet zonder obstakels verloopt. Het is daarom nodig om een beroep te doen op de ervaring en steun van anderen, waarvoor ik hen al oprecht wil bedanken. Deze masterproef is het resultaat van een semester hard werk en ik ben zeer tevreden met het eindresultaat.

Graag wil ik nog enkele personen bedanken die een zeer waardevolle bijdrage hebben geleverd tot dit resultaat. Allereerst zou ik graag mijn promotor Prof. Dr. Wim Voordeckers bedanken voor de uitstekende begeleiding. Gedurende de masterproef was u meermaals een belangrijk aanspreekpunt voor de nodige uitleg en advies.

Daarnaast wil ik nog graag mijn familieleden, vrienden en andere personen bedanken voor hun steun en bijdrage. Jullie belangstelling heeft ervoor gezorgd dat ik deze masterproef tot een goed einde heb gebracht. In het bijzonder had ik graag mijn ouders bedankt. Zij hebben mij de kans gegeven om verder te studeren en hebben me mijn hele academische carrière ten volle gesteund.

Bedankt en veel leesplezier!

Bernd Daelmans



## Samenvatting

Corporate governance heeft de laatste jaren aan populariteit gewonnen. De nood aan richtlijnen voor een deugdelijk bestuur van een onderneming werd snel duidelijk toen enkele grote schandalen aan het licht kwamen. Een van de bekendste is het schandaal binnen de beursgenoteerde onderneming Enron waar managers miljoenen verduisterden, boekhouders bewijsmateriaal vernietigden en belastingen ontdoken werden door honderden dochtervennootschappen op te zetten. Deze schandalen hebben aangetoond dat er dringend nood was aan regelgeving om belanghebbenden te beschermen. In de Verenigde Staten heeft de Sarbanes-Oxley (SOx) wet van 2002 gezorgd voor een wettelijk kader omtrent de corporate governance van een bedrijf. In België werd in het begin van 2004 een commissie opgericht die datzelfde jaar een eerste versie publiceerde van de Belgische Corporate Governance Code. Een belangrijk onderwerp in de corporate governance is de samenstelling en werking van de Raad van Bestuur. Drukbezette bestuurders zijn hier een belangrijk onderdeel van, omdat ze de optimale werking van de raad kunnen hinderen. Het is dan ook niet verwonderlijk dat we in veel corporate governance codes de aanbeveling terugvinden om een limiet te leggen op het aantal mandaten dat een bestuurder mag uitoefenen. Zo zouden drukbezette bestuurders niet meer in staat zijn om hun controlefunctie efficiënt uit te voeren. Toch bestaat er in de academische wereld nog heel wat controverse over de impact van drukbezette bestuurders op de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Zo zijn er studies die de nadelen benadrukken van een drukbezette bestuurder en studies die een positief effect laten zien. In deze masterproef trachten we dan ook om het effect te onderzoeken van drukbezette bestuurders op de bedrijfsprestaties en dit in een Belgische context.

Deze studie is voornamelijk opgebouwd rond twee centrale hypothesen die voortkomen uit de academische wereld: de reputatiehypothese en de busyness hypothese. De reputatiehypothese is gebaseerd op het argument dat het hebben van meerdere bestuurdersmandaten een signaal is voor reputatie. Het aantal bestuurdersmandaten reflecteert de vraag naar de bestuurder om te zetelen als adviseur of extern bestuurder in een Raad van Bestuur. Deze vraag signaleert de bekwaamheid van de bestuurder. Doordat competente bestuurders met de juiste capaciteiten schaars en gewild zijn, zal dit ertoe leiden dat deze bestuurders meer mandaten zullen uitoefenen dan hun minder bekwame collega's. Meerdere mandaten zorgen voor prestige, naambekendheid en commerciële contacten. Bovendien zouden ze meer ervaring hebben, beter advies verlenen en efficiënter controleren wat resulteert in een strikter toezicht op het management met betere beslissingen tot gevolg.

De busyness hypothese stelt echter dat drukbezette bestuurders niet in staat zijn hun functie naar behoren uit te voeren. Tijd is immers niet oneindig en het houden van meerdere bestuurdersmandaten kan de bestuurder in kwestie zoveel werk opleveren dat er geen effectief toezicht wordt gehouden op het management. Bovendien zorgt dit ervoor dat ze minder frequent aanwezig gaan zijn op belangrijke vergaderingen en deze minder goed voorbereiden. In de academische literatuur vinden we heel wat voor- en nadelen van drukbezette bestuurders en hun impact op de bedrijfsprestaties. Het spreekt voor zich dat elk bedrijf anders is en hun behoefte naar advies en controle dus ook verschillen. De verwachtingen zijn dan ook dat drukbezette bestuurders een positief effect zullen hebben op bedrijven waar een grotere nood is aan advies, en een negatief effect op bedrijven waar er meer nood is aan controle.

Vooraleer we onze hypothesen gaan opstellen gaan we eerst proberen een zo goed mogelijk beeld te krijgen van het ontstaan van de verschillende corporate governance codes en de evolutie hiervan. Daarna bekijken we de verschillende rollen, de werking en de samenstelling van de Raad van Bestuur binnen een onderneming. We bekijken de diverse rollen die een Raad van Bestuur kan aannemen op basis van het model ontwikkeld door Hung (1988). Hij typeert deze rollen aan de hand van diverse theorieën die de basis vormen voor ons onderzoek. Allereerst bekijken we de netwerk rol die vanuit de resource dependency theorie tot stand komt. Deze theorie stelt voorop dat bedrijven afhankelijk zijn van elkaar voor de toegang tot waardevolle bronnen. De Raad van Bestuur en haar leden fungeren als een verbintenis tussen het bedrijf en de externe omgeving. Een argument in het voordeel van drukbezette bestuurders kan zijn dat deze het voordeel bezitten van een breed netwerk. Dit breed netwerk kan de toegang tot cruciale bronnen (kapitaal, informatie, allianties, ...) vergemakkelijken. Daarnaast kunnen ze via interlocking directorships banden leggen tussen organisaties. Een director interlock is een sociale relatie die tot stand komt tussen twee bedrijven wanneer één enkel persoon zetelt in beide raden van bestuur. Op deze manier krijgt hij toegang tot diverse bedrijfsdetails wat voordelig kan zijn voor beide bedrijven. Naast de resource dependency theorie bekijken we de rol van de Raad van Bestuur uit een agency theory perspectief. De agency theory is een populaire theorie die stelt dat de scheiding tussen management en eigenaarschap kosten met zich meebrengt. De Raad van Bestuur heeft volgens deze theorie dan ook een belangrijke controlerende rol. Het is dus de verantwoordelijkheid van de Raad van Bestuur om via toezicht de agency kosten eigen aan de scheiding van eigendom en controle te beperken. Een belangrijk voordeel van externe bestuurders is hun onafhankelijkheid ten opzichte van het bedrijf. Deze onafhankelijkheid zorgt ervoor dat ze hun functie als monitor en controleur van het management efficiënter

kunnen uitoefenen. Tot slot bespreken we nog kort de ondersteunende rol vanuit de managerial hegemony theorie.

Vervolgens proberen we een onderscheid te maken tussen bedrijven op basis van hun nood aan advies en controle. Zo maken we het onderscheid op basis van complexiteit, leeftijd en groeipotentieel. Complexiteit meten we in deze studie aan de hand van drie verschillende variabelen: de schuldgraad, de grootte en de mate van diversificatie. Deze variabelen gebruiken we als modererende variabelen in ons onderzoeksmodel. Allereerst bekijken we de relatie tussen onze onafhankelijke variabele (drukbezette bestuurders) op de afhankelijke variabele (bedrijfsprestaties). Nadien onderzoeken we het effect van de modererende variabelen op deze relatie. Volgens sommige studies hebben complexe bedrijven een grote nood aan advies. We vermoeden dus dat de mate van complexiteit van een onderneming de relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties positief beïnvloedt. Naast complexiteit bekijken we ook de leeftijd van een onderneming. Jongere bedrijven hebben meestal te maken met een hoge groei en hebben bovendien minder ervaring op het vlak van management. Ze krijgen vaak te maken met een hoge graad van onzekerheid en informatieasymmetrie. Drukbezette bestuurders kunnen een waardevolle bijdrage leveren op het vlak van ervaring en netwerk. De adviserende rol van de Raad van Bestuur is bij jonge bedrijven dus zeer belangrijk. Tot slot bekijken we nog bedrijven die te maken hebben met een hoge groei van de omzet. Essentieel voor groeiende bedrijven is het verzamelen en analyseren van data. De Raad van Bestuur speelt een belangrijke rol bij het interpreteren van deze informatie.

Tot slot proberen we om onze opgestelde hypothesen empirisch te toetsen. Deze testen worden uitgevoerd op bedrijfsgegevens uit de jaarrekeningen van 2012 die beschikbaar zijn in de Bel-First database. De steekproef waarop we onze analyses uitvoeren bestaat uit 184 niet-beursgenoteerde kleine en middelgrote ondernemingen. Er is echter geen duidelijk verband gevonden tussen onze onafhankelijke en afhankelijke variabele. Drukbezette bestuurders zijn dus niet per definitie goed of slecht voor een onderneming. Dit kan te wijten zijn aan een aantal ontbrekende factoren in ons model. Ook bij het testen van onze modererende variabelen kunnen we geen eenduidige conclusies trekken. Op basis van onze empirische testen vinden we geen significante relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties. Bovendien wordt deze relatie ook niet beïnvloed door de complexiteit, de leeftijd en de potentiële groei van een bedrijf.





# Inhoudsopgave

<b>Woord vooraf .....</b>	<b>.....</b>
<b>Samenvatting .....</b>	<b>.....</b>
<b>Inhoudsopgave .....</b>	<b>.....</b>
<b>Lijst van figuren .....</b>	<b>.....</b>
<b>Lijst van tabellen .....</b>	<b>.....</b>
<b>1 Probleemsituering .....</b>	<b>1</b>
<b>2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen .....</b>	<b>5</b>
<b>3 Literatuurstudie .....</b>	<b>7</b>
3.1 <i>Corporate Governance</i> .....	7
3.1.1 Ontstaan .....	7
3.1.2 Heden .....	9
3.2 <i>Raad van Bestuur</i> .....	10
3.2.1 Rol.....	10
3.2.1.1 Netwerk rol en de resource dependency theory.....	12
3.2.1.2 Controle rol en de agency theory .....	13
3.2.1.3 Ondersteunende rol en managerial hegemony .....	13
3.2.1.4 Coördinerende rol en de stakeholder theory .....	14
3.2.1.5 Strategische rol en de stewardship theory .....	15
3.2.1.6 Onderhoudende rol en institutional theory .....	15
3.2.2 Doel, autoriteit en verantwoordelijkheid .....	16
3.2.3 Werking.....	17
3.2.3.1 Graad van betrokkenheid .....	18
3.2.3.2 Vergaderfrequentie .....	18
3.2.3.3 Beslissingsproces .....	18
3.2.3.4 Evaluatie .....	19
3.2.4 Samenstelling .....	19
3.2.4.1 Soorten bestuurders .....	20
<b>4 Hypotheseformulering .....</b>	<b>23</b>
4.1 <i>Reputatie hypothese</i> .....	23
4.2 <i>Busyness hypothese</i> .....	24

4.3	<i>Trade-off</i> .....	26
4.4	<i>Modererende variabelen</i> .....	27
4.4.1	Bedrijfskenmerken.....	27
4.4.1.1	Complexiteit .....	27
4.4.1.2	Leeftijd van de onderneming .....	30
4.4.1.3	Groei .....	32
4.5	<i>Overzicht</i> .....	33
<b>5</b>	<b>Methodologie</b> .....	<b>35</b>
5.1	<i>Data</i> .....	35
5.1.1	Populatie.....	36
5.1.2	Steekproef .....	37
5.2	<i>Variabelen</i> .....	39
5.2.1	Overzicht.....	39
5.2.2	Bedrijfsprestaties .....	40
5.2.3	Meerdere bestuurdersmandaten .....	41
5.2.4	Modererende variabelen.....	43
5.2.4.1	Diversificatie .....	43
5.2.4.2	Schuldgraad.....	43
5.2.4.3	Grootte .....	44
5.2.4.4	Leeftijd .....	44
5.2.4.5	Groei .....	44
5.2.5	Controlevariabelen.....	45
5.3	<i>Methode</i> .....	45
<b>6</b>	<b>Empirische resultaten</b> .....	<b>47</b>
6.1	<i>Vorbereiding</i> .....	47
6.1.1	Outliers .....	47
6.1.2	Verdeling residuen.....	48
6.1.3	Homoscedasticiteit.....	50
6.1.3.1	Visueel .....	50
6.1.3.2	Statistische toets.....	51
6.1.4	Lineariteit .....	52
6.1.5	Multicollineariteit .....	53
6.2	<i>Beschrijvende statistiek</i> .....	56
6.3	<i>Regressieanalyse</i> .....	59
6.3.1	Drukbezette bestuurders en bedrijfsprestaties.....	60
6.3.1.1	Robuustheidstesten .....	61

6.3.2	Complexiteit .....	63
6.3.3	Leeftijd .....	67
6.3.4	Groei .....	68
6.4	<i>Marginale effecten</i> .....	70
6.4.1	Diversificatie .....	71
6.4.2	Schuldgraad.....	72
6.4.3	Grootte.....	73
6.4.4	Leeftijd .....	74
6.4.5	Groei .....	75
<b>7</b>	<b>Conclusies.....</b>	<b>77</b>
7.1	<i>Literatuur</i> .....	77
7.2	<i>Empirie</i> .....	78
7.3	<i>Beperkingen</i> .....	80
	<b>Lijst van geraadpleegde werken .....</b>	<b>83</b>



## Lijst van figuren

Figuur 3-1: A typology of the theories of the roles of governing boards (Hung, 1998).....	11
Figuur 5-1: KMO-drempels (Europese Commissie , 2003) .....	36
Figuur 5-2: Onderzoeksmodel .....	39
Figuur 6-1: Histogram Residuen RoA .....	49
Figuur 6-2: P-P Plot Residuen RoA .....	49
Figuur 6-3: Histogram Residuen oRoA .....	49
Figuur 6-4: P-P Plot Residuen oRoA .....	49
Figuur 6-5: Histogram Residuen Nettowinstmarge .....	49
Figuur 6-6: P-P Plot Residuen Nettowinstmarge.....	49
Figuur 6-7: Spreidingsdiagram RoA.....	50
Figuur 6-8: Spreidingsdiagram oRoA.....	51
Figuur 6-9: Spreidingsdiagram Nettowinstmarge .....	51
Figuur 6-10: Drukbezette Raad van Bestuur en bestuurders .....	57
Figuur 6-11: Diversificatie .....	58
Figuur 6-12: Leeftijd .....	59
Figuur 6-13: Grafiek aantal drukbezette Raden van Bestuur .....	62
Figuur 6-14: Marginaal effect – Diversificatie .....	71
Figuur 6-15: Marginaal effect - Schuldgraad.....	72
Figuur 6-16: Marginaal effect - Grootte .....	73
Figuur 6-17: Marginaal effect - Leeftijd .....	74
Figuur 6-18: Marginaal effect - Gemiddelde groei.....	75



## Lijst van tabellen

Tabel 6-a: Outliers.....	48
Tabel 6-b: Heteroscedasticiteit .....	52
Tabel 6-c: Variance inflation factors.....	54
Tabel 6-d: Correlatie.....	55
Tabel 6-e: Beschrijvende statistieken .....	56
Tabel 6-f: Frequentietabel diversificatie .....	58
Tabel 6-g: Frequentietabel Leeftijd .....	59
Tabel 6-h: Regressiecoëfficiënten: Drukbezette bestuurders.....	60
Tabel 6-i: Robuustheidstesten .....	62
Tabel 6-j: Regressiecoëfficiënten: Complexiteit .....	65
Tabel 6-k: Regressiecoëfficiënten: Interactie .....	66
Tabel 6-l: Regressiecoëfficiënten: Leeftijd .....	68
Tabel 6-m: Regressiecoëfficiënten: Groei.....	69





# 1 Probleemsituering

Vandaag de dag gaat er overal ter wereld veel aandacht uit naar de corporate governance van een bedrijf. Dit is grotendeels het gevolg van verschillende schandalen in grote beursgenoteerde bedrijven zoals Enron, WorldCom of meer recent Group-On. Het Enron schandaal, dat aan het licht kwam in 2001, omvatte naast het mooier voorstellen van de winstcijfers ook nog aanzienlijke belastingontduiking. Deze gebeurtenissen hebben aangetoond dat er nood was aan een leidraad en regelgeving omtrent het deugdelijk bestuur van een onderneming en haar raad van bestuur. Een belangrijk onderdeel van dit deugdelijk bestuur en populair discussiepunt is het aantal mandaten van een bestuurder en de invloed hiervan op de kwaliteit van zijn werk.

Dit fenomeen om meerdere mandaten uit te oefenen is niet onbekend en wordt tegenwoordig vaker uitgelicht in de media (Trends, 2013; De Tijd, 2013). Het debat over het feit dat drukbezette bestuurders een positieve of negatieve impact hebben op de onderneming is vandaag zeer populair. We merken op dat veel bestuurders vaak onder sociale druk, terecht of onterecht, afstand doen van enkele van hun mandaten. Echter blijft de vraag of dit debat relevant is tot vandaag onbeantwoord. Dankzij de diverse wetten en richtlijnen inzake governance en deugdelijk bestuur is er heel wat vooruitgang geboekt om bedrijven optimaal te laten werken en frauduleuze activiteiten te voorkomen. Toch is er in de academische wereld nog heel wat controverse over de impact van meerdere bestuurdersmandaten op de raad van bestuur en de prestaties van een onderneming.

Een voor de hand liggend nadeel van drukbezette bestuurders is het gebrek aan tijd. Zo stelt de *busyness hypothesis* dat drukbezette bestuurders, dankzij een overvolle agenda, niet in staat zijn om hun functie efficiënt te kunnen uitvoeren. Daarnaast zouden ze het te druk hebben om bestuursvergaderingen grondig voor te bereiden (Harris & Shimizu, 2004) of zijn ze zelfs niet aanwezig (Jiraporn, Davidson, DaDalt, & Ning, 2009).

Andere studies focussen zich op de relatie tussen het aantal mandaten en de invloed op de bedrijfsprestaties. Fich & Shivdasani (2006) komen tot het besluit dat bedrijven met een drukbezette Raad van Bestuur te maken hebben met een zwakkere corporate governance, lagere market-to-book ratios, zwakkere winstgevendheid en een lagere gevoeligheid van een CEO wissel ten opzichte van de bedrijfsprestaties. Ferris, Jagannathan, & Pritchard (2003) vinden daarentegen geen significante relatie tussen de market-to-book ratio en het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder. Core, Holthausen, & Larcker (1999) rapporteren op hun beurt dat CEOs van bedrijven met drukbezette bestuurders vaak overmatig worden

gecompenseerd, wat een negatief effect heeft op de bedrijfsprestaties. Bovendien wijst dit op het feit dat een drukbezette Raad van Bestuur het management minder goed controleert wat leidt tot een toename aan agency kosten. Conyon & Read (2006) tonen aan dat bestuurders te veel tijd spenderen aan extra onafhankelijke mandaten dan wenselijk is en dit een negatieve impact heeft op de onderneming waar ze tewerkgesteld zijn.

Tevens zijn er studies over meerdere bestuurdersmandaten en hun effect op de bedrijfsprestaties die argumenteren dat bijkomende bestuurdersmandaten ook voordelig kunnen zijn. Bestuurders met meerdere mandaten hebben meer ervaring, zijn betere adviseurs en zijn beter in het observeren van de onderneming. Zo stelt de studie van Field, Lowry, & Mkrtchyan (2013) dat hoewel drukbezette bestuurders hun controlerol minder efficiënt kunnen uitoefenen, ze dankzij hun ervaring en breed netwerk uitblinken als adviseur. Zij stellen dan ook dat de steekproef in de studie van Fich & Shivdasani (2006) bestaat uit goed gevestigde bedrijven (Forbes 500) die bijzonder weinig voordeel halen uit drukbezette bestuurders. Field, Lowry, & Mkrtchyan (2013) focussen zich in hun studie op bedrijven die een grotere nood hebben aan advies dan aan controle. Hun steekproef bestaat uit bedrijven die net zijn overgegaan tot een Initial Public Offering (IPO). Hier wegen de voordelen van de ervaring van drukbezette bestuurders duidelijk op tegen de mogelijke kosten die deze met zich mee brengen. Perry & Peyer (2005) houden in hun studie rekening met het aandeelhouderschap van de bestuurders. Zij komen in hun studie tot de conclusie dat wanneer bestuurders een sterke incentive hebben om de aandeelhouderswaarde te verhogen, bijkomende mandaten leiden tot een positieve impact op de bedrijfswaarde.

Daarnaast beweren Fama (1980) en Fama & Jensen (1983) dat de markt voor bestuurders een belangrijke drijfveer is voor bestuurders om een reputatie uit te bouwen. Bijkomende onafhankelijke mandaten zorgen voor prestige, naambekendheid en commerciële contacten (Mace, 1986). Empirische ondersteuning voor de *reputatie hypothese* vinden we terug in een aantal studies. Zo leveren volgende werken verder bewijs dat betere bestuurders vaker gevraagd worden voor een Raad van Bestuur: Gilson (1989, 1990), Kaplan & Reishus (1990), Brickley, Linck, & Coles (1999), Coles & Hoi, (2003), Fich & Shivdasani (2007), Bugeja, Rosa, & Lee (2009). Als resultaat hiervan wordt het aantal mandaten van een bestuurder vaak gebruikt als proxy voor bestuurderskwaliteit in de externe arbeidsmarkt (Brown & Maloney, 1999; Shivdasani, 1993; Vafeas, 1999). Dit wijst erop dat bedrijven een toenemende vraag zullen hebben naar gereputeerde bestuurders voor hun Raad van Bestuur.

De vraag blijft echter bestaan of er al dan niet nood is aan beperkingen van het aantal mandaten dat een bestuurder mag uitoefenen. Zo bestaan er reeds aanbevelingen door de

National Association of Corporate Directors (in 1996), de Council of Institutional Investors (in 2003) en de Institutional Shareholder Services (in 2009) om een limiet te leggen op het aantal mandaten dat een bestuurder uitoefent. Daarnaast vinden we zelfs in de Belgische Corporate Governance Code (2009) de aanbeveling voor bestuurders om niet meer dan vijf bestuursmandaten in beursgenoteerde ondernemingen op te nemen. In tegenstelling tot Fich & Shivdasani (2006) beweren Ferris, Jagannathan, & Pritchard (2003) echter dat drukbezette bestuurders even effectief zijn als hun niet-drukbezette collega's op vlak van hun controlefunctie. De vraag is dan of deze aanbevolen limieten terecht zijn.

In deze studie zullen we nagaan welk effect meerdere bestuurdersmandaten hebben op de bedrijfsprestaties. We testen het effect van de *busyness hypothesis* en de *reputatie hypothesis* en kijken welke hypothese primeert en onder welke omstandigheden. We testen deze bestaande hypothesen in een Belgische context op een steekproef van Belgische kleine en middelgrote ondernemingen.



## 2 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

Uit de probleemstelling leiden we de volgende centrale onderzoeksvraag af:

***Welk effect heeft het hebben van meerdere bestuurdersmandaten op de bedrijfsprestaties en onder welke omstandigheden?***

Om deze onderzoeksvraag te beantwoorden gaan we het probleem opdelen in enkele deelvragen. Als eerste gaan we het belang van de Raad van Bestuur binnen een bedrijf onderzoeken. We vertrekken vanuit het ontstaan van de corporate governance wereldwijd en gaan bekijken hoe de rol van de Raad van Bestuur binnen een bedrijf is geëvolueerd. Om de centrale onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden is het noodzakelijk om een goed inzicht te krijgen in dit bestuursorgaan. Onze eerste deelvraag is dus bijgevolg:

- Welke rol speelt de Raad van Bestuur binnen een bedrijf?

Omdat we in dit onderzoek trachten te achterhalen of een drukbezette Raad van Bestuur nadelig of voordelig is voor de prestaties van een bedrijf is het belangrijk om een inzicht te krijgen in de samenstelling van de Raad van Bestuur en haar leden. We trachten enkele verschillende soorten bestuurders te onderscheiden en een inzicht te krijgen in hun bijdrage tot een effectieve Raad van Bestuur. De tweede deelvraag die we volgens een literatuurstudie proberen te beantwoorden is:

- Hoe wordt de Raad van Bestuur samengesteld en welke soorten mandaten kunnen we onderscheiden?

De kern van dit onderzoek is echter het achterhalen of drukbezette bestuurders een positief of negatief effect hebben op de bedrijfsprestaties. Aan de hand van de voorop gestelde hypothesen trachten we via statistische analyse een oordeel te vormen over onze hoofdhypothese. De busynesshypothese doet ons vermoeden dat drukbezette bestuurders nadelig zijn voor de ondernemingsprestaties, in tegenstelling tot de reputatiehypothese die de talrijke voordelen van meerdere bestuurdersmandaten aanhaalt. Onze hoofdvraag proberen we te beantwoorden op basis van gegevens van Belgische kleine en middelgrote ondernemingen.



## **3                    Literatuurstudie**

### **3.1                  Corporate Governance**

We starten deze literatuurstudie met een analyse van het ontstaan van corporate governance in een internationale en Belgische context. De Raad van Bestuur is een belangrijk onderdeel van de corporate governance wereldwijd. Om een antwoord te vormen op de eerste deelvraag in dit onderzoek is het dus noodzakelijk om een inzicht te krijgen in het ontstaan van corporate governance en de Raad van Bestuur. Het ontstaan en evolueren van corporate governance wereldwijd heeft bovendien veel aandacht gekregen van de academische wereld dankzij allerhande schandalen wereldwijd in bekende beursgenoteerde bedrijven (Enron, WorldCom, Group-On). Vandaag de dag krijgt iedere onderneming, klein of groot, nog altijd te maken met diverse corporate governance vragen. Een studie van Gabrielsson & Huse (2005) heeft het belang van goede governance aangetoond voor kleine en middelgrote ondernemingen en zouden volgens hun essentieel zijn voor economische ontwikkeling en groei. Hoewel er vele corporate governance mechanismen bestaan is de Raad van Bestuur één van de belangrijkste. Deze raad krijgt dan ook veel aandacht in de diverse corporate governance codes wereldwijd.

#### **3.1.1              Ontstaan**

De eerste code is tot stand gekomen in 1978 in de Verenigde Staten. Deze tijd werd gekenmerkt door vijandige overnames om een machtsimperium op te bouwen. De graad van betrokkenheid van de Raad van Bestuur is rond deze tijd dan ook toegenomen van slechts een goedkeurende raad naar een actievare raad met formele taken zoals het toezicht houden op het management, het controleren van de financiële prestaties, toezicht houden op de *corporate social responsibility* (CSR) en verzekeren dat alles wettelijk verloopt. Een tweede code werd ingevoerd door de Hong Kong Stock Exchange in 1989. In 1992 werd The Cadbury Report gepubliceerd die onder andere pleitte voor onafhankelijke bestuurders, grotere betrokkenheid van aandeelhouders, de oprichting van comités en het principe van '*comply or explain*'. Deze corporate governance diende tevens als leidraad voor andere codes. Indien we kijken naar de evolutie van het aantal governance codes die ingesteld werden in de wereld merken we een explosie in de toename vanaf 1993 (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).

Historisch gezien zijn de corporate governance codes ontstaan als aanvulling op de wetgeving. Op deze manier kunnen gebreken in de wetgeving met betrekking tot de



investeerders worden opgelost en verbeteren ze het governance systeem zonder de bestaande wetgeving te veranderen. Deze codes zijn gebaseerd op vrijwilligheid maar bedrijven worden er vaak, onder druk van de markten, toe gedwongen om deze toe te passen. Hier geldt het principe van '*comply or explain*' wat inhoudt dat de code ofwel wordt toegepast, ofwel wordt uitgelegd waarom deze niet wordt toegepast. Deze codes zijn tot stand gekomen dankzij de bijdragen van de verschillende stakeholders van een onderneming zoals de beurzen, de overheid, de associatie van bestuurders/managers, beroepsverenigingen en investeerders (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).

Een van de opmerkelijkste verschillen die bestaan tussen de verschillende corporate governance systemen wereldwijd is het verschil in structuur van eigendom en controle van een bedrijf. Zo merken we op dat in landen zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk het eigenaarschap wijd verspreid is en dat de onderneming sterk georiënteerd is op de aandeelhouders. Economische relaties zijn van korte termijn en het belang van de aandelenmarkt in de nationale economie is hoger dan in andere Corporate Governance systemen. Er bestaat een actieve externe markt voor corporate control zoals fusies, overnames, *proxy fights* en *leveraged buy-outs*. In landen zoals Duitsland, Frankrijk en Japan is het aandeelhouderschap meer geconcentreerd. Economische relaties zijn dan ook gericht op de lange termijn. In deze systemen bouwen de bedrijven vaak sterke banden met de werknemers en banken (Germaans systeem en Japan) en financiële holdings, de overheid, families en oligarchische groepen (Latijns systeem). Het is dan ook noodzakelijk om een onderscheid te maken tussen de verschillende politieke invloeden in bepaalde landen. Zo zijn er tussen deze landen belangrijke juridische verschillen die een invloed hebben op de diverse corporate governance systemen. In de Angelsaksische landen is de wet gebaseerd op *common law* en zien we een marktgeoriënteerd corporate governance systeem. In het Germaanse en Latijnse systeem en in Japan is er sprake van een netwerkgeoriënteerd systeem en een wettelijk systeem gebaseerd op *civil law* (La Porta et al., 1998; Weimer & Pape, 1999).

Deze verschillen leiden tot de discussie over welke systeem het beste is. Het antwoord op deze vraag hangt echter af van veel factoren. Zo zien we dat de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk sterk vertrouwen op de wettelijke bescherming van investeerders wat zorgt voor een breed verspreid aandeelhouderschap. In continentaal Europa en Japan vertrouwt men minder op de wettelijke bescherming maar eerder op grote investeerders en banken. In de rest van de wereld is er vooral familiaal aandeelhouderschap. Zowel de Verenigde Staten, Duitsland als Japan hebben succesvolle corporate governance systemen. Dit houdt in dat er geen optimale code bestaat die wereldwijd gebruikt kan worden. Daarnaast blijkt de politiek een grotere rol te spelen dan de economische efficiëntie (Shleifer

& Vishny, 1997). Het is wel opmerkelijk dat de verschillende systemen naar elkaar convergeren (Denis & John, 2003).

Bovendien zorgt de toenemende mondialisering en globalisering ervoor dat ondernemingen internationaal actief moeten zijn. De onderneming is dan ook de belangrijkste driver achter de economische groei en niet de overheid. Dit zorgt ervoor dat een bepaalde onderneming rekening moet houden met verschillende corporate governance codes (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004). Daarnaast is het voor investeerders ook gemakkelijker om wereldwijd actief te zijn dankzij de technologische vooruitgang. Dit effect wordt ook versterkt door het feit dat landen gaan 'bundelen' (Europese Unie). Een universele code is echter een onbereikbaar doel omdat de individuele ondernemingen en markten altijd afhankelijk zullen zijn van de lokale cultuur en gebruiken. Convergentie als doelstelling is belangrijk, toch zullen lokale gebruiken een sterke invloed behouden.

### **3.1.2 Heden**

In de Verenigde Staten heeft de Sarbanes-Oxley (SOx) wet van 2002 gezorgd voor een wettelijk kader omtrent de corporate governance van een bedrijf (Deakin & Konzelmann, 2004). Deze wet heeft er onder andere voor gezorgd dat het topmanagement van een bedrijf individueel aansprakelijk is voor de juistheid van de financiële gegevens. Daarnaast zijn ook de sancties voor frauduleuze financiële activiteiten veel ernstiger. Bovendien benadrukt de wet ook het belang van een goed werkende Raad van Bestuur. Zo maakt de wet aanbevelingen voor een optimale werking en samenstelling van de raad en haar comités. Deze wet legt echter geen beperkingen op het aantal bestuurdersmandaten dat een enkel persoon mag bezitten maar schrijft wel voor dat een bestuurder in staat moet zijn om efficiënt deel te nemen aan de raad van bestuur (Sarbanes-Oxley Act, 2002). Het effect van de invoering van deze maatregelen werd recent bestudeerd door Linck, Netter & Yang (2009). Deze studie rapporteert dat de raad van bestuur groter en onafhankelijker is geworden ten gevolge van de SOx-wet. Daarnaast is ook de compensatie voor bestuurders toegenomen wat er op wijst dat, dankzij de invoering van deze maatregelen, de werklast en het risico voor bestuurders is toegenomen. Deze gebeurtenissen gingen ook in de rest van de wereld niet onopgemerkt voorbij. Na de invoering van de SOx-wet zijn er soortgelijke wetten ingevoerd in onder andere Japan, Duitsland en Frankrijk .

In België werd in het begin van 2004 de Commissie Corporate Governance opgericht die eind 2004 de eerste versie van de Belgische Corporate governance code publiceerde. Vandaag maken we gebruik van twee corporate governance codes. Zo is er de Code Daems of de Corporate Governance Code 2009 voor beursgenoteerde bedrijven en de Code Buysse II voor niet-beursgenoteerde bedrijven. Ook in deze codes wordt het belang van een

goed werkende Raad van Bestuur aangehaald, dat mede wordt bepaald door het aantal mandaten van haar leden. De code haalt aan dat bestuurders moeten beschikken over de nodige competenties en voldoende tijd om hun functie als bestuurder op een efficiënte manier uit te voeren. Van een bestuurder wordt verwacht dat hij actief deelneemt aan de vergaderingen van de raad van bestuur. Dat houdt in dat hij zich voldoende voorbereidt, aanwezig is en actief participeert in de beraadslaging en de besluitvorming. Daarom geeft de Belgische Corporate Governance Code (2009) aan dat bestuurders niet meer dan vijf bestuursmandaten in beursgenoteerde vennootschappen in overweging mogen nemen. De Code Buysse II doet hierover geen aanbevelingen.

## **3.2 Raad van Bestuur**

### **3.2.1 Rol**

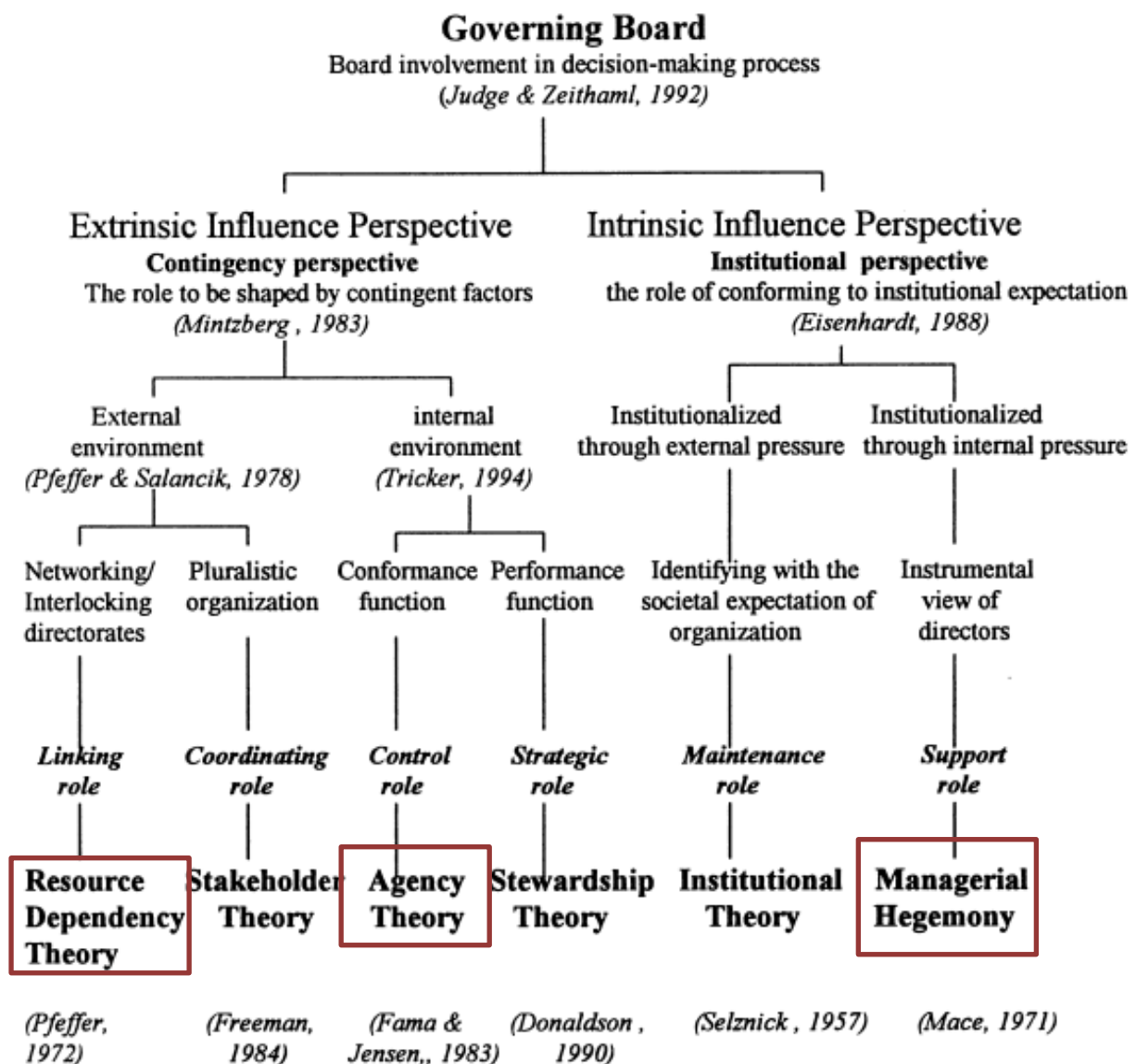
De rol van de Raad van Bestuur in een onderneming is in de academische wereld al vaak onderzocht. Als gevolg kunnen we de rollen op basis van verschillende kenmerken onderverdelen. De meest gebruikte theorieën om het belang aan te tonen van een Raad van Bestuur zijn onder andere de *agency theory* en de *resource dependency theory* (Johnson, Daily, & Ellstrand, 1996).

Andere onderzoekers zoals Hung (1998) doen het iets uitgebreider. Hij identificeert zes belangrijke rollen van de Raad van Bestuur: de netwerk, coördinerende, controle, strategische, onderhoudende en de ondersteunende rol. Deze rollen werden afgeleid en zijn gebaseerd op zes gangbare theorieën: *resource dependency* theorie, *stakeholder* theorie, *agency* theorie, *stewardship* theorie, institutionele theorie en *managerial hegemony*. Er wordt verder rekening gehouden met extrinsieke en intrinsieke invloeden, de impact van de externe en interne omgeving alsook de functionele of gedragsmatige benadering.

In deze studie baseren we ons vooral op de *agency theory* (controle rol) en de *resource dependency theory* (netwerk rol). Daarnaast geven we aan dat *managerial hegemony* een gevolg kan zijn van het bezitten van drukbezette bestuurders. Deze theorieën worden dan ook dieper uitgewerkt in tegenstelling tot de andere theorieën die kort worden uitgelegd en dienen als achtergrondinformatie.

Allereerst is het belangrijk om het begrip “drukbezette bestuurders” goed af te bakenen. We definiëren in deze studie drukbezette bestuurders als zij die buiten hun hoofdmandaat, nog twee externe mandaten uitoefenen. De rol van een drukbezette bestuurder is echter niet onmiddellijk duidelijk en kan verschillen van onderneming tot onderneming. De duale rol van de Raad van Bestuur kan ook andere eisen stellen aan de bijdrage van haar bestuurders. Zo

kan het nodig zijn dat een Raad van Bestuur in bepaalde ondernemingen méér moet controleren dan adviseren waar dit net andersom kan zijn in andere ondernemingen. In het opzetten van de probleemstelling hebben we al enkele potentiële voor- en nadelen aangehaald van het hebben van meerdere bestuurdersmandaten. In dit hoofdstuk bespreken we aan de hand van de vooropgestelde theorieën nog enkele specifieke voor- of nadelen. De onderstaande afbeelding geeft ons een schematisch overzicht van hoe deze diverse rollen tot stand komen uit de vooropgestelde theorieën en parameters.



Figuur 3-1: A typology of the theories of the roles of governing boards (Hung, 1998)

### **3.2.1.1      *Netwerk rol en de resource dependency theory***

De netwerk rol van de Raad van Bestuur wordt het best verklaard door de *resource dependency theory*. Deze theorie stelt voorop dat bedrijven afhankelijk zijn van elkaar voor de toegang tot waardevolle bronnen die ze proberen te controleren via het netwerk. De Raad van Bestuur en haar bestuurders fungeren als een verbintenis tussen het bedrijf en de externe omgeving (Lynall et al., 2003; Huse, 2007). De *resource dependency theory* argumenteert dat het lange termijn succes van een onderneming afhankelijk is van haar vermogen om de verbinding te maken met de externe omgeving (Pfeffer & Salancik, 1978). Deze theorie vindt zijn basis in de gedachte dat een onderneming voortdurend in contact staat met haar omgeving. Zo zal een typisch bedrijf bronnen aankopen, deze verwerken, en daarna weer terug verkopen. Daarom is het belangrijk dat bedrijven hun externe omgeving proberen te controleren en onzekerheid proberen te vermijden. Hier wordt ook het belang van meerdere bestuurdersmandaten duidelijk. Bestuurders met meerdere mandaten hebben in dit opzicht het voordeel van het netwerk. Ze leggen banden tussen hun bedrijf en haar omgeving wat de toegang tot cruciale bronnen kan vergemakkelijken zoals het verschaffen van kapitaal (Mizruchi & Stearns, 1994), toegang tot informatie (Haunschild & Beckman, 1998) en het vormen van allianties (Gulati & Westphal, 1999).

Een *interlocking directorship* is een van de belangrijkste vormen van het leggen van banden tussen organisaties. Een *interlock* is een sociale relatie die tot stand komt tussen twee bedrijven wanneer een enkel persoon lid is van de Raad van Bestuur van beide organisaties. Zetelen in een Raad van Bestuur geeft toegang tot diverse bedrijfsdetails (financiering, operaties, en strategie) wat ervoor kan zorgen dat bronnen zodanig worden gebruikt dat ze voordelig zijn voor beide verbonden bedrijven. *Interlocks* geven dus de mogelijkheid om bepaalde aspecten van beleid en bedrijfsvoering te beïnvloeden. Daarnaast worden *Interlocking directors* vaak gezien als communicatiemedium voor algemene informatie over de sectoren waarin ze opereren. Pfeffer & Salancik (1978) argumenteren dat *interlocking directorships* vaak worden gebruikt om om te gaan met de nood aan bronnen en het controleren van andere organisaties. Dit is dan ook de reden dat de *resource dependency theory* vaak wordt gebruikt om dit fenomeen te verklaren. Daarnaast worden director interlocks ook vaak gebruikt om een coalitie tussen de allergrootste bedrijven aan te gaan om zo gezamenlijke belangen veilig te stellen via lobbying.

We concluderen dat De Raad van Bestuur een uitstekend orgaan is om de onderneming te voorzien van cruciale bronnen (Hillman & Dalziel, 2003) en wordt gezien als een kritische schakel tussen de onderneming en de externe omgeving.

### **3.2.1.2      *Controle rol en de agency theory***

De Raad van Bestuur speelt ook een belangrijke interne rol in de onderneming. Zo stelt de *agency theory* dat dit orgaan een belangrijke rol speelt op het vlak van het controleren van het management en het oplossen van problemen in de agent-principaal relatie. Deze rol stamt rechtstreeks af van de verantwoordelijkheid van de Raad van Bestuur om het management te controleren in naam van de aandeelhouders. Het is de verwachting van het management om aandeelhouderswaarde te creëren. De scheiding van het eigenaarschap en het management in het bedrijf kan echter leiden tot managers die handelen in eigen belang in plaats van in het belang van het bedrijf (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Deze controle rol van de Raad van Bestuur is belangrijk vanwege de potentiële kosten die de onderneming oploopt indien het management haar eigen doelen nastreeft in plaats van die van de aandeelhouders. Het is dus de verantwoordelijkheid van de Raad van Bestuur om via toezicht de agency kosten eigen aan de scheiding van eigendom en controle te beperken.

Een belangrijk voordeel van externe bestuurders is hun onafhankelijkheid ten opzichte van het bedrijf. Dit zorgt ervoor dat ze op een onafhankelijke manier vragen kunnen stellen en beslissingen kunnen nemen. De Raad van Bestuur moet ervoor zorgen dat belangrijke informatie beschikbaar is voor externe stakeholders zodat deze het gedrag van het management en de bedrijfsprestaties op een correcte manier kunnen beoordelen. Op deze manier wordt het probleem van asymmetrische informatie gereduceerd tussen de contracterende partijen. Dit leidt tot een positief effect op de agency kosten omdat ze, vanwege hun onafhankelijkheid, hun functie als monitor en controleur van het management efficiënter uitoefenen met betere bedrijfsprestaties als gevolg. Het is dan ook niet verwonderlijk dat vele corporate governance instanties aanbevelingen doen om externe onafhankelijke bestuurders op te nemen in hun raden en comités (Belgische Corporate Governance Code, 2009; Code Buysse II, 2005; Sarbanes-Oxley Act, 2002).

### **3.2.1.3      *Ondersteunende rol en managerial hegemony***

Institutionele druk op de Raad van Bestuur kan verder ook voortkomen uit intern oorzaken. Dit effect kan worden verklaard aan de hand van *managerial hegemony*. Deze theorie argumenteert dat de professionalisering van het management van hedendaagse bedrijven ervoor heeft gezorgd dat de Raad van Bestuur slechts een goedkeurende rol heeft. De Raad van Bestuur doet dienst als “rubber stamp” en al de strategische beslissingen worden gedomineerd en voorbereid door professionele managers. Volgens Mace (1986) komt het vaker voor dat de Raad van Bestuur gebruikt worden als management tool om beslissingen van het professioneel management te ondersteunen. Deze ondersteunende rol is het resultaat van diverse objectieve en subjectieve factoren. De subjectieve factoren stellen dat

bestuurders die in de raad zetelen geen beslissingen maken onafhankelijk van het management dankzij drie redenen. Alseerst worden de meeste bestuurders benoemd door het management en kunnen dus ad nutum buiten gezet worden. Ten tweede worden managers gecoöpteerd in de organisatie en tot slotte halen ze een aantal voordelen uit hun mandaat wat hun een motief geeft om toegevend te handelen ten opzichte van het management. Daarnaast bestaan er ook objectieve factoren die leiden tot *managerial hegemony*. De Raad van Bestuur kan geen onafhankelijke beslissingen maken omdat ze zich baseren op informatie van het management. In een onderzoek van Adams & Ferreira (2007) wordt onder andere aangetoond dat de duale rol van de raad van bestuur, namelijk het controleren en het adviseren van het management, tot gevolg heeft dat de manager de afweging maakt over welke informatie hij al dan niet beschikbaar maakt aan de Raad van Bestuur. Aan de ene kant krijgt hij beter advies als hij meer informatie beschikbaar stelt, maar aan de andere kant heeft dit tot gevolg dat de raad zijn kwaliteiten beter kan beoordelen. Een vriendelijkere Raad van Bestuur ten opzichte van het management zou volgens Adams & Ferreira (2007) dus effectiever adviseren omdat ze meer informatie ter beschikking krijgen van het management.

Bovendien hebben bestuurders een relatief beperkte kennis van zaken om effectieve beslissingen te nemen. Volgens Harris & Shimizu (2004) hebben drukbezette bestuurders te weinig tijd om hun functie effectief voor te bereiden en uit te oefenen. Dit zou een van de redenen kunnen zijn dat de Raad van Bestuur slechts bestaat als een goedkeurend orgaan. In diverse Corporate Governance codes wordt aangehaald dat bestuurders genoeg tijd moeten vrij maken om hun functie effectief uit te voeren om te zorgen dat de betrokkenheid van de Raad van Bestuur verbeterd (Belgische Corporate Governance Code, 2009; Code Buysse II, 2005). De collegiale atmosfeer die heerst in de raad zorgt ook voor een negatieve impact op de betrokkenheid van de Raad van Bestuur. Bestuurders worden vaak uitgenodigd om in elkaars raden te zetelen en zijn vaak goede vrienden met een vergevende gezindheid tot gevolg. Aangehaalde redenen kunnen bijgevolg leiden tot *managerial hegemony*.

### **3.2.1.4 Coördinerende rol en de stakeholder theory**

Daarnaast is er een meer pluralistische benadering van de onderneming die zijn basis vindt in de *stakeholder theory*. Deze zegt dat er naast de eigenaars en werknemers nog verschillende groepen zijn in de maatschappij waarvoor de onderneming verantwoordelijk is. De naam impliceert dat er rekening gehouden wordt met elke *stakeholder* in tegenstelling tot de traditionele opvatting van een bedrijf waar alleen rekening wordt gehouden met de *shareholders*. Freeman (1984), als een van de belangrijkste grondleggers van de *stakeholder theory*, definieert een stakeholder als elke persoon of groep van personen die de

onderneming kan beïnvloeden of door de onderneming beïnvloedt kan worden. Volgens deze theorie heeft de onderneming het doel om de diverse belangen van deze verschillende groepen te balanceren. Dit houdt tevens in dat er bij de samenstelling van de Raad van Bestuur aandacht wordt besteed aan de vertegenwoordiging van elk van deze partijen. De Raad van Bestuur heeft in dit opzicht dan ook vooral een coördinerende rol ten opzichte van de onderneming en haar *stakeholders*.

### **3.2.1.5      *Strategische rol en de stewardship theory***

De *stewardship theory*, die de strategische rol van de Raad van Bestuur benadrukt, vindt zijn oorsprong in de management school die focust op de menselijke relaties. Volgens deze theorie willen managers hun werk goed doen en stellen ze het collectief belang voorop. In tegenstelling tot de *agency theory*, die zich baseert op het belangenconflict tussen management en eigenaars, is er volgens de *stewardship theory* geen sprake van opportunistisch gedrag. Vanuit dit standpunt zou de Raad van Bestuur zich niet bezig houden met controleren maar eerder met strategische zaken. Deze theorie pleit dan ook voor een actieve en participerende Raad van Bestuur binnen de onderneming die het management moet leiden om zo de missie en doelen van het bedrijf te realiseren. De *stewardship theory* veronderstelt dat elke persoon een rationeel en legaal gedrag vertoont. Op deze manier wordt er geen rekening gehouden met de onderlinge relatie tussen macht, conflicten en ideologie.

### **3.2.1.6      *Onderhoudende rol en institutional theory***

Vanuit een institutioneel perspectief wordt er gefocust op cognitieve en normatieve aspecten die betekenis en stabiliteit geven aan sociale organisaties. De hoofdgedachte van de institutionele theorie, volgens Ingram & Simons (1995), is dat organisaties beperkt worden door sociale regels en ze hun vorm en praktijk aanpassen naar de sociale gewoontes. Dit zorgt ervoor dat ook de rol van de Raad van Bestuur beperkt wordt tot datgene wat de status quo van de onderneming veilig stelt. De organisatie wordt geacht om te voldoen aan de sociale verwachtingen. De Raad van Bestuur heeft dus de taak om, dankzij deze sociale druk, te zorgen dat de onderneming ook voldoet aan deze verwachtingen. Dit houdt in dat er vaak formele controleprocedures worden opgezet die weinig bijdragen maar wel sociaal verwacht worden. Deze institutionele impact op de Raad van Bestuur omvat alle sociale regels en voorwaarden waaraan elke organisatie moet voldoen, wil ze ondersteuning en legitimiteit bekomen. Een kritiek op de institutionele theorie is het gebrek aan aandacht voor strategisch gedrag van organisaties als reactie op institutionele processen.



### 3.2.2 Doel, autoriteit en verantwoordelijkheid

De opvatting van de verantwoordelijkheid van de Raad van Bestuur is verschillend in de wereld (Denis & John, 2003). In sommige landen wordt de raad verwacht de aandeelhouderswaarde te beschermen en te zorgen voor een voldoende return op deze aandelen. In andere landen ligt de nadruk eerder op het beschermen van de werknemers van het bedrijf. Dit is te wijten aan de verschillende politieke en sociale klimaten waar bedrijven in opereren. Hoewel deze verschillen bestaan, is de Raad van Bestuur het hoogste regerend orgaan binnen de management structuur van iedere onderneming. Ze draagt de eindverantwoordelijkheid voor de prestaties van een bedrijf.

Om tot deze prestaties te komen is het takenpakket van de Raad van Bestuur zeer breed. Dit wordt wettelijk bepaald en de raad heeft “volheid van bevoegdheid” (Art. 522, Wetboek van Vennootschappen). Dit houdt in dat de raad alles mag beslissen, tenzij wettelijk anders bepaald. De raad is onder andere verantwoordelijk voor het opzetten van comités zoals bv. het directiecomité, auditcomité of remuneratiecomité. Deze comités kunnen, onder toezicht van de Raad van Bestuur, worden belast met een aantal bestuursbevoegdheden. De raad kan diverse bestuursbevoegdheden toewijzen aan een comité met uitzondering van het algemeen beleid van de vennootschap en alle handelingen die op grond van andere bepalingen van de wet aan de raad van bestuur zijn voorbehouden (Belgische Corporate Governance Code, 2009).

De Raad van Bestuur moet zich in de praktijk vooral bezig houden met belangrijke strategische zaken zoals de visie en de strategie van de onderneming, de groeiplannen, de ontwikkeling van *resources* op diverse vlakken, het beheren van strategische relaties en de opvolging (Nadler, 2004). De Raad van Bestuur houdt zich dus niet bezig met operationele beslissingen maar met de *big picture decisions*. Een belangrijke taak is het aansturen van het management en de eventuele familiale eigenaars. In familiebedrijven heeft de Raad van Bestuur een meer faciliterende en adviserende rol dan in niet-familiebedrijven (Poza, 2009). Dit is te wijten aan het feit dat er in de familiale onderneming rekening gehouden moet worden met de doelstellingen van zowel de onderneming als de familiale aandeelhouders. De Raad van Bestuur wordt geacht te strijden naar een balans tussen de familie en het bedrijf.

Daarnaast is de raad ook verantwoordelijk voor de benoeming en evaluatie van de CEO en het management (Belgische Corporate Governance Code, 2009). Voor de goedkeuring van de verloning van de CEO en het management kan de raad een remuneratiecomité opzetten. Dit comité staat in voor het waken over het vergoedingspakket van de CEO en het management. Daarnaast kan de Raad van Bestuur advies verlenen bij het bepalen van

dividenden, beslissingen i.v.m. aandelen (bv. stocksplit) en bij fusies en overnames (Useem, 2006). De Raad van Bestuur is daarnaast een uitstekend klankbord voor de CEO. De raad kan door het stellen van uitdagende en indringende vragen de CEO begeleiden bij moeilijke beslissingen. De raad moet er ook voor zorgen dat de besluitvaardigheid bij het management scherp blijft, zodat beslissingen niet op de lange baan worden geschoven. Dit kan vooral nodig zijn bij delicate familiale aangelegenheden zoals de opvolgingskwestie (Poza, 2009). In dit geval kan een goed functionerende Raad van Bestuur het opvolgingsproces objectiveren en zorgen voor de continuïteit van het bedrijf bij onverwachte situaties (overlijden van een familielid) (Montgomery & Kaufman, 2003). In deze situatie kan de raad helpen om moeilijke problemen tijdig aan te pakken.

Tevens is het ook de taak van de Raad van Bestuur om te zorgen voor financiële en operationele controle (Sarbanes-Oxley Act, 2002). Zo moeten ze instaan voor het de controle van de begroting, leningen, bewaken van de schuldgraad en de winstgevendheid van de onderneming. Bovendien kan de Raad van Bestuur bemiddelen in crisis- en conflictsituaties. Ze treedt in familiale zaken op als scheidsrechter tussen de betrokken partijen (Poza, 2009). In bedrijfssituaties krijgt de Raad van Bestuur vooral aandacht in een crisissituatie zoals slechte resultaten of een vijandig overnamebod. Toch heeft dit orgaan ook te maken met enkele problemen die zich vaak voordoen. Zo heerst er in een groot deel van de raden van bestuur een collegiale atmosfeer. Daarnaast worden bijna alle beslissingen unaniem genomen wat de collegialiteit benadrukt. Dit houdt in dat bepaalde delicate problemen vaak niet tijdig worden behandeld zoals de incompetentie van de CEO die een bepaalde foutmarge krijgt van zijn collega's. Bovendien is het ook de CEO die de agenda controleert van de Raad van Bestuur, de nodige informatie beschikbaar moet stellen, de aanstelling en de beloning van de bestuurders bepaald.

### **3.2.3 Werking**

Uit de voorafgaande alinea blijkt dat de Raad van Bestuur belast wordt met een breed takenpakket. De uitvoering van deze taken houdt in dat de raad zich goed moet organiseren om goede bedrijfsprestaties te waarborgen. Om een goed werkende Raad van Bestuur te bekomen moet er verder worden gekeken dan de verplichtingen opgelegd door de verscheidene Corporate Governance instanties (Nadler, 2004). We bespreken de werking van de Raad van Bestuur aan de hand van vier parameters: de graad van betrokkenheid, de vergaderfrequentie, het beslissingsproces en de evaluatie van de raad.

### **3.2.3.1      *Graad van betrokkenheid***

Allereerst hangt de werking van de Raad van Bestuur af van de graad van betrokkenheid (Nadler, 2004). Het is belangrijk om te weten in welke mate de bestuurders de beslissingen van het management en de richting van de onderneming zullen beïnvloeden. De betrokkenheid van de Raad van Bestuur varieert van een passieve raad (die alleen maar beslissingen goedkeurt) tot een leidende Raad van Bestuur (die belangrijke beslissingen neemt). Deze graad van betrokkenheid zal variëren naargelang de noden van de onderneming. Zo kan de onderneming tijdens crisissituaties baat hebben bij een zeer betrokken Raad van Bestuur die het management bijstaat. Volgens de *busyness hypothese* hebben drukbezette bestuurders te weinig tijd om hun functie efficiënt uit te voeren. Deze hypothese stelt bijgevolg dat drukbezette bestuurders minder betrokken zijn dan hun niet drukbezette collega's. Conyon & Read (2006) bevestigen dit in hun studie. Zij concludeerden dat bestuurders te veel mandaten houden en bijgevolg minder betrokken zijn bij de onderneming. Daarnaast is het belangrijk dat de Raad van Bestuur zich concentreert op de juiste taken. Omdat het takenpakket zo breed is, wordt er in de praktijk vaak gefocust op de wettelijke verplichtingen. Toch is het nuttig om als Raad van Bestuur actief op zoek te gaan naar die activiteiten die echt belangrijk zijn en die het meeste bijdragen tot de onderneming.

### **3.2.3.2      *Vergaderfrequentie***

Een goed werkende Raad van Bestuur dient meermaals per jaar te vergaderen. Volgens aanbevelingen van de Code Buysse II (2005) moet elke Raad van Bestuur vier vergaderingen houden van drie tot vier uur en een algemene jaarlijkse vergadering over de strategie. Deze vergaderingen zijn nodig om de Raad van Bestuur betrokken te houden bij het maken van belangrijke beslissingen en de relevante informatie ter beschikking te stellen. Ook de agenda is een essentieel onderdeel van de vergadering. Deze bepaalt echter wat er gediscussieerd wordt en in welke mate. Een van de nadelen van de agenda is dat deze historisch gezien bepaald wordt door het management. Dit zorgt ervoor dat veel vergaderingen van de raad veranderen in routineprocedures waar het management informatie presenteert en de bestuurders goedkeuring verlenen. Drukbezette bestuurders zouden ook op dit vlak nadelig zijn voor de Raad van Bestuur wegens een overvolle agenda. Ze zouden het te druk hebben om bestuursvergaderingen grondig voor te bereiden (Harris & Shimizu, 2004) of zijn zelfs niet aanwezig (Jiraporn, Davidson, DaDalt, & Ning, 2009).

### **3.2.3.3      *Beslissingsproces***

Een belangrijk aandachtspunt over de werking van de Raad van Bestuur is de manier waarop beslissingen worden genomen. We stelden eerder al dat beslissingen binnen de raad vaak unaniem worden genomen. Dit komt het collegiale karakter ten goede maar zorgt

niet noodzakelijk voor de beste beslissing. Aan de andere kant zorgt een formele stemming voor een grondigere discussie maar kan potentiële kampvorming tussen bestuurders voor moeilijkheden zorgen. Dit zorgt voor mogelijke obstakels in de werking van de raad. Drukbezette bestuurders (die onafhankelijk zijn) kunnen in dit opzicht zorgen voor de nodige objectiviteit wat het beslissingsproces positief kan beïnvloeden (Belgische Corporate Governance Code, 2009).

#### **3.2.3.4      Evaluatie**

Ten slotte is het belangrijk dat de Raad van Bestuur zichzelf en haar leden voortdurend evalueert. Mensen en organisaties kunnen niet leren zonder evaluatie en feedback. Deze evaluatie dient te gebeuren in groep als volledige raad en moet iedere bestuurder zichzelf individueel beoordelen en individueel beoordeeld worden door een andere bestuurder. Goed gekwalificeerde bestuurders zijn noodzakelijk om een goed functionerende raad te bekomen. Deze evaluatie geeft inzicht in welke bestuurders hulp nodig hebben, welke bestuurders belangrijk zijn en welke bestuurders minder bijdragen tot de raad (Nadler, 2004).

#### **3.2.4          Samenstelling**

Naast de rol en werking van de Raad van Bestuur is er in de academische wereld ook nog geen consensus over de samenstelling en haar leden. In dit deel onderscheiden we twee belangrijke aandachtspunten met betrekking tot de samenstelling van de Raad van Bestuur. Enerzijds is het belangrijk om aandacht te besteden aan de balans tussen onafhankelijke (externe) bestuurders en afhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur. Daarnaast speelt ook de grootte van de Raad een rol. Deze twee parameters worden vaak gebruikt als maatstaf voor effectiviteit als ook rekening gehouden wordt met de diverse rollen van de Raad van Bestuur. Zo zal een grotere Raad van Bestuur, volgens de *resource dependency theory*, meer opportuniteiten bieden voor de toegang tot externe cruciale bronnen. De affiliatie van een bestuurder met het bedrijf is belangrijk omdat dit het gedrag van deze bestuurder kan beïnvloeden. Een belangrijke factor om verschillende groepen van bestuurders te onderscheiden is de mate van onafhankelijkheid ten opzichte van het bedrijf.

Er is geen algemene consensus over de optimale grootte van een Raad van Bestuur. Een grotere Raad van Bestuur brengt enkele uitdagingen met zich mee. Zo zal het moeilijk zijn om een elke bestuurder effectief te laten participeren. In de Belgische Corporate Governance Code (2009) hanteren ze volgende richtlijn: “De raad van bestuur is klein genoeg met het oog op een efficiënte besluitvorming. De raad van bestuur is groot genoeg opdat zijn leden ervaring en kennis uit diverse domeinen kunnen bijdragen en opdat wijzigingen in de

samenstelling van de raad van bestuur ongehinderd kunnen worden opgevangen.” . De optimale grootte van de raad van bestuur zal dus verschillen van bedrijf tot bedrijf.

#### **3.2.4.1 Soorten bestuurders**

Een aantal onderzoekers definiëren de Raad van Bestuur op basis van het aantal externe bestuurders. Deze ratio van het aantal externen ten opzichte van de totale Raad van Bestuur is een populaire maatstaf voor samenstelling en onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur. Anderen maken een onderscheid op individueel niveau, zo maken Finkelstein & Hambrick (1997) het onderscheid tussen *inside* (interne), *outside* (externe), *affiliated* (aanverwant) en *family* (familiale) *directors*. Pearce & Zahra (1992) halen het belang aan van twee verschillende groepen van externe bestuurders, namelijk aanverwante en niet-aanverwante bestuurders. Fiegener et al. (2000) maken binnen de categorie externe bestuurders het onderscheid tussen *owner* (eigenaars) en *non-owner directors* (niet-eigenaars). Daarnaast bekijken we ook vanaf wanneer een bestuurder drukbezet genoemd mag worden.

Interne bestuurders of *inside directors* zijn de bestuurders die naast hun mandaat in de Raad van Bestuur een uitvoerende functie hebben binnen het bedrijf zoals de managers, werknemers of eigenaars. Ze hebben vaak een brede kennis over het bedrijf en hebben toegang tot veel informatie. Dankzij deze dubbele rol binnen hetzelfde bedrijf bestaat er een potentieel belangenconflict. Een voorbeeld van een intern bestuurder is de Chief Executive Officer (CEO) die tevens zetelt in de Raad van Bestuur. Deze is verantwoordelijk voor het dagdagelijkse management van het bedrijf. Als bestuurder in de Raad heeft hij echter de verplichting om de belangen van de aandeelhouders te verdedigen door het creëren van aandeelhouderswaarde. De kans bestaat dat het management en de Raad van Bestuur in conflict komen, waardoor dit een oncomfortabele situatie wordt.

Externe bestuurders of *outside directors* zijn bestuurders die geen werknemer of stakeholder zijn van het bedrijf. Verder maken we het onderscheid tussen aanverwante en niet-aanverwante bestuurders. Aanverwante bestuurders zijn bestuurders die significante banden hebben met het bedrijf en worden daarom niet aanzien als onafhankelijk, toch zijn deze extern. Dit soort bestuurder wordt in de Verenigde Staten wettelijk bepaald door de SEC. Bankiers, consultants, auditors of ex-werknemers (management) zijn voorbeelden van dit soort bestuurders. De niet-aanverwante bestuurders zijn de bestuurders die echt onafhankelijk zijn ten opzichte van het bedrijf. Deze bestuurders zijn vaak mensen met veel expertise of invloedrijke personen zoals politici. Fiegener et al. (2000) verdelen daarnaast de externe bestuurders in de eigenaars en de niet-eigenaars. Dit onderscheid is vooral belangrijk om de mate van onafhankelijkheid te bepalen.

Het onderscheid tussen interne en externe bestuurders is vooral belangrijk vanuit een agency standpunt (Fama & Jensen, 1983). Omdat de *agency theory* focust op de controle rol van de Raad van Bestuur vervullen de onafhankelijke bestuurders een cruciale rol om aandeelhouders te beschermen. Een raad met onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders is een effectieve methode om *agency* kosten te verlagen. Zij zorgen voor een onafhankelijk oordeelsvermogen en voor objectiviteit in de besluitvorming (Belgische Corporate Governance Code, 2009). Een onafhankelijk bestuurder wordt geselecteerd op basis van zijn kennis en ervaring. Een bedrijfsleider is dus een perfecte kandidaat om onafhankelijk bestuurder te worden in een ander bedrijf vermits hij de kennis en ervaring bezit om een meerwaarde te leveren aan de raad van bestuur. Ook in de Sarbanes-Oxley Act (2002) vinden we de aanbeveling terug om een groot aandeel onafhankelijke bestuurders te hebben in de Raad van Bestuur.

Het valt op te merken dat niet alle academici hetzelfde onderscheid maken tussen de verschillende soorten bestuurders. Zo onderscheiden Hillman et al. (2000) vier categorieën van bestuurders: interne, bedrijfsexperten, ondersteunende specialisten, en invloedrijke personen. Onder bedrijfsexperten beschouwen we alle actieve of gepensioneerde bestuurders van andere bedrijven, die expertise en kennis leveren en bijdragen tot het strategisch beslissingsproces. Daarnaast zorgen ze voor een andere kijk op interne problemen, en expertise over de markt en de competitieve omgeving. Ondersteunende specialisten zijn verschillend van bedrijfsexperten omdat ze geen management ervaring hebben. Ze leveren wel een waardevolle bijdrage zoals kennis over wetgeving, kapitaalmarkten, verzekeringen, etc. De laatste categorie van Hillman et al. (2000) zijn de invloedrijke personen. Dit zijn de bestuurders die zorgen voor contacten met de omgeving van het bedrijf. Voorbeelden hiervan zijn gepensioneerde politici, academici of leden van maatschappelijke organisaties. Elke categorie zal ook een andere graad van betrokkenheid hebben bij hun mandaat en zal ook een invloed hebben op het aantal mandaten dat ze uitoefenen. Zo zullen interne bestuurders meer uren spenderen aan een mandaat dan de overige categorieën en zullen ze dus minder aantal mandaten kunnen uitoefenen.

We hebben in de eerdere rubrieken al enkele voor- en nadelen besproken van drukbezette bestuurders en hun invloed op de bedrijfsprestaties. In de academische wereld is er echter nog geen consensus over de definitie van een drukbezette bestuurder of een drukbezette Raad van Bestuur. Zoals we eerder al aanhaalden doen verschillende instanties aanbevelingen over het houden van meerdere bestuurdersmandaten. Onder andere de National Association of Corporate Directors (NACD) en de Council of Institutional Investors (CII) pleiten voor een limiet op het aantal mandaten dat een bestuurder mag uitoefenen. Volgens berekeningen van de NACD zou elke bestuurder ten minste vier volle 40-uren

weken bezig zijn per mandaat. Daarom beveelt de NACD bestuurders aan om naast hun eigen mandaat niet meer dan drie externe mandaten te houden voor CEO's en senior management, en niet meer dan zes voor anderen. De CII bestempelt bestuurders als drukbezet vanaf twee externe mandaten. In België stelt de Corporate Governance Code (2009) de grens op het bezitten van vijf mandaten. Deze regel is enkel van toepassing op de beursgenoteerde bedrijven. De Code Buysse II (2005), voor de niet-beursgenoteerde bedrijven, doet geen aanbevelingen omtrent het maximum mandaten voor bestuurders. In de academische wereld worden bestuurders vaak beschouwd als drukbezet vanaf drie of meer mandaten (Ferris et al., 2003; Fich & Shivdasani, 2006; Core et al., 1999; Perry & Peyer, 2005).

## 4 Hypotheseformulering

### 4.1 Reputatie hypothese

Deze hypothese is gebaseerd op het argument van Fama & Jensen (1983) die zeggen dat het hebben van meerdere bestuurdersmandaten een signaal is voor reputatie. Het aantal bestuurdersmandaten reflecteert de vraag naar de bestuurder om te zetelen als adviseur of extern bestuurder in een raad van bestuur. Deze vraag signaleert de bekwaamheid van de bestuurder. Competente bestuurders met de juiste capaciteiten zijn schaars en zeer gewild, wat ertoe leidt dat de beste bestuurders ook meer mandaten zullen uitoefenen dan hun minder bekwame collega's. Bestuurders met meerdere mandaten zouden meer ervaring hebben, beter advies verlenen en efficiënter controleren wat resulteert in een strikter toezicht op het management en betere beslissingen. Dit geeft bestuurders een sterke motivatie om zichzelf te profileren en een reputatie uit te bouwen als experten op vlak van controle en adviesverlening. Meerdere mandaten zorgen onder andere voor prestige, naambekendheid en commerciële contacten (Mace, 1986). Leidinggevendens zijn bovendien geneigd om bestuurders met meer prestige en naambekendheid aan te nemen om hun eigen imago te verhogen. Het hebben van gereputeerde bestuurders in de raad kan extra vertrouwen geven aan investeerders en andere belangrijke zakenrelaties.

Het argument van Fama & Jensen (1983) krijgt steun van meerdere onderzoekers. Zo stellen ondermeer Gilson (1990), Kaplan & Reishus (1990), Vafeas (1999) en Shivdasani (1993) dat het aantal mandaten van een bestuurder gebruikt wordt als proxy voor reputatie en bestuurderskwaliteit. Zij argumenteren dat bestuurders, dankzij hun meerdere mandaten, ervaring hebben met diverse problemen en conflicten binnen verschillende bedrijven. Dit zorgt ervoor dat ze beter in staat zijn advies te verlenen over diverse uiteenlopende onderwerpen. Daarnaast zorgt het zetelen in vele raden, voor een brede kennis over verschillende managementstijlen en strategieën die gebruikt worden in andere bedrijven (Perry & Peyer, 2005; Booth & Deli, 1996). Zo kan een raad van bestuur geconfronteerd worden met belangrijke strategische beslissingen. De bestuurder kan hier gebruik maken van eerdere ervaringen binnen andere bedrijven. Ook Harris & Shimizu (2004) merken op dat drukbezette bestuurders efficiëntere beslissingen nemen omdat ze een grotere affiniteit hebben en een brede kennis van zaken. Dit leidt tot een positieve impact op de bedrijfsprestaties. Een recente studie van Field, Lowry, & Mkrtchyan (2013) stelt dat hoewel drukbezette bestuurders hun controlerol minder efficiënt kunnen uitvoeren, ze dankzij hun ervaring en breed netwerk uitblinken als adviseur. Zij focussen zich in hun studie op



bedrijven die net zijn overgegaan tot een IPO. Het gaat hier om bedrijven die te maken hebben met een nieuwe omgeving en reguleringen die vooral nood hebben aan advies. Dankzij de bredere ervaring van drukbezette bestuurders zijn ze hier de ideale adviseurs.

Daarnaast is een belangrijk argument in het voordeel van drukbezette bestuurders dat ze genieten van een groter netwerk van contacten (Mace, 1986; Loderer & Peyer, 2002). In elk bedrijf waar ze zetelen in de Raad van Bestuur gaan ze zakenrelaties aan en bouwen ze op die manier hun netwerk uit. Dit netwerk kan verschillende voordelen opleveren voor andere bedrijven waar ze actief zijn. Volgens Booth & Deli (1996) zijn drukbezette bestuurders essentieel in grote onderhandelingen tussen meerdere partijen.

Drukbezette bestuurders hebben bovendien een positieve impact op de ontwikkeling van het management. Dankzij hun brede ervaring hebben ze kennis over verschillende managementstijlen en vaardigheden. Deze bestuurders kunnen dus op basis van hun ervaringen in andere bedrijven suggesties doen naar het management om op die manier te komen tot beter leiderschap en prestaties (Perry & Peyer, 2005; Booth & Deli, 1996).

Ten slotte blijkt uit de studie van Perry & Peyer (2005) dat ook het aandeelhouderschap van de bestuurder in kwestie een rol speelt. Zij concluderen dat wanneer een bestuurder een sterke incentive heeft om de aandeelhouderswaarde te verhogen, bijkomende mandaten leiden tot een positieve impact op de bedrijfswaarde. Dit wijst erop dat bestuurders minder snel geneigd zullen zijn om een mandaat om te nemen wanneer dit nefast is voor het bedrijf waarin ze aandelen bezitten en dat het opnemen van een extra mandaat de waarde positief zal beïnvloeden.

## **4.2 Busyness hypothese**

Volgens de busyness hypothese hebben bestuurders met meerdere mandaten het te druk om hun functie naar behoren uit te voeren. Tijd is immers niet oneindig en het houden van meerdere bestuurdersmandaten kan de bestuurder in kwestie zoveel werk opleveren dat er geen effectief toezicht wordt gehouden op het management. Bovendien zorgt dit ervoor dat ze minder frequent aanwezig gaan zijn op belangrijke vergaderingen en deze minder goed voorbereiden. Dit kan ervoor zorgen dat managers zich eerder focussen op hun eigen doelstellingen ten koste van de aandeelhouders. Een voorbeeld hiervan is het uitbouwen van een machtsimperium wat in sommige gevallen nadelig kan werken op de prestaties van een bedrijf. Dit alles kan leiden tot een toename van de agency conflicten en de bijhorende kosten, en kan de bedrijfsprestaties ondermijnen (Harris & Shimizu, 2004).

Harris & Shimizu (2004) bevestigen in hun studie dat het gebrek aan tijd nadelig werkt op de bestuurders. Volgens hun hebben ze te weinig tijd om hun functie efficiënt uit te voeren en hebben ze het te druk om bestuursvergaderingen grondig voor te bereiden. Hierdoor verwaarlozen ze, al dan niet bewust, hun controlefunctie. Jiraporn et al. (2009) merken op dat ze daarnaast minder vaak aanwezig zijn op vergaderingen dan hun niet-drukbezette collega's. Ferris et al. (2003) argumenteren bovendien dat deze bestuurders te weinig tijd zouden hebben om dienst te doen in de door de Raad opgerichte comités. Daarnaast zouden deze bestuurders, ten koste van de aandeelhouderswaarde, meerdere mandaten op zich nemen om hun status en naamsbekendheid te verhogen. Conyon & Read (2006) tonen aan dat bestuurders te veel tijd spenderen aan extra onafhankelijke mandaten dan wenselijk is, wat resulteert in een negatieve impact op de onderneming waar hij tewerkgesteld is. Dit wijst erop dat drukbezette bestuurders hun controlerol gaan verwaarlozen wat leidt tot een toename van agencyconflicten. De kans is immers groter dat het management zal handelen uit eigenbelang en haar eigen doelen zal nastreven.

Een ander nadeel volgens Core et al. (1999) is dat drukbezette bestuurders vaak gepaard gaan met buitensporige vergoeding van de CEO, wat nadelig is voor de bedrijfsprestaties. Executive remuneration is in de huidige media een vaak besproken onderwerp omdat iedereen getuige is geweest van de torenhoge ontslagvergoedingen die managers ontvangen na beëindiging van hun mandaat. Naast de Sarbanes-Oxley Act (2002) in de VS doen ook de Code Buysse II en de Belgische Corporate Governance Code (2009) aanbevelingen omtrent de verloning van de bestuurders en de leden van het uitvoerend management.

Daarnaast zijn er academische studies die suggereren dat de onafhankelijkheid van bestuurders met meerdere mandaten in twijfel moet worden getrokken. Loderer & Peyer (2002) argumenteren dat het houden van meerdere mandaten kan zorgen voor belangenconflicten. Zo is de kans reëel dat één bestuurder in beide kanten van een zakenrelatie moet optreden (het geval bij interlocking directorships). Dit kan zorgen voor een potentieel belangenconflict. Indien deze partijen concurrenten zijn wordt dit conflict nog eens versterkt. Ook Shivdasani & Yermack (1999) voorzien in bewijs dat de onafhankelijkheid van drukbezette bestuurders in twijfel trekt. Zij rapporteren dat bestuurders met meerdere mandaten sneller gekozen worden voor een extra mandaat als de CEO van het bedrijf betrokken is bij het selectieproces. Dit kan leiden tot toegevend gedrag van de bestuurders ten opzichte van hun CEO, wat tegenstrijdig is met hun controlefunctie. Als dit het geval is dan zal de markt voor bestuurders in het voordeel zijn van bestuurders die meegaand zijn met de CEO, wat ten koste kan gaan van de aandeelhouders.

Er bestaat geen twijfel over het feit dat bestuurders met meerdere mandaten een potentiële bedreiging vormen voor het bedrijf. Fich & Shivdasani (2006) rapporteren in hun studie dat bedrijven waar de meerderheid van de Raad van Bestuur beschouwd wordt als drukbezet (vanaf drie mandaten) te maken hebben met zwakke corporate governance, lagere marktboek ratios, lagere winstgevendheid, en verminderde afhankelijkheid van CEO-verloop ten opzichte van de bedrijfsprestaties. De busyness hypothese stelt dat deze nadelen voortstromen uit het feit dat te weinig tijd leidt tot een verminderde controlefunctie van drukbezette bestuurders. Juist om deze redenen worden er door verschillende instanties aanbevelingen gedaan over het maximum aantal mandaten dat een bestuurder mag bezitten.

### 4.3 Trade-off

In de academische literatuur vinden we zoals beschreven in de vorige twee paragrafen heel wat voor- en nadelen van bestuurders met meerdere mandaten en hun impact op de bedrijfsprestaties. Het is echter onmogelijk om op basis hiervan een besluit te maken.

Samengevat kunnen we stellen dat drukbezette bestuurders dankzij een breder netwerk en meer ervaring betere adviseurs zijn (reputatie hypothese). Echter zorgen deze extra mandaten voor tijdslimieten wat ten koste gaat van de kwaliteit van het toezicht op het management (busyness hypothese). We verwachten dus dat drukbezette bestuurders een positief effect hebben op bedrijven waar er een grotere nood is aan advies, en een negatief effect op bedrijven waar er vooral nood is aan controle. We onderzoeken het netto-effect van deze twee gangbare hypothesen en kijken welke het zwaarst doorweegt.

Het spreekt voor zich dat elk bedrijf anders is en hun behoefte naar advies en controle dus ook verschillen. Zo stelt de studie van Field et al. (2013) dat bedrijven die recent zijn overgegaan tot een IPO, meer nood hebben aan advies, dan oudere en gevestigde bedrijven. Ze vergelijken hun studie dan ook met die van Fich & Shivdasani (2006) die zich focussen op bedrijven in de Forbes 500 en verklaren op basis hiervan het verschil in hun resultaten. In het volgende hoofdstuk trachten we dan ook een onderverdeling te maken tussen bedrijven op basis van hun behoefte naar advies of controle omdat we in deze studie focussen op de trade-off tussen kosten en baten van meerdere bestuurdersmandaten.

Vanuit de reputatie- en busyness hypothese en de trade-off tussen deze twee theorieën is de eerste hypothese die we gaan testen:

*H<sub>1a</sub>: Drukbezette bestuurders hebben een **positieve** invloed op de bedrijfsprestaties*

*H<sub>1b</sub>: Drukbezette bestuurders hebben een **negatieve** invloed op de bedrijfsprestaties*

Deze hypothese breiden we in het volgend onderdeel uit met modererende variabelen.

## **4.4 Modererende variabelen**

### **4.4.1 Bedrijfskenmerken**

Zoals hierboven al aangehaald zijn het vooral de bedrijven die nood hebben aan advies die voordeel halen uit de aanwezigheid van drukbezette bestuurders. In dit hoofdstuk proberen we aan de hand van bepaalde bedrijfskenmerken te achterhalen welke bedrijven het meeste voordeel halen uit deze bestuurders. Zo onderzoeken we onder andere de mate van complexiteit, de leeftijd en de groeimogelijkheden van een bedrijf.

#### **4.4.1.1 Complexiteit**

In dit onderdeel gaan we na in welke mate de complexiteit van een bedrijf een rol speelt op de nood aan advies en de impact van een drukbezette Raad van Bestuur binnen dit soort bedrijven. De mate van complexiteit kunnen we onderzoeken aan de hand van verschillende variabelen. Volgens Markarian & Parbonetti (2007) hebben complexe bedrijven zoals gediversifieerde bedrijven, bedrijven met een hoge schuldgraad en grote bedrijven, een grotere nood aan advies. Deze variabelen worden ook door Coles, Daniel, & Naveen (2008) gebruikt als proxy voor complexiteit. We bespreken deze drie variabelen kort en stellen de bijhorende hypothesen voor.

##### **4.4.1.1.1 Diversificatie**

Een eerste vorm van complexiteit is de mate van diversificatie van een onderneming. Bedrijven zijn vaak actief in meerdere uiteenlopende sectoren wat de complexiteit verhoogt (Rose & Shephard, 1997). Het management van gediversifieerde bedrijven hebben een grotere behoefte aan advies (Hermalin & Weisbach, 1988; Yermack, 1996) en hebben vaak een grotere Raad van Bestuur. Bovendien is de raad van een bedrijf actief in meerdere segmenten vaak samengesteld uit uiteenlopende profielen.

Volgens een studie van Markarian & Parbonetti (2007) handelt een gediversifieerd bedrijf in een zeer competitieve omgeving en heeft een hoger risico dankzij een onzekere omgeving. De strategische rol van de Raad van Bestuur wordt hier benadrukt en voor dit soort bedrijven is het belangrijk om nieuwe opportuniteiten snel te identificeren, nieuwe markten te ontdekken en te anticiperen op de behoeften van consumenten om zo een competitief voordeel te behouden. Het vermogen van de Raad van Bestuur om haar rol als strategische partner te vervullen hangt af van de samenstelling van de raad en het aantal externe onafhankelijke leden. Deze externe bestuurders zijn, als bedrijfsexperten, cruciaal in de strategievorming van het bedrijf die te maken hebben met een grotere complexiteit. Ze

helpen met het identificeren van nieuwe geografische markten, en productopportunities, het begrijpen van consumenten en advies verlenen bij andere strategische zaken zoals fusies & overnames.

Bovendien is het voor een gediversifieerd bedrijf belangrijk om relaties te leggen met haar externe omgeving (Markarian & Parbonetti, 2007). Het is voor deze bedrijven belangrijk om toegang te hebben tot de juiste informatie. Deze informatie is essentieel om de externe omgeving te interpreteren en te vertalen naar de juiste bedrijfsstrategie. Drukbezette bestuurders zorgen in dit opzicht voor de link met de externe omgeving door bv. *director interlocks* (Pfeffer & Salancik, 1978). Deze drukbezette bestuurders zijn vaak invloedrijke personen binnen de leefomgeving van het bedrijf zoals bv. politici, bankiers, etc. Uit diverse studies blijkt dat politiek een grote bron van onzekerheid is in de externe omgeving van een bedrijf (Hillman, 2005; Hillman, Zardkoohi, & Bierman, 1999).

Daarnaast wordt een bedrijf actief in meerdere segmenten geconfronteerd met een hogere interne complexiteit zoals het managen van haar werknemers, het beheren van de informatiestroom en het delen van kennis tussen departementen, etc. (Markarian & Parbonetti, 2007). Ook op dit vlak kunnen drukbezette bestuurders advies verlenen. Ze hebben immers een brede ervaring en kennis van systemen binnen andere bedrijven.

Kortom kunnen we concluderen dat gediversifieerde bedrijven een grotere nood hebben aan advies. Drukbezette bestuurders leveren een waardevolle bijdrage tot de Raad van Bestuur. Onze hypothese luidt dan ook als volgt:

H<sub>2</sub>: De mate van diversificatie versterkt de relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.

#### 4.4.1.1.2 Schuldgraad

Een tweede variabele die we gebruiken om de complexiteit van een onderneming te bepalen is de verhouding van schulden tot de totale activa of de schuldgraad. Bedrijven met een hogere schuldgraad zijn complexer om verschillende redenen.

Vanuit een *resource dependency* perspectief is een onderneming afhankelijk van externe bronnen. Zowel Pfeffer (1972) als Klein (1988) gebruiken de schuldgraad van een bedrijf als proxy voor deze afhankelijkheid. Bedrijven met een hogere hefboom zouden volgens hun een grotere nood hebben aan advies. Bestuurders met ervaring en de nodige kennis en expertise zijn in dit opzicht zeer waardevol. Zo vinden Booth & Deli (1999) dat bankiers die daarnaast ook bestuurder zijn in de raad van een bedrijf een belangrijke bijdrage leveren tot kennis over bancaire kredieten. Anderson, Mansi, & Reeb (2004) vinden dat bedrijven met

een grotere Raad van Bestuur te maken hebben met een lagere kapitaalkost. Dit wijst erop dat de Raad van Bestuur een belangrijke adviserende rol speelt die bedrijven toelaat om toegang te krijgen tot goedkoper kapitaal. Daarnaast genieten drukbezette bestuurders hier duidelijk van het voordeel van hun netwerk. Bovendien zijn deze bestuurders volgens een eerdere studie van Booth & Deli (1996) noodzakelijk om te onderhandelen tussen meerdere partijen, om op deze manier toegang te krijgen tot cruciale bronnen.

We verwachten dan ook dat bedrijven die meer vertrouwen op extern kapitaal ook meer voordeel halen uit het bezitten van drukbezette bestuurders wegens een grote nood aan advies. Dit leidt tot de volgende hypothese:

H<sub>3</sub>: Een hogere schuldgraad versterkt de relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.

#### 4.4.1.1.3 Grootte

Eerdere studies hebben al een positieve relatie aangetoond tussen bestuurders met meerdere mandaten en de grootte van een bedrijf (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003; Fich & Shivdasani, 2006). Deze bestuurders zouden beter in staat zijn om om te gaan met de complexiteit van grotere bedrijven en het managen hiervan. Daarnaast tonen ze aan dat het fenomeen van drukbezette bestuurders vooral voorkomt in grotere ondernemingen. Deze maatstaf mag dus zeker niet ontbreken in deze studie.

Ook bij deze laatste variabele baseren we ons op de *resource dependency theory*. Zoals eerder aangehaald wordt een Raad van Bestuur zo samengesteld om de toegang tot cruciale bronnen veilig te stellen (Pfeffer, 1972; Pfeffer & Salancik, 1978; Lynall, Golden, & Hillman, 2003). Bedrijven zijn dus afhankelijk van elkaar om toegang te krijgen tot deze bronnen en bestuurders worden geacht deze via hun netwerk te verkrijgen. Bestuurders worden op deze manier gezien als een cruciale bron van expertise en ervaring (Huse M. , 2005). Volgens Klein (1998) hebben CEOs van bedrijven die meer beroep doen op de externe omgeving ook een grotere nood aan advies.

We gebruiken de grootte van een onderneming om de contractuele omgeving te meten waarin het bedrijf opereert. Een grotere onderneming zal ook een grotere radius hebben waarin ze handelt. Dit heeft als gevolg dat de onderneming meer zakelijke relaties aangaat. Zoals eerder al aangehaald toont de studie van Booth & Deli (1996) aan dat drukbezette bestuurders noodzakelijk zijn om te handelen in een brede contractomgeving. Deze bestuurders worden verwacht beter te kunnen omgaan met dit soort zaken dankzij een breder netwerk van contacten, meer ervaring en kennis van zaken. Bestuurders van grote

bedrijven zijn hierdoor ook aantrekkelijke kandidaten voor andere raden van bestuur wat kan verklaren dat ze vaker voorkomen bij de grotere bedrijven.

Daarnaast hebben grotere bedrijven ook te maken met een grotere interne complexiteit. Naast de grotere uitdaging in het managen van werknemers en het beheren van de informatiestroom worden grotere bedrijven vaak geassocieerd met communicatieproblemen en ondervinden ze vaak moeilijkheden bij de besluitvorming (Yermack, 1996). Ook hier kunnen drukbezette bestuurders op basis van hun ervaring aanbevelingen maken om deze problemen te vermijden. Dankzij hun brede kennis zijn ze perfect om bedrijfsprocessen te optimaliseren en de communicatie te verbeteren.

Tot slot stellen Ferris, Jagannathan, & Pritchard (2003) nog dat het controleren van grote ondernemingen intensiever is en meer tijdrovend dan kleinere bedrijven. Toch verwachten we omwille van bovenstaande redenen dat grote bedrijven een grote nood hebben aan advies, wat leidt tot volgende hypothese:

H<sub>4</sub>: De grootte van een onderneming versterkt de relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.

#### **4.4.1.2      *Leeftijd van de onderneming***

Naast de complexiteit van een onderneming speelt ook de leeftijd een belangrijke rol. Zoals we eerder al hebben aangehaald worden er door diverse instanties limieten gelegd op het aantal mandaten dat een bestuurder mag uitvoeren. Daarnaast is er ook heel wat academisch onderzoek dat er op wijst dat drukbezette raden van bestuur nadelig zijn voor een onderneming. Het gros van deze onderzoeken concentreert zich vooral op grote, geroutineerde bedrijven (bv. de sample van Fich & Shivdasani (2006) die alleen Forbes 500 bedrijven bevat). Eerdere studies hebben aangetoond dat er geen *best practice* bestaat voor een Raad van Bestuur maar dat ze ad hoc moet worden gecreëerd (Coles, Daniel, & Naveen, 2008; Linck, Netter, & Yang, 2008). Uit een studie van Hermalin & Weisbach (2003) blijkt dan ook dat onderzoek naar de impact van drukbezette bestuurders op kleine en middelgrote ondernemingen (KMO's) uitblijft.

Een recentere studie van Field, Lowry, & Mkrtchyan (2013) gebruikt daarom een sample van bedrijven die net zijn toegetreten tot de beurs. Zij argumenteren dat dit soort bedrijven heel andere behoeften hebben van hun Raad van Bestuur dan hun grotere en doorgewinterde tegenhangers. Zij tonen dan ook als eerste aan dat het fenomeen van meerdere bestuurdersmandaten niet alleen voorkomt bij grote bedrijven. De bedrijven in hun sample hebben geen eerdere ervaring met publieke markten, wat betekent dat ze sterk moeten vertrouwen op de kennis en contacten van hun bestuurders. De eerder aangehaalde

voordelen van drukbezette bestuurders zijn hier duidelijk relevant. In deze studie houden we dan ook rekening met de leeftijd van een bedrijf die dienst doet als proxy voor haar ervaring. In tegenstelling tot de studie van Field, Lowry, & Mkrtchyan (2013) gebruiken we in deze studie geen publieke bedrijven, maar KMO's. We veronderstellen dat jonge private bedrijven dezelfde behoefte hebben aan advies als jonge publieke bedrijven maar dat de aard van de problemen waarmee ze te maken krijgen deels zal verschillen.

Een van de belangrijkste verschillen tussen jonge bedrijven en hun meer ervaren tegenhangers is het verschil in managementervaring. De meeste managers van KMO's hebben een minder brede ervaring en krijgen vaker te maken met nieuwe uitdagingen. Zo gaat de hoge groeiomgeving waarin jonge bedrijven opereren vaak samen met fusies en acquisities of het ophalen van kapitaal. Bovendien krijgen jonge bedrijven vaak te maken met een hoge graad van onzekerheid en informatieasymmetrie. Het management heeft wellicht weinig ervaring met deze zaken en bijgevolg kan de bijdrage van drukbezette bestuurders tot dit bedrijf enorm waardevol zijn. Het zijn vaak personen die zelf al te maken hebben gekregen met de diverse problemen van een jong bedrijf. Daarnaast hebben ze een uitgebreid netwerk aan contacten wat zeer waardevol kan zijn voor jonge bedrijven. De adviserende rol van de Raad van Bestuur is hier dan ook zeer belangrijk.

Zoals onze algemene hypothese al aanhaalt is het niet alleen de taak van een Raad van Bestuur om advies te verlenen maar ook om controle uit te voeren op het management. Field, Lowry, & Mkrtchyan (2013) argumenteren dan ook dat de nood aan controle van jonge bedrijven verschillend is dan die van mature bedrijven. Jonge bedrijven hebben te maken met meer onzekerheid en een hogere groei, wat suggereert dat dit mandaat meer tijd vergt van haar bestuurders. Dit is één van de vooropgestelde problemen van drukbezette bestuurders volgens de *busyness hypothese* zoals Fich & Shivdasani (2006) ook aanhalen. Bestuurders zouden hun controlefunctie niet effectief kunnen uitvoeren wegens een gebrek aan tijd. Toch is het belangrijk om op te merken dat de potentiële *agency* kosten die opduiken in jonge bedrijven verschillend is ten opzichte van oudere bedrijven. De bron van het conflict volgens de *agency theory* ligt in de scheiding van het eigenaarschap en het management. Binnen jonge bedrijven hebben de managers vaak een hoger aandeel in de onderneming (Boone et al., 2007) wat zorgt voor een betere samenloop van incentives met andere investeerders. Dit leidt tot verminderde *agency* kosten en dus een kleinere behoefte aan controle. Ook Perry & Peyer (2005) geven steun aan dit argument. Zij stellen in hun studie dat drukbezette bestuurders, die tevens een groter aandeel bezitten in de onderneming, een sterke drang hebben om de aandeelhouderswaarde te verhogen wat *agency* conflicten vermindert en de nood aan controle doet afnemen.



Kortom kunnen we besluiten dat jonge bedrijven een grote nood hebben aan advies, en dat de nood aan monitoring minder van belang is. Dit houdt in dat deze bedrijven ten volle kunnen profiteren van de voordelen van drukbezette bestuurders, en dat de nadelen hier niet tegenop wegen. Zoals eerder al geargumenteed zijn deze bestuurders dankzij een breed netwerk van contacten en veel ervaring de ideale adviseurs. Daar tegenover staat dat ze wegens tijdsgebrek minder goede monitors zijn. We verwachten echter een positieve invloed van drukbezette bestuurders op de prestaties van jonge bedrijven wegens een grote behoefte aan advies. De hypothese is bijgevolg:

H<sub>5</sub>: De leeftijd van de onderneming heeft een negatieve invloed op de relatie tussen drukbezette bestuurders en bedrijfsprestaties.

#### **4.4.1.3 Groei**

De laatste variabele die we in deze studie gaan testen is de groei van een bedrijf. Voor bedrijven die te maken hebben met een grote groei is het essentieel om informatie te verzamelen en deze te analyseren. De Raad van Bestuur speelt een belangrijke rol om het management bij te staan en deze informatie te interpreteren. De dynamische omgeving waarin deze bedrijven opereren zorgt ervoor dat de manier waarop het beslissingsproces plaatsvindt verandert. Zo zullen de meer formele kanalen plaatsmaken voor informele en verbale communicatiemiddelen (Yasai-Ardekani & Nystrom, 1996). Het analyseren van informatie in dit soort omgevingen gebeurt op een meer persoonlijke manier, situatie specifiek en eerder gebaseerd op improvisatie. Er wordt eerder vertrouwd op het oordeel van de Raad van Bestuur dan op systematische analyse (Milliken, 1987). Dit heeft te maken met het dynamische en complexe karakter van de groeisector waar beslissingen snel gemaakt moeten worden en vaak gepaard gaan met substantiële risico's. Drukbezette bestuurders kunnen in dit soort omgeving zorgen voor een klankbord voor het management. Dankzij kennis en ervaring zijn ze ideale gesprekspartners om snel en objectief een beslissing te maken over een breed aantal problemen op een informele en efficiënte manier.

Daarnaast is het belangrijk voor groeiende bedrijven om verschillende bronnen aan te spreken uit de omgeving. Zo hebben groeiende bedrijven vaak nood aan externe financiering. Een studie van Gulati & Westphal (1999) leert ons dat drukbezette bestuurders via *interlocking directorships* leiden tot een aantal voordelen. Een van deze voordelen is de toegang tot technologie en de implementering hiervan. De netwerk rol van de Raad van Bestuur is voor groeiende bedrijven zeer belangrijk. Voor dit soort bedrijven is het essentieel om nieuwe productoportunities, nieuwe markten en nieuwe consumenten te ontdekken om hun competitief voordeel te behouden en hun groei te waarborgen. Deze rol wordt

benadrukt door het hebben van externe leden in de Raad van Bestuur die bijstaan in het strategisch beslissingsproces en toegang geven tot cruciale bronnen.

Bovendien hebben groeiende bedrijven ook te maken met een grotere interne complexiteit. Groei gaat gepaard met grote investeringen in productietechnologie, bedrijfsprocessen en werknemers wat een uitdagende taak voor het management is. Omwille van deze redenen verwachten we dat drukbezette bestuurders een positieve invloed hebben op de prestaties van een groeiende onderneming dankzij een grotere nood aan advies. Dit brengt ons tot volgende hypothese:

H<sub>6</sub>: Een sterk groeiende omzet binnen de onderneming versterkt de relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.

## 4.5 Overzicht

Een overzicht van de vooropgestelde hypothesen:

*H<sub>1a</sub>: Drukbezette bestuurders hebben een **positieve** invloed op de bedrijfsprestaties.*

*H<sub>1b</sub>: Drukbezette bestuurders hebben een **negatieve** invloed op de bedrijfsprestaties.*

H<sub>2</sub>: De mate van diversificatie versterkt de relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.

H<sub>3</sub>: Een hogere schuldgraad versterkt de relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.

H<sub>4</sub>: De grootte van een onderneming versterkt de relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.

H<sub>5</sub>: De leeftijd van de onderneming heeft een negatieve invloed op de relatie tussen drukbezette bestuurders en bedrijfsprestaties.



## 5 Methodologie

De literatuurstudie heeft aangetoond dat er nog geen duidelijkheid is over het effect van meerdere bestuurdersmandaten op de prestaties van een bedrijf. Tegenstrijdige academische studies pleiten voor de verschillende voordelen en nadelen maar er is nog geen eenduidig besluit. Ook in een Belgische context is er nog geen onderzoek verricht naar het effect van meerdere mandaten op de prestaties van een bedrijf. In deze masterproef zetten we daarom een empirisch onderzoek op om deze effecten te bestuderen in een Belgische setting.

De literatuurstudie heeft bovendien al uitgewezen dat drukbezette bestuurders verschillende voordelen hebben voor bedrijven. Een daarvan zou zijn dat deze bestuurders, dankzij meer ervaring, kennis, en een uitgebreid netwerk, een betere adviseur is voor de onderneming en haar management (reputatie hypothese). Andere academici argumenteren dat deze bestuurders het te druk zouden hebben om hun controlefunctie efficiënt te kunnen uitvoeren (*busyness* hypothese). We hebben al aangetoond dat de potentiële effecten van meerdere bestuurdersmandaten resulteert in de trade-off tussen deze twee gangbare hypothesen. Daarnaast is het zeer belangrijk om rekening te houden met de behoeften van het bedrijf. Bij het formuleren van de hypothesen hebben we bedrijven op basis van enkele kenmerken onderverdeeld op basis van hun nood aan behoeften. Bedrijven vertrouwen op hun Raad van Bestuur voor het verlenen van advies en controle. Het trade-off effect van de twee hypothesen zal dus afhangen van welke behoefte het zwaarst doorweegt binnen het bedrijf.

Voor ons empirisch onderzoek maken we gebruik van diverse maatstaven die we in dit hoofdstuk uitgebreid bespreken. De onderverdeling van de bedrijven naar behoefte doen we op basis van de voorgestelde hypothesen, met name de complexiteit (diversificatie, schuldgraad en grootte), leeftijd en de groeiopportunities van een onderneming. We beginnen echter met een bespreking van onze data en de variabelen die we gebruiken om deze te analyseren. Daarnaast geven we een grafische weergave van het onderzoeksmodel en lichten we de gebruikte methoden toe.

### 5.1 Data

De data waar we ons op baseren halen we uit de Bel-First database van het Bureau van Dijk. Deze database bevat uitgebreide informatie over bedrijven in België en Luxemburg en stelt ons in staat om onderzoek te doen naar bedrijven met een specifiek profiel. Ze bevat onder andere de jaarrekeningen en kengetallen alsook informatie over de activiteiten, het

aandeelhouderschap en de mandatarissen van meer dan 410,000 Belgische ondernemingen en 13,500 Luxemburgse ondernemingen en 413,000 zelfstandigen.

### 5.1.1 Populatie

Deze database wordt gebruikt om de relevante informatie op te vragen voor deze studie. Het is echter belangrijk om binnen deze database eerst een selectie te maken en een populatie af te bakenen. Zoals eerder al aangehaald bestuderen we de effecten van drukbezette bestuurders alleen binnen middelgrote private ondernemingen. Voor de selectiecriteria om te komen tot een correcte populatie baseren we ons allereerst op de criteria voor KMO's gehanteerd door de Europese Commissie (2003):

Categorie ondernemingen	Personeelsbezetting: arbeidsjareenheden (AJE)	Jaaromzet	of	Jaarlijks balans-totaal
Middelgroot	< 250	≤ 50 miljoen EUR <small>(in 1996: 40 miljoen EUR)</small>	of	≤ 43 miljoen EUR <small>(in 1996: 27 miljoen EUR)</small>
Klein	< 50	≤ 10 miljoen EUR <small>(in 1996: 7 miljoen EUR)</small>	of	≤ 10 miljoen EUR <small>(in 1996: 5 miljoen EUR)</small>
Micro	< 10	≤ 2 miljoen EUR <small>(nieuw)</small>	of	≤ 2 miljoen EUR <small>(nieuw)</small>

**Figuur 5-1: KMO-drempels (Europese Commissie , 2003)**

Het is voor deze studie echter belangrijk dat we alleen bedrijven hebben in onze populatie met een actieve Raad van Bestuur. Bestuurders kunnen mandaten in bepaalde raden uitoefenen die een papieren bestaan leiden. Deze mandaten vereisen geen tot weinig inspanning en zouden zorgen voor een misinterpretatie van onze resultaten. Het is dus noodzakelijk om een aantal extra voorwaarden toe te passen op deze selectie om alleen de bedrijven over te houden met een Raad van Bestuur die ook echt samenkomt. We houden daarom enkel rekening met bedrijven vanaf 50 tot en met 250 werknemers. Op deze manier worden micro en kleine ondernemingen uit onze populatie verwijderd omdat deze vaak

alleen een Raad van Bestuur hebben om formaliteiten na te komen. De bel-first database bevat bovendien informatie over Belgische en Luxemburgse bedrijven. In deze studie focussen we ons alleen op Belgische private ondernemingen. We filteren dus de Luxemburgse en beursgenoteerde bedrijven uit onze selectie.

Een ander criterium dat ons zekerheid biedt op een actieve Raad van Bestuur is de rechtsvorm. In deze studie gebruiken we alleen deze bedrijven die handelen onder de rechtsvorm van een naamloze vennootschap (NV). In tegenstelling tot de Besloten Vennootschappen met Beperkte Aansprakelijkheid (BVBA's) zijn NV's wettelijk verplicht om een actieve Raad van Bestuur te hebben. We gebruiken bovendien de laatste beschikbare jaarrekening van het jaar 2012. Daarnaast moeten alle jaarrekeningen voldoen aan de verplichtingen opgelegd door de Nationale Bank van België. Tot slot is het voor onze analyses nodig dat bedrijven rapporteren volgens het volledige schema. Het verkorte schema van de jaarrekening vereist geen rapportering van de omzet, die we in dit onderzoek wel gebruiken als proxy voor bedrijfsgrootte.

Samengevat bekomen we een populatie die bestaat uit 1.161 bedrijven die voldoen aan de zes volgende criteria:

1. Gemiddeld aantal werknemers: 50 - 250 werknemers
2. Jaaromzet: 10 - 50 miljoen EUR
3. Balanstotaal: 10 - 43 miljoen EUR
4. Rechtsvorm: Naamloze vennootschap
5. Belgische ondernemingen
6. Niet-beursgenoteerde ondernemingen

Deze database is de basis voor onze analyses uitgevoerd in deze studie. Het is praktisch gezien niet mogelijk om elk bedrijf te betrekken in het onderzoek. Daarom gaan we over tot steekproeftrekking die gebeurt aan de hand van enkele statistische regels die we hieronder verder toelichten.

### **5.1.2 Steekproef**

Omdat het praktisch gezien niet mogelijk is om de hele populatie te onderzoeken trekken we een steekproef. Dit dient te gebeuren in overeenstemming met enkele statische regels om ervoor te zorgen dat de resultaten betrouwbaar blijven. Met behulp van SPSS trekken we via 'Simple Random Sampling' een steekproef van ongeveer 15% van de cases uit onze populatie wat leidt tot een ruwe sample van 184 cases. Deze steekproefgrootte geeft ons een betrouwbaarheid van bijna 94% en is voor ons onderzoek gemakkelijk te hanteren.

Deze resultaten zijn het gevolg van enkele statistische berekenen. In deze steekproef zijn we vertrokken om een acceptabele en verwerkbare steekproefgrootte te bekomen. Na het trekken van de 184 cases uit onze populatie moeten we nagaan of deze grootte ons een betrouwbaar en nauwkeurig beeld zal geven over de populatie. Normaal berekenen we de steekproefgrootte via volgende formule voor een eindige populatie:

$$n \geq \frac{N * z^2 * p(1 - p)}{z^2 * p(1 - p) + (N - 1) * F^2}$$

waarbij:                    n = steekproefgrootte  
                                   N = populatiegrootte  
                                   z = standaardafwijking bij een bepaald betrouwbaarheidsinterval  
                                   p = 50% (kans op bepaald antwoord in ons onderzoek)  
                                   F = foutmarge

Toegepast op onze steekproef geeft het volgende resultaat:

$$184 \geq \frac{1161 * z^2 * 0.50^2}{z^2 * 0.50^2 + (1161 - 1) * F^2}$$

met                            z = 93,2%  
                                   F = 6,2%

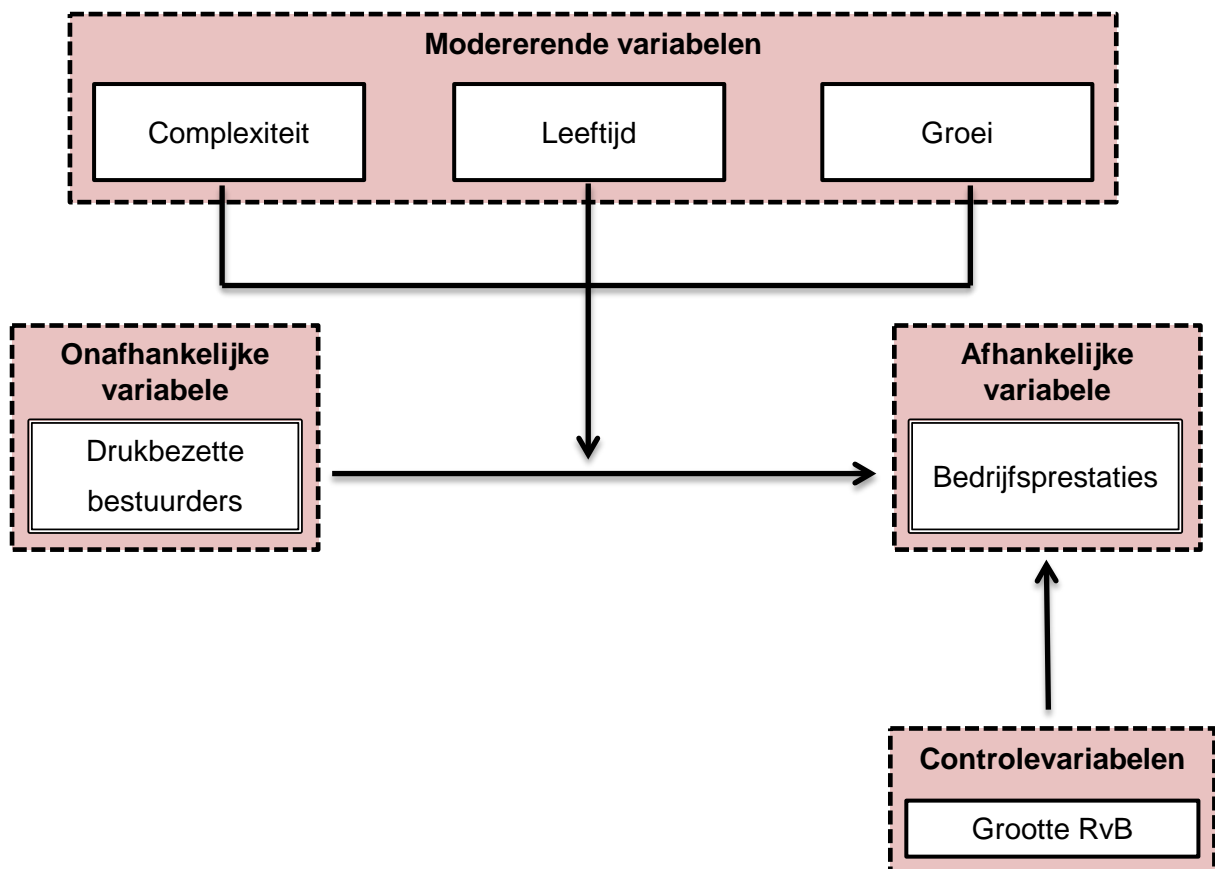
Dit wil zeggen dat we in ons onderzoek een foutenmarge accepteren van 6,2%, en dat we 93,2% zeker zijn van deze foutenmarge.

Passen we deze formules toe met een foutenmarge van 5% en betrouwbaarheidsniveau van 95%, dan zouden we een steekproefgrootte moeten trekken van 289 bedrijven. Met een foutenmarge van 10% en een betrouwbaarheidsniveau van 90% komen we tot een sample van 64 bedrijven. Onze sample van 184 bedrijven scoort op dit vlak vrij goed en accepteren we dan ook voor verdere analyse.

## 5.2 Variabelen

### 5.2.1 Overzicht

In dit onderdeel gaan we de variabelen en de maatstaven die we gebruiken om ze te meten dieper toelichten. Het is echter belangrijk om de verschillende relaties tussen de variabelen goed te begrijpen. Daarom vindt u hieronder een grafisch overzicht van ons onderzoeksmodel:



Figuur 5-2: Onderzoeksmodel



## 5.2.2 Bedrijfsprestaties

Het doel van dit onderzoek is om na te gaan welke impact een drukbezette Raad van Bestuur heeft op de prestaties van een bedrijf. De bedrijfsprestaties is in dit model dus de afhankelijke variabele. Deze variabele zullen we meten aan de hand van verschillende prestatie maatstaven. In de academische literatuur worden verschillende maatstaven gebruikt om de bedrijfsprestaties zo accuraat mogelijk te meten. Omdat ons bestand alleen bestaat uit niet-beursgenoteerde bedrijven kunnen we geen beroep doen op prestatie maatstaven gebaseerd op markt informatie. In dit onderzoek gebruiken we daarom verschillende boekhoudkundige maatstaven om de robuustheid van het model te waarborgen.

De eerste prestatie-indicator die we gebruiken is de Net Return on Assets (ROA) of het Rendement op Activa. De ROA van een bedrijf geeft de netto rendabiliteit weer van het totaal der activa. Dit is dus de ratio tussen de winst of het verlies van het boekjaar ten opzichte van de totale activa. Dit getal geeft aan welke resultaten het bedrijf boekt ten opzichte van de middelen die ze hiervoor gebruikt. Het is een vaak gebruikte ratio om concurrerende bedrijven met elkaar te vergelijken. Rendement van de activa geeft een indicatie van de kapitaalintensiteit van het bedrijf. Het is echter belangrijk om op te merken dat de ROA sterk afhankelijk is van de industrie. Het spreekt voor zich dat sommige industrieën grotere initiële investeringen vereisen dan andere en een ander winstpotentieel hebben (Porter, 1980). Dit wil zeggen dat een bedrijf dat meer moet investeren, en dus een groter balanstotaal zal hebben, wat leidt tot een lagere ROA. De verschillen tussen industrieën zorgen ervoor dat deze maatstaf moeilijk bruikbaar is om bedrijven te vergelijken tussen verschillende sectoren. Daarom gebruiken we in deze studie naast de gewone ROA ook de *industry-adjusted* ROA. We gebruiken gegevens op basis van de tweecijferige NACE-BEL codes die beschikbaar zijn in de bel-first database. Deze aangepaste maatstaf berekenen we op basis van de mediaan van de ROA van elke industrie. Van de onaangepaste ROA van een bedrijf trekken we de industriemediaan af om de industrie-aangepaste ROA te bekomen. Dit laat ons toe om bedrijven van verschillende industrieën met elkaar te vergelijken. We berekenen deze maatstaf als volgt:

$$\text{Rendement op Activa (\%)} = \frac{\text{Netto Inkomen}}{\text{Totale Activa}}$$

Als tweede maatstaf voor de bedrijfsprestaties gebruiken we de boekhoudkundige ratio Operationele winst (EBIT) ten opzichte van het totaal der activa. Deze maatstaf gebruikt in tegenstelling tot de ROA (totale inkomen) alleen het inkomen afkomstig uit de normale bedrijfsvoering. We berekenen deze als volgt:

$$\text{Operationeel Rendement op Activa (\%)} = \frac{\text{Netto Inkomen uit operaties (EBIT)}}{\text{Totale Activa}}$$

De laatste boekhoudkundige maatstaf die we gebruiken is de nettowinstmarge en geeft ons meer informatie over de winstgevendheid van een onderneming. Deze maatstaf is het percentage van de omzet dat overblijft nadat alle kosten, belastingen, intresten en dividenden er vanaf zijn getrokken en wordt berekend als volgt:

$$\text{Nettowinstmarge} = \frac{\text{Nettowinst}}{\text{Omzet}}$$

Tijdens de voorbereiding van onze data vonden we een grote correlatie tussen het Rendement op Activa (RoA) en het Operationeel Rendement op Activa. We hebben tijdens onze regressieanalyse alleen de RoA en de Nettowinstmarge gebruikt als afhankelijke variabele.

### 5.2.3 Meerdere bestuurdersmandaten

De onafhankelijke variabele in deze onderzoeksopzet is de “drukbezette Raad van Bestuur”. In dit onderdeel definiëren we onze variabele en bepalen we vanaf welk punt we een bestuurder en een Raad van Bestuur beschouwen als drukbezet. In de literatuurstudie hebben we al aangetoond dat er nog geen consensus bestaat over de definitie van een drukbezette bestuurder of een drukbezette Raad van Bestuur. Het is dan ook belangrijk om alvorens onze gegevens te analyseren, de variabele goed af te bakenen zodat deze goed interpreteerbaar is.

Zoals we eerder al aanhaalden doen verschillende instanties aanbevelingen over het houden van meerdere bestuurdersmandaten. Onder andere de NACD en de CII pleiten voor een limiet op het aantal mandaten dat een bestuurder mag uitoefenen binnen beursgenoteerde ondernemingen. Volgens berekeningen van de NACD zou elke bestuurder ten minste vier volle 40-uren weken bezig zijn per mandaat. Daarom beveelt de NACD bestuurders aan om naast hun eigen mandaat niet meer dan drie externe mandaten te houden voor CEO's en senior management, en niet meer dan zes voor anderen. De CII bestempelt bestuurders als drukbezet vanaf twee externe mandaten. In België stelt de Corporate Governance Code (2009) de grens op het bezitten van vijf mandaten. Deze regel is enkel van toepassing op de beursgenoteerde bedrijven. De Code Buysse II (2005), voor de niet-beursgenoteerde bedrijven, doet geen aanbevelingen omtrent het maximum mandaten voor bestuurders. In de academische wereld worden bestuurders vaak beschouwd als drukbezet vanaf drie of meer mandaten (Ferris et al., 2003; Fich & Shivdasani, 2006; Core et al., 1999; Perry & Peyer, 2005). Dit houdt in dat we personen die naast hun job nog twee externe mandaten

uitoefenen beschouwen als drukbezet. Deze aanbevelingen worden vaak gedaan voor bestuurders binnen grotere beursgenoteerde bedrijven. De populatie in dit onderzoek bestaat echter uit private kleine en middelgrote ondernemingen. Om drukbezette bestuurders te identificeren baseren we ons op de aanbevelingen van de NACD en de CII (voor beursgenoteerde bedrijven). Nadien controleren we wel de robuustheid van de gehanteerde definitie door alternatieve methodes toe te passen. Zo bekijken we de resultaten indien we bestuurders drukbezet beschouwen vanaf 2, 4 of 5 mandaten. Het is mogelijk dat bestuurders van private bedrijven méér mandaten kunnen uitoefenen dan hun collega's binnen beursgenoteerde ondernemingen.

Uit de vorige alinea blijkt dat we keuze genoeg hebben om een definitie vast te leggen omtrent de *busyness* van een bestuurder en de Raad van Bestuur. We volgen echter bovenstaande academici en beschouwen in dit onderzoek een bestuurder als busy vanaf drie mandaten. Vervolgens bekijken we welke proportie van de Raad van Bestuur drukbezet is om zo de dichotome variabele 'drukbezette Raad van Bestuur' te bekomen. Deze variabele zal de waarde '1' aannemen indien 50% of meer leden van de Raad van Bestuur beschouwd worden als drukbezet. Indien minder dan 50% drukbezette leden, beschouwen we de Raad van Bestuur als niet-druk en krijgt ze de waarde '0'.

Het bepalen van het aantal mandaten van een bestuurder is echter niet zo simpel. De database voorziet ons van uitgebreide informatie over het bedrijf en haar bestuurders. Het is echter noodzakelijk om deze informatie juist te classificeren. Zo zijn er bedrijven die werken met verschillende dochtervennootschappen die ook elk een Raad van Bestuur hebben. We beschouwen dan ook de mandaten uitgeoefend binnen eenzelfde groep van ondernemingen als één mandaat. De werkdruk dat deze mandaten binnen eenzelfde bedrijfsgroep met zich meebrengt zal minder zwaar doorwegen dan wanneer deze mandaten binnen onafhankelijke bedrijven worden uitgeoefend (Kiel & Nicholson, 2006). Daarnaast houden we ook geen rekening met mandaten uitgeoefend door een rechtspersoon. We denken dan bv. aan managementvennootschappen waaronder bepaalde personen handelen. Tot slot gaan we per bestuurder bekijken welke andere mandaten deze uitoefent en of we deze wel echt kunnen beschouwen als een mandaat dat tijd en inspanning kost, met andere woorden gaan we passieve mandaten opsporen en niet meenemen in onze analyse. Passieve mandaten kunnen we op verschillende manieren identificeren. De structuur van een onderneming speelt hier een belangrijke rol. Vaak werken ondernemingen met diverse dochtervennootschappen en hebben bestuurders vaak een mandaat in zowel de moeder- als dochtervennootschap. In ons onderzoek beschouwen we dit als één mandaat omdat er sprake is van een overlapping.

Kortom gebruiken we voor het bepalen van drukbezette bestuurders en de Raad van Bestuur volgende definities:

$$\text{Drukbezette bestuurders} \geq 3 \text{ mandaten}$$

$$\text{Percentage van drukbezette bestuurders} = \frac{\text{Aantal drukbezette bestuurders}}{\text{Totaal aantal bestuurders}}$$

$$\text{Drukbezette Raad van Bestuur} = \begin{cases} 1 & \text{als } \geq 50\% \text{ drukbezette bestuurders} \\ 0 & \text{als } < 50\% \text{ drukbezette bestuurders} \end{cases}$$

#### 5.2.4 Modererende variabelen

Modererende variabelen hebben een invloed op de relatie tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabele die we hierboven hebben besproken. In ons model maken we gebruik van vijf variabelen die een modererend effect hebben: de complexiteit (bepaald door de diversificatie, schuldgraad en grootte van het bedrijf), de leeftijd en de groei van een bedrijf. In deze paragraaf definiëren we deze variabelen en de gebruikte maatstaven.

##### 5.2.4.1 Diversificatie

De bel-first database voorziet voor elk bedrijf informatie over de verschillende sectoren waarin deze actief zijn. Deze informatie is beschikbaar aan de hand van de NACE-BEL codes van 2008. We baseren ons hier op het aantal segmenten waar een bedrijf actief is.

$$\text{Graad van diversificatie} = \text{aantal NACE-BEL 2008 codes}$$

##### 5.2.4.2 Schuldgraad

Voor het meten van de schuldgraad gebruiken we de schuldgraad gedefinieerd als het vreemd vermogen gedeeld door het eigen vermogen. Met andere woorden is de schuldgraad de verhouding van het vreemd vermogen ten opzichte van het eigen vermogen.

$$\text{Schuldgraad} = \frac{\text{Vreemd vermogen}}{\text{Eigen vermogen}}$$

Een andere optie zou zijn om de graad van financiële onafhankelijkheid (*equity ratio*) te gebruiken. In plaats van het vreemd vermogen vergelijken we hier het eigen vermogen met het totale vermogen. Deze ratio geeft ons een indicatie van de afhankelijkheid van extern kapitaal. Hoe lager deze ratio hoe meer een onderneming vertrouwt op externe financiering en des te lager haar solvabiliteit. Dit is een veelgebruikte ratio om inzicht te krijgen in de mate waarin een onderneming in staat is aan zijn financiële verplichtingen te voldoen. Deze ratio is intuïtiever dan de schuldgraad en gebruiken we in dit onderzoek dan ook als proxy voor financiële hefboom.

$$\text{Graad van financiële onafhankelijkheid} = \frac{\text{Eigen vermogen}}{\text{Totaal vermogen}}$$

### 5.2.4.3 **Grootte**

De grootte van een bedrijf kunnen we meten aan verschillende variabelen. Allereerst is er de mogelijkheid om het natuurlijk logaritme van het totaal der activa te gebruiken om de grootte te bepalen. Om de robuustheid van ons model te testen gebruiken we daarbij nog een andere maatstaf, namelijk de omzet. Om de grootte van een onderneming in te schatten zijn er verschillende mogelijkheden. Naast de twee bovenstaande maatstaven zouden we ook kunnen kijken naar het aantal personeelsleden dat de onderneming telt. In dit onderzoek gebruiken we echter de twee eerst vernoemde, namelijk:

$$\text{Grootte} = \ln(\text{totale activa})$$

$$\text{Grootte} = \ln(\text{omzet})$$

### 5.2.4.4 **Leeftijd**

Wellicht de makkelijkst meetbare variabele is de leeftijd van een onderneming. Onze bel-first databank voorziet van iedere onderneming het oprichtingsjaar waardoor de leeftijd berekenen gemakkelijk te berekenen is. Van dit resultaat gebruiken we echter het natuurlijk logaritme om op deze manier een normale verdeling te bekomen. Omdat onze gegevens dateren van vorig jaar gebruiken we ook het jaar 2012 om de leeftijd te berekenen.

$$\text{Leeftijd} = \ln(2012 - \text{Oprichtingsjaar})$$

### 5.2.4.5 **Groei**

De laatste modererende variabele die we onderzoeken in ons model is de groei van een bedrijf. Deze groei wordt bepaald door de evolutie te bekijken van de omzet van de afgelopen drie jaar (2010 – 2012). We berekenen de gemiddelde groei of daling van de omzet en gebruiken deze om het toekomstige groeipotentieel te voorspellen. Dit doen we aan de hand van volgende formules:

$$\text{Toekomstige groei}_{T+1} = \frac{\text{Groei}_{T-2} + \text{Groei}_{T-1} + \text{Groei}_T}{3}$$

$$\text{Groei}_T = \left( \frac{\text{Omzet}_T - \text{Omzet}_{T-1}}{\text{Omzet}_{T-1}} \right) * 100$$

In onze berekeningen baseren we ons op de laatst beschikbare gegevens uit de jaarrekeningen ( $T = 2012$ ).

### 5.2.5 Controlevariabelen

Tot slot moeten we ook rekening houden met enkele controlevariabelen. Dit zijn variabelen die worden toegevoegd aan het model omdat ze een bepaald effect hebben op de afhankelijke variabele en we hier rekening mee moeten houden. Indien we deze variabelen niet opnemen in het model maar deze wel degelijk een effect hebben op het resultaat, is er sprake van 'omitted variable bias'. Dit komt erop neer dat de variabele die we niet inbegrepen hebben in het model (controlevariabele) de onafhankelijke variabelen verstoren. Dit kan zorgen voor een vertekend beeld van de regressiecoëfficiënt en als gevolg een verkeerde interpretatie van het model. De bedoeling is dus om in ons model op zoek te gaan naar mogelijke andere factoren die een grote impact hebben op de prestaties van een bedrijf. In dit onderzoek gebruiken we de modererende variabelen tevens als controlevariabelen. Naast de modererende variabelen gebruiken we ook nog de grootte van de Raad van Bestuur als bijkomende controlevariabele. Van deze variabele gebruiken we echter het natuurlijk logaritme om een normale verdeling te bekomen:

$$\text{Grootte Raad van Bestuur} = \ln(\text{Aantal leden Raad van Bestuur})$$

### 5.3 Methode

In dit onderzoek maken we gebruik van verschillende softwarepakketten om de data die we uit de bel-first databank halen te behandelen. Het gebruik van deze software en de methodes die we toepassen worden in dit onderdeel kort toegelicht.

De benodigde data wordt vanuit de bel-first database geëxporteerd naar Microsoft Excel. Dit gebruiken we voornamelijk om de ruwe gegevens te verwerken. Daarna importeren we deze gegevens naar de statistische pakketten SPSS en STATA om analyses uit te voeren.

We beginnen echter eerst met enkele beschrijvende statistieken om inzicht te krijgen in de data en om enkele algemene conclusies te kunnen vormen. Daarna gaan we over tot het onderzoeken van de onderlinge relaties tussen onze variabelen. Hiervoor zijn verschillende methodes mogelijk. Allereerst gebruiken we de Ordinary Least Squares methode om meervoudige regressies op te stellen voor iedere hypothese. Vervolgens gebruiken we de PROCESS methode van Hayes (2013) om het marginaal effect van onze modererende variabelen verder te onderzoeken.



## 6 Empirische resultaten

In dit onderdeel gaan we onze hypothesen empirisch toetsen aan de hand van onze data. Vooraleer we kunnen beginnen met het testen van onze hypothese is het belangrijk om onze data te verkennen en te toetsen aan enkele vooronderstellingen die nodig zijn om regressieanalyse uit te voeren. We gaan hierbij tevens op zoek naar *outliers*. Dit zijn extreme waarden die een grote invloed hebben op de regressiecoëfficiënten (De Vocht, 2009). We beginnen dus met het voorbereiden van onze data op onze statistische analyses. Daarna gaan we aan de hand van enkele beschrijvende statistieken onze data verkennen om een eerste algemeen beeld te vormen. Tot slot gaan we over tot het toetsen van onze hypothesen aan de hand van lineaire regressieanalyse.

### 6.1 Voorbereiding

Om een enkelvoudige of meervoudige regressie met behulp van de *Least Squares Methode* is het noodzakelijk dat onze data voldoet aan vier veronderstellingen (Stock & Watson, 2011; De Vocht, 2009). Voor het voorbereiden van onze data volgen we dezelfde methodes als De Vocht (2009) die voornamelijk gebruikt maakt van residuenanalyse. Op deze manier gaan we bekijken of een lineair regressiemodel de gepaste methode is. We beginnen eerst met het analyseren van onze data op outliers via SPSS.

#### 6.1.1 Outliers

In dit onderdeel gaan we voor elke variabele in het onderzoeksmodel op zoek naar abnormale extreme waarden. We doen dit aan de hand van een histogram en stamdiagram die we genereren met SPSS. In dit onderzoek gaan we op zoek naar *outliers* die zich buiten 3 standaarddeviaties bevinden. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de abnormale waarden in onze dataset. Het zijn voornamelijk dezelfde cases die terugkomen met abnormale waarden. Deze waarden worden aangepast naar de grenswaarden die we gehanteerd hebben om *outliers* te detecteren (gemiddelde  $\pm 3$  standaarddeviaties)

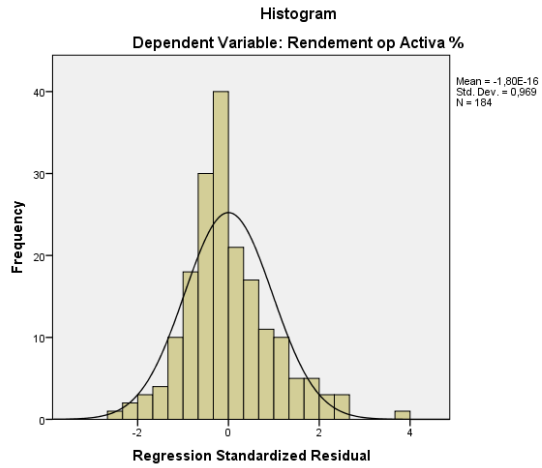


**Tabel 6-a: Outliers**

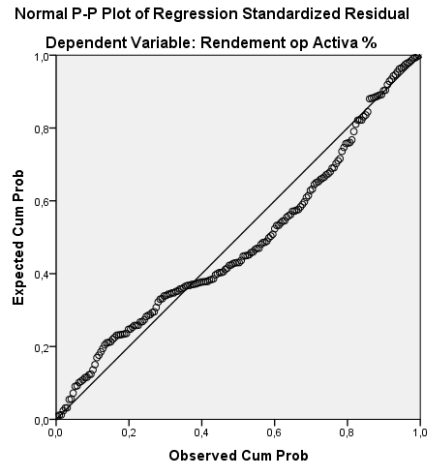
	N	Mean	Std. Deviation	Outliers
Rendement op Activa %	184	3,89	9,41	3
Operationeel Rendement op Activa %	184	0,04	0,09	3
Nettowinstmarge %	184	1,21	9,82	4
Diversificatie	184	1,64	,87	0
Algemene schuldgraad %	184	58,38	24,48	0
Zelffinancieringsgraad %	184	22,47	35,70	3
Totaal der activa (dz EUR)	184	18079,054	7337,41	0
Omzet (dz EUR)	184	25644,558	10592,00	0
Leeftijd van bedrijf	184	33,26	18,89	0
Gemiddelde Groei (3jr)	184	6,29	15,12	3
Grootte Raad van Bestuur	184	4,35	2,50	0

### 6.1.2 Verdeling residuen

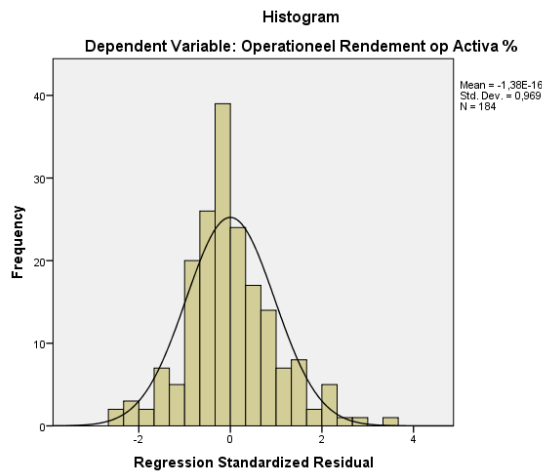
De eerste veronderstelling die we maken als we de *Least Squares* methode toepassen is dat de residuen normaal verdeeld zijn. Dit kan worden onderzocht aan de hand van een histogram en/of een *normal probability plot*. Het histogram geeft een normale curve van de gestandaardiseerde residuen. De normal probability plot geeft een plot van gestandaardiseerde residuen. Indien de residuen normaal verdeeld zijn zullen alle punten op of rondom de diagonaal liggen. Onderstaande grafieken laten de verdeling van de residuen zien voor elk van onze afhankelijke variabelen (Rendement op Activa, Operationeel Rendement op Activa en Nettowinstmarge). We zien dat voor elke variabele de veronderstelling van normale verdeling van residuen geldt.



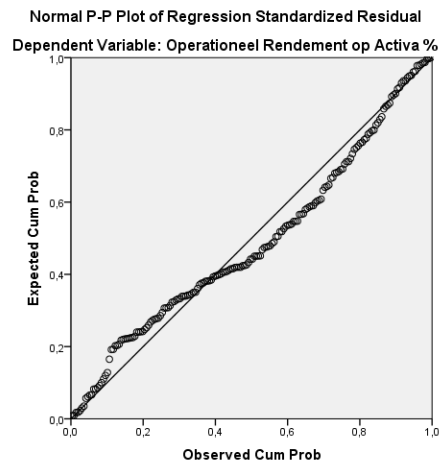
**Figuur 6-1: Histogram Residuen RoA**



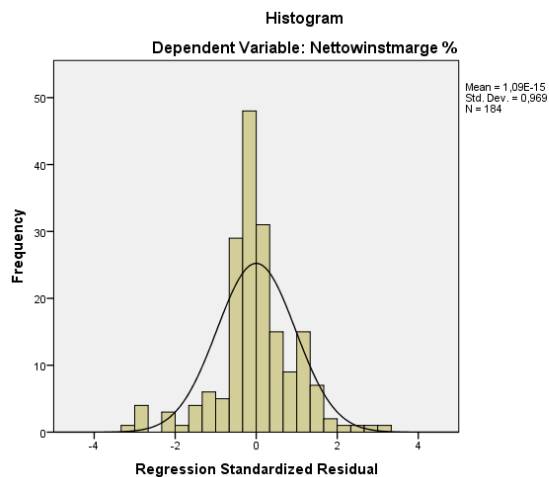
**Figuur 6-2: P-P Plot Residuen RoA**



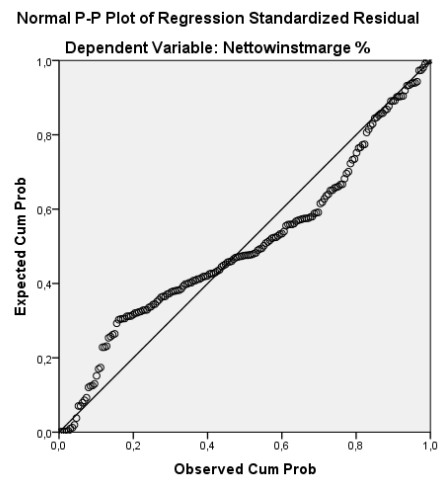
**Figuur 6-3: Histogram Residuen oRoA**



**Figuur 6-4: P-P Plot Residuen oRoA**



**Figuur 6-5: Histogram Residuen Nettowinstmarge**



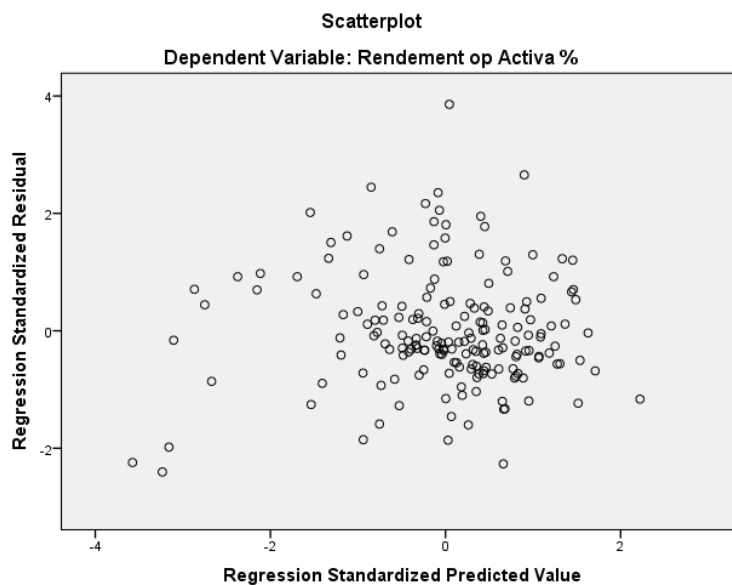
**Figuur 6-6: P-P Plot Residuen Nettowinstmarge**

### 6.1.3 Homoscedasticiteit

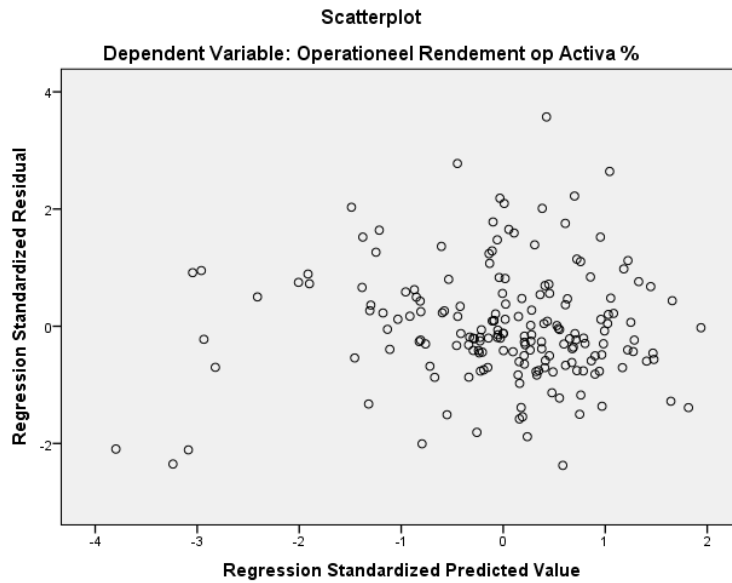
De volgende veronderstelling die we maken is die van de homoscedasticiteit (De Vocht, 2009). Dit wil zeggen dat we veronderstellen dat de variantie homogeen is. Iedere combinatie van onafhankelijke variabelen uit onze populatie moet dus dezelfde eindige variantie hebben.

#### 6.1.3.1 Visueel

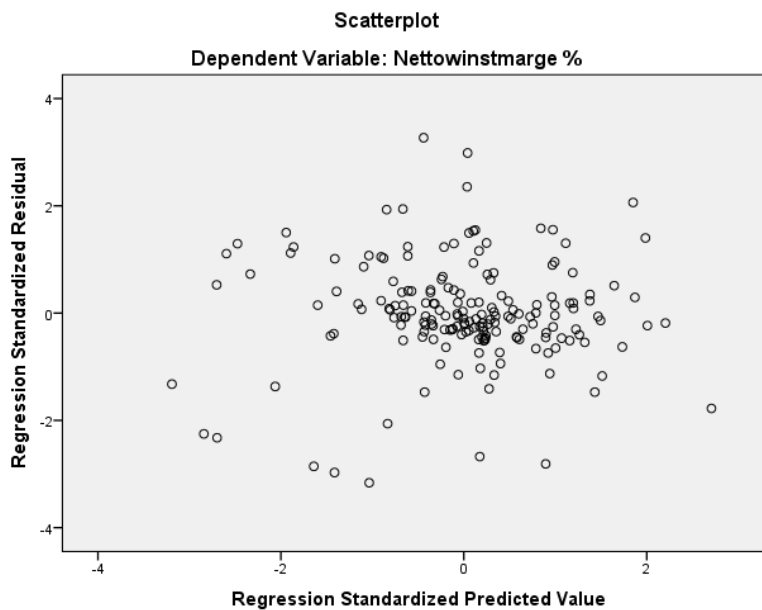
Deze veronderstelling kunnen we toetsen aan de hand van zogenaamde *scatterplots* of spreidingsdiagrammen. Als de punten evenwichtig rond een horizontale nullijn liggen is de variantie constant. Indien de punten echter een “toeter” vormen en steeds verder afwijken van de nullijn is de variantie niet constant. Het regressiemodel is bijgevolg niet homogeen. Als we onderstaande spreidingsdiagrammen bekijken kunnen we stellen dat er sprake is van lichte toetervorming. Bijgevolg is het moeilijk om via de visuele methode homoscedasticiteit te veronderstellen. Daarom gebruiken we twee formele toetsen om deze veronderstelling verder te bestuderen.



**Figuur 6-7: Spreidingsdiagram RoA**



**Figuur 6-8: Spreidingsdiagram oRoA**



**Figuur 6-9: Spreidingsdiagram Nettowinstmarge**

### 6.1.3.2 *Statistische toets*

Omdat bovenstaande scatterplots geen duidelijke indicatie geven over de homoscedasticiteit van ons model gaan we over tot het toetsen van ons model aan de hand van twee testen: de Breusch-Pagan test en de White test.

De Breusch-Pagan test werd ontworpen om lineaire vormen van heteroscedasticiteit te detecteren. Breusch-Pagan test de nulhypothese dat de varianties van de error gelijk zijn tegen de alternatieve hypothese die vooropstelt dat de varianties een multiplicatieve functie

zijn van een of meerdere variabelen. De output van deze test geeft ons een Chi-kwadraat waarde met bijhorende p-waarde. Indien deze waarde klein is, zal er geen probleem zijn met heteroscedasticiteit. Om de nulhypothese te kunnen accepteren of verwerpen bekijken we de bijhorende p-waarde.

Breusch-Pagan test het model op lineaire vormen van heteroscedasticiteit wat wil zeggen dat als  $y$  stijgt, de variantie van de error stijgt. De White test wordt gebruikt om niet-lineaire vormen van heteroscedasticiteit te toetsen. De output van deze test is dezelfde als de eerste en bekijken we dus ook de p-waarde om de nulhypothese te accepteren of te verwerpen.

Resultaten van beide testen vindt u in onderstaande tabel:

**Tabel 6-b: Heteroscedasticiteit**

	Chi-kwadraat	p-waarde
Breusch-Pagan	15.57	0.0001
White	66.95	0.3762

Op basis van bovenstaande resultaten kunnen we concluderen dat volgens Breusch-Pagan we te maken hebben met homoscedasticiteit. De White test geeft ons echter tegenstrijdige resultaten. Een imperfectie van de White test is dat ze haar kracht vrij snel verliest indien we teveel variabelen hebben in ons model. Dit kan een verklaring zijn voor de tegenstrijdige resultaten.

Toch trachten we toch om te gaan met de potentiële heteroscedasticiteit van ons model door robuuste standard errors te schatten. Dit zal zorgen voor meer betrouwbare resultaten (Stock & Watson, 2011).

#### **6.1.4 Lineariteit**

De derde veronderstelling die we maken is de lineariteit van het regressiemodel. We kunnen aan de hand van het spreidingsdiagram van de residuen ook controleren of het regressiemodel lineair is (De Vocht, 2009). Is het regressiemodel wel degelijk lineair dan vertonen de residuen geen duidelijk patroon. Dit wil zeggen dat alle positieve en negatieve residuen evenwichtig verspreid zijn rondom de nullijn. Is het regressiemodel niet lineair moet er een duidelijk patroon herkenbaar zijn in de puntenwolk, zoals bv. een parabool. In bovenstaande spreidingsdiagrammen kunnen we geen duidelijk patroon herkennen. De voorwaarde voor lineariteit is dus voldaan.

### 6.1.5 Multicollineariteit

Tot slot mag er geen sprake zijn van multicollineariteit tussen regressoren (Stock & Watson, 2011). Dit wil zeggen dat er geen onafhankelijke variabelen zijn die hetzelfde meten. Deze veronderstelling is alleen van toepassing bij multivariate regressieanalyse (bij enkelvoudige regressie is er maar één regressor). Indien regressoren perfect multicollineair zijn is het onmogelijk om een OLS-schatting te maken. In meervoudige regressie is de regressiecoëfficiënt het effect van een verandering van die regressor, terwijl we andere regressoren constant houden. Indien er perfecte multicollineariteit zou er een conflict optreden tussen twee regressoren. We kunnen dit controleren door de bivariate correlatiecoëfficiënten van alle paren onafhankelijke interval/ratio variabelen te berekenen. We kunnen spreken van multicollineariteit indien er correlaties van  $|r| \geq 0,8$  voorkomen. In dit geval meten deze twee variabelen ongeveer hetzelfde en kunnen we een buiten beschouwing laten. Om dit te controleren gebruiken we SPSS om een correlatietabel te produceren die de correlatiecoëfficiënt  $r$  (Pearson Correlation) en de significantie hiervan weergeeft (Tabel 6-d). Aan de hand van deze tabel gaan we op zoek naar correlaties die groter zijn dan 0,8. Dit is alleen het geval bij de verschillende maatstaven voor bedrijfsprestaties (RoA en Operationeel RoA). Dit is echter geen probleem. De reden waarom we meerdere maatstaven gebruiken voor bedrijfsprestaties is het garanderen van de robuustheid van ons model. Deze maatstaven zullen nooit samen in één model gebruikt worden. Er zal bijgevolg dus geen probleem van multicollineariteit optreden.

Naast de RoA en Operationele RoA is er ook nog een sterke correlatie met de derde maatstaf van bedrijfsprestaties die de norm van 0,8 net haalt. Daarnaast zijn er ook sterke correlaties tussen de verschillende onafhankelijke variabelen (gemiddeld aantal mandaten per bestuurder, percentage drukbezette bestuurders, drukbezette Raad van Bestuur). Ook dit is geen probleem omdat deze nooit samen gebruikt worden in hetzelfde regressiemodel.

Naast het berekenen van de correlaties berekenen we ook nog de *variance inflation factor* (VIF) voor onze variabelen in het model. In de praktijk worden variabelen met een VIF groter dan 10 aan verder onderzoek onderworpen. Tabel 6-c geeft ons een overzicht van de resultaten van ons model. We zien onmiddellijk dat de grens van 10 nooit wordt overschreden. De hoogste VIF-waarde is die van de variabele 'gemiddeld aantal mandaten' en is 4.97 met een gemiddelde van 1.99 voor het gehele model. We besluiten dus dat er geen sprake is van multicollineariteit in ons regressiemodel.

**Tabel 6-c: Variance inflation factors**

	<b>VIF</b>	<b>1/VIF</b>
Gemiddeld aantal mandaten	4.97	0.201303
Aandeel drukbezette bestuurders	3.76	0.265995
Busy board (DUMMY)	3.16	0.316859
Diversificatie	1.05	0.949688
Zelffinancieringsgraad %	1.17	0.857667
Totaal der activa (dz EUR)	1.20	0.835055
Omzet (dz EUR)	1.29	0.774374
Leeftijd van bedrijf	1.16	0.864611
Gemiddelde Groei (3jr)	1.07	0.937273
Groote Raad van Bestuur	1.04	0.961568
<b>Gemiddelde VIF</b>	<b>1.99</b>	

Tabel 6-d: Correlatie

		Correlations													
		Rendement op Activa %	Operationeel Rendement op Activa %	Nettowinstmarge %	Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	Percentage drukbezette bestuurders	Drukbezette Raad van Bestuur (dummy)	Diversificatie	Algemene schuldgraad %	Zelffinancieringsgraad %	ln(Totale Activa)	ln(Omzet)	ln(Leeftijd)	Gemiddelde Groei (3jr)	ln(RVB)
Rendement op Activa %	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	1	,958**	,841**	,116	,102	,075	,066	,032	,291**	-,062	-,085	,063	,156	,101
Operationeel Rendement op Activa %	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,958**	1	,816**	,107	,088	,085	,078	,068	,261**	-,053	-,028	,082	,185*	,099
Nettowinstmarge %	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,841**	,816**	1	,119	,103	,092	,015	-,095	,367**	,014	-,132	,081	,167	,041
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,116	,107	,119	1	,846**	,813**	,177*	,143	-,026	-,024	-,091	-,080	,060	-,039
Percentage drukbezette bestuurders	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,102	,088	,103	,846**	1	,746**	,173*	,096	,018	,016	-,053	-,088	,036	-,079
Drukbezette Raad van Bestuur (dummy)	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,075	,085	,092	,813**	,746**	1	,019	,193	,805	,829	,475	,233	,625	,285
Diversificatie	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,066	,078	,103	,164	,184	,184	1	,172*	-,047	,027	,002	-,084	,095	-,030
Algemene schuldgraad %	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,032	,068	,095	,000	,000	,000	,098	1	-,514**	-,060	,244**	-,052	,195**	,020
Zelffinancieringsgraad %	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,291**	,261**	,367**	-,026	,018	-,047	-,049	-,514**	1	-,063	-,148*	,296**	-,050	-,106
ln(Totale Activa)	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,062	-,053	,014	-,024	,016	,027	,022	,060	-,063	-,063	-,148*	,296**	-,050	-,106
ln(Omzet)	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,404	,472	,846	,743	,829	,717	,767	,417	,396	,000	,000	,358	,408	,170
ln(Leeftijd)	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,063	,082	,081	-,080	-,088	-,084	,068	,085	,085	,085	,085	1	-,108	,044
Gemiddelde Groei (3jr)	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,156	,185*	,167	,060	,036	,095	-,028	,195**	-,108	1	1	1	1	,059
ln(RVB)	Pearson Correlation Sig. (2-tailed) N	,172	,183	,581	,597	,691	,684	,783	,792	,150	,170	,147	,147	,428	1

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

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



## 6.2 Beschrijvende statistiek

Vooraleer we diepgaande analysetechnieken gaan toepassen op onze data is het belangrijk om de data te verkennen. Op deze manier kunnen we ons een algemeen beeld vormen van de samenstelling van onze steekproef. Zoals eerder al aangehaald bestaat onze populatie uit 1161 bedrijven. Hieruit hebben we via simple random sampling een steekproef getrokken van ongeveer 15%, wat leidt tot een dataset van 184 bedrijven. In onderstaande tabel vinden we een overzicht van enkele beschrijvende statistieken van onze steekproef. De tabel geeft ons informatie over het centrum en de spreiding van onze variabelen. Het gemiddelde zorgt ervoor dat we een idee kunnen vormen over het centrum van onze data. Het minimum, maximum en de standaarddeviatie geeft ons een idee over hoe de data gespreid is.

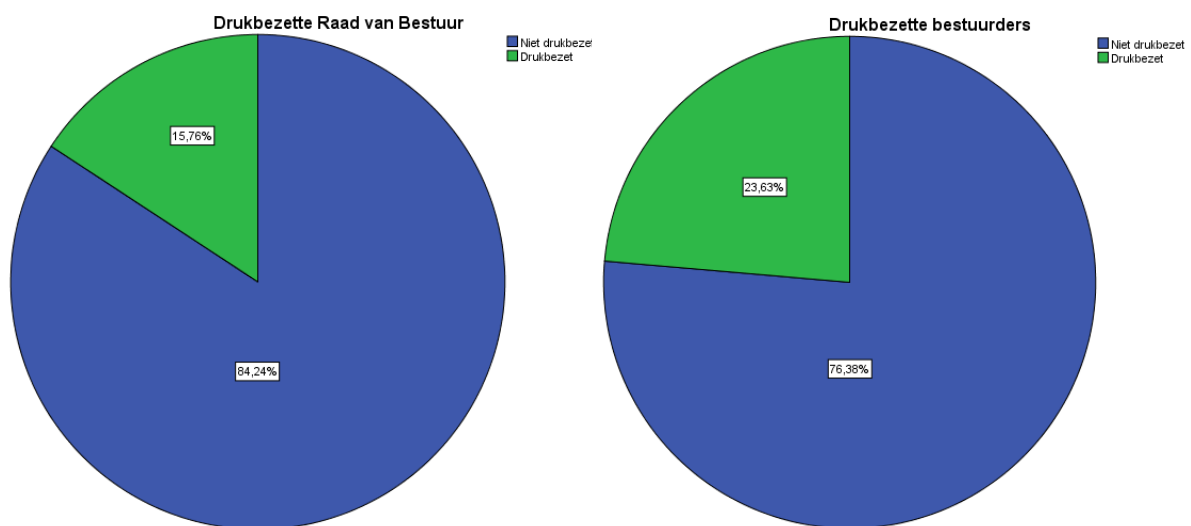
**Tabel 6-e: Beschrijvende statistieken**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
<b>Afhankelijke variabele: bedrijfsprestaties</b>					
Rendement op Activa %	184	-24,33	32,11	4,0695	7,79
Operationeel Rendement op Activa %	184	-22,27	30,49	4,3441	7,44
Nettowinstmarge %	184	-15,77	16,67	1,9855	5,27
<b>Onafhankelijke variabele: Busyness</b>					
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	184	1	9	1,99	1,11
Percentage drukbezette bestuurders	184	0,00	100,00	24,70	28,01
Drukbezette Raad van Bestuur (dummy)	184	0	1	,16	,365
<b>Modererende variabelen</b>					
Diversificatie	184	1,00	6,00	1,64	,87
Algemene schuldgraad %	184	0,00	99,82	58,38	24,48
Financiële onafhankelijkheidsgraad %	184	0	99,94	38,3542	23,10226
Totaal der activa (dz EUR)	184	10001,960	42984,992	18079,054	7337,412
Omzet (dz EUR)	184	3253,000	49858,000	25783,930	10420,041
Personeel	184	50	245	102,91	45,06
Leeftijd van bedrijf	184	2,68	89,24	33,26	18,89
Gemiddelde Groei (3jr)	184	-23,94	51,64	5,58	10,78
<b>Controlevariabele</b>					
Grootte Raad van Bestuur	184	1	20	4,35	2,50
Valid N (listwise)	184				

De bedrijfsprestaties worden in ons onderzoeksmodel gemeten aan de hand van verschillende variabelen om de robuustheid te garanderen. Zo gebruiken we het Rendement op Activa (%) (RoA), het Operationeel Rendement op Activa (%) en de Nettowinstmarge (%) als maatstaven voor bedrijfsprestaties. De bedrijven in onze steekproef hebben een gemiddeld RoA van 4,07% ten opzichte van een Operationele RoA van 4,34%. Het verschil tussen deze twee variabelen is dat de Operationele RoA alleen rekening houdt met

opbrengsten uit de normale bedrijfsvoering. Met inkomsten van financiële of uitzonderlijke aard wordt in deze ratio geen rekening gehouden. Deze ratio geeft een beter inzicht in de rendabiliteit van de bedrijfsvoering.

Als onafhankelijke variabele maken we gebruik van 3 variabelen die de *busyness* van bestuurders en de Raad van Bestuur meten. Onze steekproef omvat 800 bestuurders (verdeeld over 184 bedrijven) met elk gemiddeld bijna 2 mandaten. Van onze 800 bestuurders zijn er 189 (23,63%) drukbezet. Een tweede maatstaf die we gebruiken is het aandeel drukbezette bestuurders binnen een Raad van Bestuur. Gemiddeld hebben ongeveer 25% van de bestuurders binnen een Raad van Bestuur drie of méér mandaten en worden bijgevolg beschouwd als drukbezet. Tot slot bekijken we de Raad van Bestuur als geheel. Een Raad van Bestuur beschouwen we drukbezet indien de helft of méér van haar bestuurders drukbezet zijn. In onze steekproef zijn ongeveer 16% van de Raden van Bestuur drukbezet zoals we zien op onderstaande grafiek.

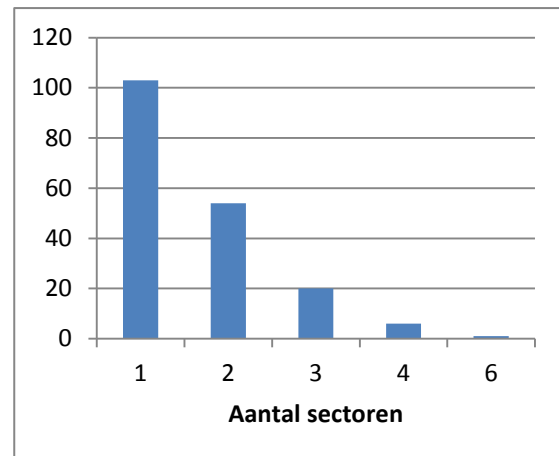


**Figuur 6-10: Drukbezette Raad van Bestuur en bestuurders**

Naast afhankelijke en onafhankelijke variabelen hebben we in ons onderzoeksmodel ook nog enkele modererende om de complexiteit, de grootte en de leeftijd van een bedrijf te meten. Allereerst bekijken we de graad van diversificatie van bedrijven en de impact hiervan op de relatie tussen onze afhankelijke en onafhankelijke variabele. De graad van diversificatie meten we aan de hand van het aantal sectoren waarin een bedrijf actief is. Op onderstaande grafiek zien we dat meer als de helft van de bedrijven slechts actief is in één sector. Bijna 30% van de bedrijven zijn actief in twee sectoren met slechts 10% in drie sectoren. Slechts een kleine minderheid is actief in meer dan drie sectoren.

Tabel 6-f: Frequentietabel diversificatie

	Frequentie	Percentage	Cumulatief Percentage
1	103	56,0	56,0
2	54	29,3	85,3
3	20	10,9	96,2
4	6	3,3	99,5
6	1	,5	100,0
Total	184	100,0	



Figuur 6-11: Diversificatie

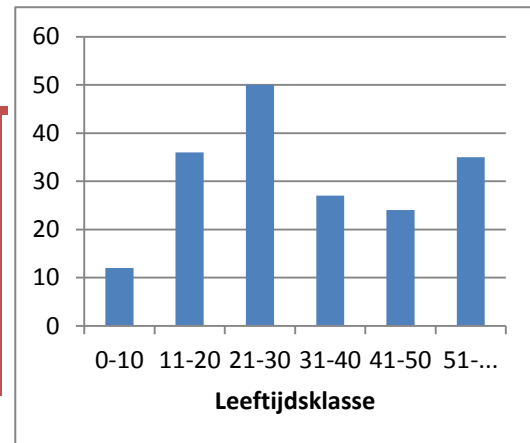
Als tweede maatstaf voor complexiteit bekijken we de schuldgraad aan de hand van twee variabelen: de algemene schuldgraad en de graad van financiële onafhankelijkheid. We zien onder andere dat bedrijven gemiddeld 58% gefinancierd worden door vreemd vermogen met een minimum van 0% (geen vreemd vermogen) en met een maximum van 99,82% (geen tot weinig eigen vermogen). Daarnaast gebruiken we de graad van financiële onafhankelijkheid om een intuïtieve indicatie te krijgen van de kapitaalstructuur. Onze dataset bevat ondernemingen die bijna helemaal vertrouwen op eigen vermogen, maar ook ondernemingen die volledig beroep doen op externe financieringsbronnen.

De mate van complexiteit wordt ten slotte ook beïnvloed door de grootte van een onderneming. Zoals eerder aangehaald hebben grotere ondernemingen te maken met een grotere complexiteit. We meten dit aan de hand van de totale activa, de omzet en het totaal aantal personeel van een bedrijf. De totale activa en de omzet van de bedrijven in onze steekproef liggen binnen onze vooropgestelde grenzen van de kleine & middelgrote ondernemingen. Bedrijven hebben gemiddeld ongeveer 18 miljoen EUR aan activa en maken jaarlijks gemiddeld 25,7 miljoen EUR omzet. Het aantal personeel dat een bedrijf tewerk stelt kan daarnaast ook nog een indicatie geven over de grootte van een bedrijf. In onze steekproef hebben bedrijven gemiddeld 103 werknemers met een minimum van 50 en maximum van 245.

Een volgende modererende variabele is de leeftijd van een bedrijf. Het jongste bedrijf in onze steekproef is ongeveer 3 jaar geleden opgericht ten opzichte van het oudste bedrijf dat al meer dan 89 jaar actief is. De gemiddelde leeftijd is 33 jaar met een mediaan van 28 jaar. Dit houdt in dat enkele uitschieters (in dit geval de oudste bedrijven) het gemiddelde omhoog trekken. Onze 6<sup>de</sup> hypothese stelt voorop dat de leeftijd van een bedrijf de relatie tussen het aantal mandaten en de bedrijfsprestaties negatief beïnvloed. Onze steekproef omvat zoals we kunnen zien bedrijven van diverse leeftijden zodat we deze hypothese kunnen testen.

**Tabel 6-g: Frequentietabel Leeftijd**

	Frequentie	Percentage	Cumulatief Percentage
0-10	12	6,5	6,5
11-20	36	19,6	26,1
21-30	50	27,2	53,3
31-40	27	14,7	67,9
41-50	24	13	81
51-...	35	19	100
Total	184	100	



**Figuur 6-12: Leeftijd**

De grootte van het bedrijf meten we in deze studie aan de hand van twee variabelen. Allereerst kijken we naar de totale activa van een bedrijf. De tweede variabele die we hanteren is de omzet. Bekijken we onze steekproef volgens de waarde van de totale activa dan zien we dat bedrijven gemiddeld 18 079 054 EUR aan activa hebben met een minimum van 10 000 196 EUR en een maximum van 42 984 990 EUR. Hiermee wordt nogmaals bevestigd dat onze steekproef bestaat uit kleine en middelgrote ondernemingen zoals gedefinieerd in hoofdstuk 5.1.1. Ook als we onze bedrijven analyseren op basis van hun omzet van 2012 zien we dat ze voldoen aan bovenstaande definitie met een gemiddelde omzet van 25 783 930 EUR.

De laatste modererende variabele die we beschouwen is de gemiddelde groei van de omzet van een bedrijf. In onze steekproef zijn er bedrijven met een sterk dalende omzet maar ook een sterk stijgende omzet. Gemiddeld halen bedrijven een omzetgroei van 5,58%.

Tot slot houden we rekening met de grootte van de Raad van Bestuur om de invloed hiervan op de bedrijfsprestaties te kunnen controleren. De grootte van de Raad van Bestuur is in deze studie niet relevant, toch moeten we deze in rekening brengen om een vertekening van de resultaten te voorkomen. Nemen we deze niet op in ons regressiemodel kan er sprake zijn van *omitted variable bias*.

### **6.3 Regressieanalyse**

In hoofdstuk 6.1 hebben we de veronderstellingen gecontroleerd die nodig zijn om de OLS-methode toe te passen. We hebben bevestigd dat aan al deze veronderstellingen voldaan wordt. In deze paragraaf gaan we ons model bouwen. We testen vervolgens de vooropgestelde hypothesen. We beginnen met het testen van de relatie tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabele en breiden ons model uit met de vooraf besproken

modererende variabelen. In elk model gebruiken we het aantal leden van de Raad van Bestuur als controlevariabele om enige invloed hiervan mee te nemen in het model.

We gebruiken twee verschillende maatstaven voor bedrijfsprestaties om de robuustheid te testen: (a) Rendement op Activa (%) en (b) Nettowinstmarge (%). Bovendien gebruiken we drie verschillende maatstaven voor *busyness*: (1) het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder, (2) het percentage drukbezette bestuurders en (3) een dummy variabele voor drukbezette Raad van Bestuur.

### 6.3.1 Drukbezette bestuurders en bedrijfsprestaties

Onderstaande tabel geeft een overzicht van de verschillende regressiemodellen die we gebruiken om onze eerste algemene hypothese te toetsen.

*H<sub>1</sub>: Drukbezette bestuurders hebben een positieve invloed op de bedrijfsprestaties*

**Tabel 6-h: Regressiecoëfficiënten: Drukbezette bestuurders**

Model	1a	1b	2a	2b	3a	3b
<b>Constante</b>	-0,054 (2,101)	0,130 (1,426)	0,764 (1,910)	0,715 (1,297)	1,410 (1,829)	1,089 (1,240)
<b>Onafhankelijke variabele</b>						
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	0,841 (0,515)	0,574 (0,349)				
Percentage drukbezette bestuurder			0,031 (0,021)	0,020 (0,014)		
Drukbezette Raad van Bestuur (dummy)					1,660 (1,573)	1,342 (1,066)
<b>Controle variabele</b>						
ln(Groote Raad van Bestuur)	1,810 (1,258)	0,528 (0,854)	1,879 (1,262)	0,571 (0,857)	1,769 (1,263)	0,505 (0,856)
<i>F-waarde</i>	2,281	1,503	2,064	1,194	1,496	0,945
<i>R<sup>2</sup></i>	(0,025)	(0,016)	(0,022)	(0,013)	(0,016)	(0,010)
<i>SE van de regressie</i>	7,739	5,252	7,748	5,260	7,772	5,268

De standaarddeviatie wordt weergegeven tussen haakjes. Regressiecoëfficiënten worden weergegeven in betas.  
N = 184; \*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01 (tweezijdige toets)

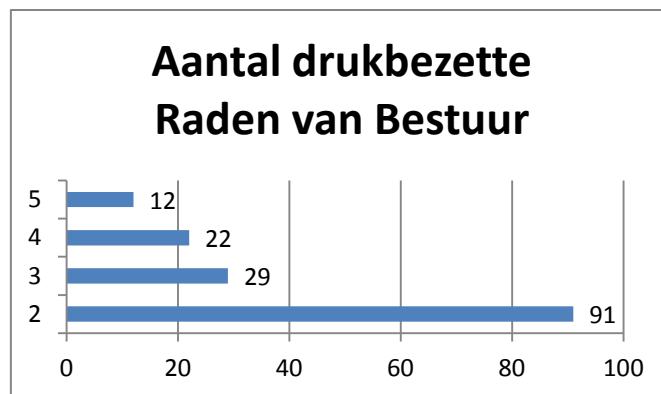
Het valt op te merken dat in bovenstaand model geen statistisch significante resultaten gevonden worden. We zien voor elk model een positieve regressiecoëfficiënt, maar er is geen enkele statistisch significant. Op basis van dit model kunnen we geen uitspraak doen over het effect van het aantal mandaten van bestuurders en de *busyness* van de Raad van Bestuur op de bedrijfsprestaties. Dit kan erop wijzen dat het effect van drukbezette bestuurders op de bedrijfsprestaties afhankelijk is van meerdere factoren. Het is mogelijk dat er toch geen lineair verband gevonden kan worden tussen deze twee variabelen. Zo kan het

zijn dat voor sommige bedrijven de drukbezette bestuurders een positief effect hebben en bij andere bedrijven dit net andersom is. Het is dus belangrijk om op zoek te gaan naar andere variabelen die de variantie in bedrijfsprestaties kunnen helpen verklaren. Deze variabelen hebben we eerder al besproken in hoofdstuk 4.4 waar we op zoek gingen naar factoren die invloed hebben op de nood aan advies of controle van een bedrijf. In het volgende onderdeel breiden we ons model dan ook uit met deze modererende variabelen en bekijken we hoe deze het model beïnvloeden.

Bovendien is de correlatie coëfficiënt ( $R^2$ ) matig in onze modellen. Deze coëfficiënt meet de hoeveelheid variantie van de te verklaren variabele die door de verklarende variabelen verklaard wordt. Is de  $R^2$  van een model gelijk aan 1, zou 100% van de variantie door het model worden verklaard. In dit geval schommelt de  $R^2$  rond 0,02 en kunnen we stellen dat ons model een matige verklarende kracht heeft. Een reden voor deze relatief lage  $R^2$  kan zijn dat er andere factoren inspelen op de bedrijfsprestaties die we niet meten of onmogelijk zijn om te meten in ons model. Onze eerste hypothese kunnen we bijgevolg dan ook niet accepteren.

### **6.3.1.1      *Robuustheidstesten***

Om de busyness van een bestuurder en de Raad van Bestuur te meten hebben we ons gebaseerd op aanbevelingen van de NACD en de CII. Deze aanbevelingen zijn allen van toepassing op beursgenoteerde ondernemingen. De populatie van dit onderzoek bestaat echter uitsluitend uit private kleine en middelgrote ondernemingen. Deze aanbevelingen zijn dus niet noodzakelijk correct voor private bedrijven. Zo is het denkbaar dat bestuurders in private bedrijven meer mandaten kunnen opnemen omdat deze bedrijven doorgaans aan minder voorwaarden moeten voldoen en minder strenge controles moeten voeren dan beursgenoteerde bedrijven. Daarom is het nodig om de grens van 3 mandaten (om iemand drukbezet te beschouwen) te testen op haar robuustheid. Dit doen we door hetzelfde model te testen met verschillende maatstaven voor *busyness*. Figuur 6-13 toont ons hoeveel Raden van Bestuur er drukbezet beschouwd kunnen worden indien we rekening houden met een variërende grens.



**Figuur 6-13: Grafiek aantal drukbezette Raden van Bestuur**

Zo zien we dat in ons originele model ongeveer 16% van de bedrijven een drukbezette Raad van Bestuur hebben. Beschouwen we bestuurders drukbezet vanaf 2 mandaten, dan hebben bijna de helft van de bedrijven in onze steekproef een drukbezette raad. Trekken we de grens omhoog naar 4 en 5 mandaten zien we dat we respectievelijk 12% en 6,5% van de raden van bestuur drukbezet kunnen beschouwen. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de resultaten van de regressie. De onafhankelijke variabele is de *dummy* (0 of 1) voor drukbezette Raad van Bestuur met als afhankelijke variabele de *Return on Assets* (%). Daarnaast houden we in ons basismodel ook rekening met de grootte van de Raad van Bestuur.

**Tabel 6-i: Robuustheidstesten**

Drukbezet vanaf:	2	3	4	5
<b>Constante</b>	,6098 (2,004)	1,410 (1,829)	1,369 (1,884)	1,327 (1,869)
<b>Onafhankelijke variabele</b>				
Drukbezette Raad van Bestuur (dummy)	1,3763 (1,158)	1,660 (1,573)	2,0808 (1,603)	2,487 (2,119)
<b>Controle variabele</b>				
ln(Grootte Raad van Bestuur)	2,049 (1,252)	1,769 (1,263)	1,807 (1,246)	1,902 (1,244)
<i>F-waarde</i>	1,78	1,496	1,58	1,57
<i>R2</i>	(0,0177)	(0,016)	(0,017)	(0,016)
<i>SE van de regressie</i>	7,765	7,772	7,765	7,771

Bovenstaande resultaten komen overeen met ons originele model. Bijgevolg kunnen we de aanbevelingen van de NACD en de CII gebruiken om ons model uit te breiden. We beschouwen een bestuurder dus drukbezet vanaf 3 mandaten. Bovendien gebruiken we naast de dummyvariabele voor drukbezette Raad van Bestuur ook het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder. Deze variabele houdt geen rekening met enige aannames uit de

literatuurstudie en is dus volledig objectief. In de volgende paragrafen breiden we ons model uit met verschillende modererende variabelen.

### **6.3.2 Complexiteit**

Het is duidelijk dat er nood is aan een uitbreiding van ons algemeen model. We voegen daarom de modererende variabele complexiteit toe die we meten aan de hand van drie maatstaven.

Een eerste vorm van complexiteit is de mate van diversificatie van een bedrijf.

Gediversifieerde bedrijven zijn actief in meerdere uiteenlopende sectoren wat de complexiteit verhoogt (Rose & Shepard, 1997). Bovendien heeft het management van gediversifieerde bedrijven een grotere behoefte aan advies (Hermalin & Weisbach, 1988; Yermack, 1996). Ze hebben meestal ook te maken met een zeer competitieve en onzekere omgeving wat zorgt voor een verhoogd risico (Markarian & Parbonetti, 2007). We meten de mate van diversificatie aan de hand van het aantal sectoren waarin het bedrijf actief is. Deze gegevens vinden we terug in de Bel-First database in de vorm van NACE-BEL codes.

Een tweede variabele die we gebruiken als indicatie voor complexiteit is de schuldgraad.

Vanuit een resource dependency perspectief is een onderneming afhankelijk van externe bronnen. Bedrijven met een grotere hefboom (schuldgraad) zouden een grotere nood hebben aan advies (Pfeffer, 1972; Klein, 1998). Bovendien kunnen drukbezette bestuurders gebruik maken van hun breed netwerk aan contacten om zo deze externe bronnen veilig te stellen. Om de schuldgraad van een bedrijf te meten gebruiken we de zelffinancieringsgraad (%). Dit is een intuïtieve maatstaf die ons een indicatie geeft over de kapitaalstructuur van een onderneming.

Tot slotte meten we de complexiteit van een bedrijf aan de hand van de grootte van het bedrijf. Eerdere studies hebben reeds positieve relaties aangetoond tussen bestuurders met meerdere mandaten en de grootte van een bedrijf (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003; Fich & Shivdasani, 2006). Deze bestuurders zouden beter in staat zijn om om te gaan met de complexiteit van grotere bedrijven en het managen hiervan. Enerzijds gebruiken we de grootte van de onderneming om een idee te vormen over de contractuele omgeving te meten waarin het bedrijf opereert. Een grotere onderneming heeft een grotere radius hebben waarin ze handelt en gaat bijgevolg dus meer zakelijke relaties aan. De grootte van een onderneming meten we aan de hand van het natuurlijk logaritme van de totale activa en het natuurlijk logaritme van de omzet.

Deze modererende variabelen worden toegevoegd aan ons model. Nadien analyseren we de resultaten en trachten we een antwoord te vormen op volgende hypothesen:



H<sub>2</sub>: De mate van diversificatie versterkt de positieve relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.

H<sub>3</sub>: Een hogere schuldgraad versterkt de positieve relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.

H<sub>4</sub>: De grootte van een onderneming versterkt de positieve relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.

Tabel 6-j: Regressiecoëfficiënten: Complexiteit

Model	1a	1b	2a	2b	3a	3b
<b>Constante</b>	10,178 (16,652)	,115 (10,978)	12,591 (16,580)	1,906 (10,946)	13,400 (16,582)	2,456 (10,920)
<b>Onafhankelijke variabele</b>						
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	,802 (,503)	,581* (,331)				
Percentage drukbezette bestuurder			0,026 (,020)	,018 (,013)		
Drukbezette Raad van Bestuur (dummy)					1,866 (1,512)	1,556 (,996)
<b>Modererende variabelen</b>						
Diversificatie	,582 (,640)	,071 (,422)	,612 (,641)	,104 (,423)	,689 (,635)	,141 (,418)
Financiële onafhankelijkheidsgraad %	,089*** (,021)	,073*** (,014)	,088*** (,021)	,072*** (,014)	,089*** (,021)	,073*** (,014)
In(Totaal der activa (dz EUR))	-,961 (1,623)	1,037 (1,070)	-1,023 (1,628)	,997 (,1,075)	-,990 (1,628)	1,009 (1,072)
In(Omzet (dz EUR))	-,489 (1,386)	-1,260 (,914)	-,585 (1,385)	-1,335 (,915)	-,668 (1,384)	-1,387 (,911)
<b>Controle variabele</b>						
In(Grootte Raad van Bestuur)	2,516** 1,219	1,030 (,803)	2,575** (1,224)	1,066 (,808)	2,508** (1,222)	1,031 (,805)
<i>F-waarde</i>	4,27***	5,981	4,121***	5,727***	4,077***	5,857***
<i>R2</i>	,126	,169	,123	,163	,121	,166
<i>SE van de regressie</i>	7,40567	4,88235	7,42203	4,89993	7,42689	4,89091

De standaarddeviatie wordt weergegeven tussen haakjes. Regressiecoëfficiënten worden weergegeven in betas.  
N = 184; \*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01 (tweezijdige toets)

Bovenstaande tabel geeft ons een overzicht van de resultaten van de regressieanalyse. Het valt op te merken dat we in dit model wel enkele statistisch significante regressiecoëfficiënten hebben in tegenstelling tot onze eerste regressieanalyse. We merken echter wel een grote variabiliteit van de constante in ons model. De enige onafhankelijke variabele die statistisch significant is (niveau 10%) is deze in model 1b. Hier meten we het effect van het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder op de Nettowinstmarge (%) met complexiteit als modererende variabele en grootte van de raad van bestuur als controlevariabele. Ook de financiële onafhankelijkheidsgraad (%) is voor elk model significant op het hoogste niveau ( $p < 0,01$  of 1%). De controlevariabele is alleen significant als we het Rendement op Activa (%) gebruiken als afhankelijke variabele. Het is ook opvallend dat in vergelijking met onze eerste regressieanalyses de meervoudige correlatiecoëfficiënt omhoog is gegaan. We zien nu een  $R^2$  van ongeveer 0,12 (a) en 0,16

(b). Deze toename is te wijten aan het feit dat we enkele variabelen hebben toegevoegd aan ons model en dat de verklarende kracht omhoog is gegaan. Deze  $R^2$  heeft een vrij acceptabele waarde.

Om het modererend effect te testen van onze variabelen is het nodig om een nieuwe interactievariabele toe te voegen aan ons model. We gebruiken onderstaande interactievariabelen om het modererend effect te testen. Aangezien de hoge correlatie tussen de onafhankelijke variabelen is het niet noodzakelijk om deze allemaal op te nemen als interactievariabele in ons model. Daarom gebruiken we het aandeel drukbezette bestuurders binnen de Raad van Bestuur.

Diversificatie \* Aandeel drukbezette bestuurders binnen Raad van Bestuur

Financiële onafhankelijkheidsgraad \* Aandeel drukbezette bestuurders binnen Raad van Bestuur

$\ln(\text{Totaal der activa})$  \* Aandeel drukbezette bestuurders binnen Raad van Bestuur

**Tabel 6-k: Regressiecoëfficiënten: Interactie**

Model	a
<b>Constante</b>	10,342 (17,270)
<b>Onafhankelijke variabele</b>	
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	,888 (,945)
<b>Modererende variabelen</b>	
Diversificatie	,313 (1,064)
Financiële onafhankelijkheidsgraad %	,080*** (,026)
$\ln(\text{Totaal der activa (dz EUR)})$	-,989 (1,648)
$\ln(\text{Omzet (dz EUR)})$	-,431 (1,401)
Aandeel drukbezette bestuurders * $\ln(\text{Totale Activa})$	-.003 (.006)
Aandeel drukbezette bestuurders * Diversificatie	.006 (.022)
Aandeel drukbezette bestuurders * Financiële onafhankelijkheidsgraad	.000 (.001)
<b>Controle variabele</b>	
$\ln(\text{Grootte Raad van Bestuur})$	2,566** 1,236

Ook bij deze regressieanalyses hebben we onvoldoende bewijs om te concluderen dat drukbezette bestuurders enig effect hebben op de bedrijfsprestaties. We merken een miniem positief effect van het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder op de nettowinstmarge (%). Dit effect is echter zéér gering.

De regressieanalyse geeft geen ondersteuning voor onze hypothesen omtrent de modererende variabele complexiteit van een onderneming. De regressiecoëfficiënten tonen geen statistisch significant verband voor de interactievariabelen diversificatie, totale activa en zelffinancieringsgraad. Het betrouwbaarheidsinterval van 95% in de laatste 2 kolommen van bovenstaande tabel laten zien dat alleen de zelffinancieringsgraad en het aantal leden van de Raad van Bestuur significant verschillen van nul. Op basis van deze resultaten kunnen we hypothese H2, H3 en H4 niet aannemen. Voor de financiële onafhankelijkheidsgraad van een onderneming vinden we een licht positieve regressiecoëfficiënt. Dit wil zeggen dat een groter eigen vermogen (en des te minder schulden) zal leiden tot betere bedrijfsprestaties (RoA en Nettowinstmarge).

### **6.3.3 Leeftijd**

Het tweede modererend effect dat we testen is de impact van de leeftijd van de onderneming op de relatie tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabele. We gebruiken leeftijd als proxy voor ervaring. Eerdere studies hebben reeds aangetoond dat jonge onervaren bedrijven meer nood hebben aan advies aangezien ze in aanraking komen met nieuwe onbekende situaties (Field, Lowry, & Mkrtchyan, 2013). Drukbezette bestuurders zouden hier dan ook een waardevolle bijdrage kunnen leveren. Ze hebben immers veel ervaring en zijn bekend met uiteenlopende situaties. Kortom stellen we dat jonge bedrijven een grotere nood hebben aan advies, en dat de nood aan monitoring minder van belang is. We toetsen volgende hypothese:

H<sub>5</sub>: De leeftijd heeft een negatieve invloed op de positieve relatie tussen drukbezette bestuurders en bedrijfsprestaties.

**Tabel 6-I: Regressiecoëfficiënten: Leeftijd**

Model	1a	1b	2a	2b	3a	3b
<b>Constante</b>	-2,761 (3,849)	-2,398 (2,608)	-3,169 (4,240)	-2,812 (2,872)	-1,228 (3,447)	-1,259 (2,335)
<b>Onafhankelijke variabele</b>						
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	,841 (,941)	,672 (,638)				
Percentage drukbezette bestuurder			,086 (,108)	,072 (,073)		
Drukbezette Raad van Bestuur (dummy)					,271 (2,292)	,801 (1,553)
<b>Modererende variabelen</b>						
Aandeel drukbezette bestuurders * ln(Leeftijd van bedrijf)	,001 (,011)	-,001 (,008)	-,017 (,033)	-,016 (,022)	,008 (,009)	,004 (,006)
ln(Leeftijd van bedrijf)	,817 (,930)	,749 (,630)	1,256 (1,230)	1,130 (,833)	,610 (,917)	,634 (,621)
<b>Controle variabele</b>						
ln(Groote Raad van Bestuur)	1,771 (1,279)	,469 (,867)	1,688 (1,300)	,393 (,880)	1,887 (1,278)	,534 (,866)
<i>F-waarde</i>	1,350	1,116	1,306	1,081	1,149	,901
<i>R2</i>	,029	,024	,028	,024	,025	,020
<i>SE van de regressie</i>	7,76289		7,76657	5,26130	7,77988	5,27166

De standaarddeviatie wordt weergegeven tussen haakjes. Regressiecoëfficiënten worden weergegeven in betas. N = 184; \*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01 (tweezijdige toets)

Ook voor de modererende variabele leeftijd vinden we soortgelijke resultaten. We vinden geen statistisch significante regressiecoëfficiënten voor de leeftijd en voor de interactievariabele (leeftijd \* aandeel drukbezette bestuurders). Er is dus geen sprake van enig (noch positief, noch negatief) verband tussen leeftijd, drukbezette bestuurders/raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. We merken ook hier weer een zeer lage correlatiecoëfficiënt R<sup>2</sup>. Bijgevolg verwerpen we de hypothese van de leeftijd van een bedrijf.

#### 6.3.4 Groei

Tot slot bekijken we nog het effect van de groei op de relatie tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabele. Voor bedrijven die te maken hebben met een grote groei is het essentieel om informatie te verzamelen en deze te analyseren. De Raad van Bestuur speelt een belangrijke rol om het management bij te staan en deze informatie te interpreteren. Bovendien is het zeer belangrijk voor groeiende ondernemingen om verschillende externe bronnen aan te spreken. Ze hebben vaak nood aan externe middelen om hun groei te financieren. Drukbezette bestuurders brengen hier enkele voordelen met zich mee (Gulati & Westphal, 1999). De volgende hypothese wordt getest:

H<sub>6</sub>: De gemiddelde groei versterkt de positieve relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.

Tabel 6-m: Regressiecoëfficiënten: Groei

Model	1a	1b	2a	2b	3a	3b
<b>Constant</b>	-0,395 (2,122)	-,053 (1,437)	,375 (1,915)	,467 (1,298)	1,082 (1,828)	,846 (1,236)
<b>Onafhankelijke variabele</b>						
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	,841 (,564)	,525 (,382)				
Percentage drukbezette bestuurder			,032 (,023)	,019 (,016)		
Drukbezette Raad van Bestuur (dummy)					1,358 (1,755)	1,020 (1,187)
<b>Modererende variabelen</b>						
Gemiddelde groei (3jr)	,115* (,067)	,077* (,046)	,118* (,068)	,078* (,046)	,104 (,068)	,071 (,046)
Aandeel drukbezette bestuurders * Gemiddelde groei	,000 (,002)	,00001656 (,001)	-,001 (,002)	,00002019 (,001)	,00008328 (,002)	,000 (,001)
<b>Controle variabele</b>						
In(Groote Raad van Bestuur)	1,638 (1,256)	,471 (,851)	1,707 (1,259)	,457 (,853)	1,617 (1,262)	,404 (,854)
<i>F-waarde</i>	2,127*	1,916	2,059*	1,801	1,708	1,619
<i>R<sup>2</sup></i>	,045	,041	,044	,039	,037	,035
<i>SE van de regressie</i>	7,69826	5,21403	7,70385	5,22047	7,73294	5,23071

De standaarddeviatie wordt weergegeven tussen haakjes. Regressiecoëfficiënten worden weergegeven in betas. N = 184; \*p<0,1; \*\*p<0,05; \*\*\*p<0,01 (tweezijdige toets)

De gemiddelde groei is de laatste variabele die we empirisch testen. Bovenstaande tabel geeft een overzicht van de resultaten van de regressieanalyse. We merken op dat de variabele gemiddelde groei statistisch significant is ( $p < 0,1$ ) indien we de eerste twee onafhankelijke variabelen gebruiken. Voor onze dummyvariabele van drukbezette Raad van Bestuur vinden we geen significante resultaten voor de gemiddelde groei. De interactievariabele in dit model is bovendien ook niet significant. De gemiddelde groei treedt dus niet op als moderator tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabele. Bijgevolg verwerpen we de voorop gestelde hypothese. De groei heeft geen significante invloed op de relatie tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabele.

## 6.4 Marginale effecten

In dit onderdeel gaan we de relatie tussen de bestuurdersmandaten en de bedrijfsprestaties en vooral het effect van onze modererende variabelen op deze relatie dieper onderzoeken. Dit doen we aan de hand van enkele grafieken die we produceren met SPSS volgens de PROCESS methode van Hayes (2013).

De grafiek is een weergave van de voorspelde waarden met bijhorende betrouwbaarheidsinterval (95%) voor een verschillende waarde van de modererende variabele. Op deze manier zien we voor welke waarde van onze modererende variabele het model een statistisch significante voorspelling maakt. We kunnen dus de impact van deze variabelen op de relatie tussen onze onafhankelijke en afhankelijke variabele beter bestuderen. Een van de voornaamste redenen waarom het berekenen van marginale effecten ons een dieper inzicht zal geven in het modererend effect is dat ze niet noodzakelijk voor elke waarde hetzelfde moeten zijn.

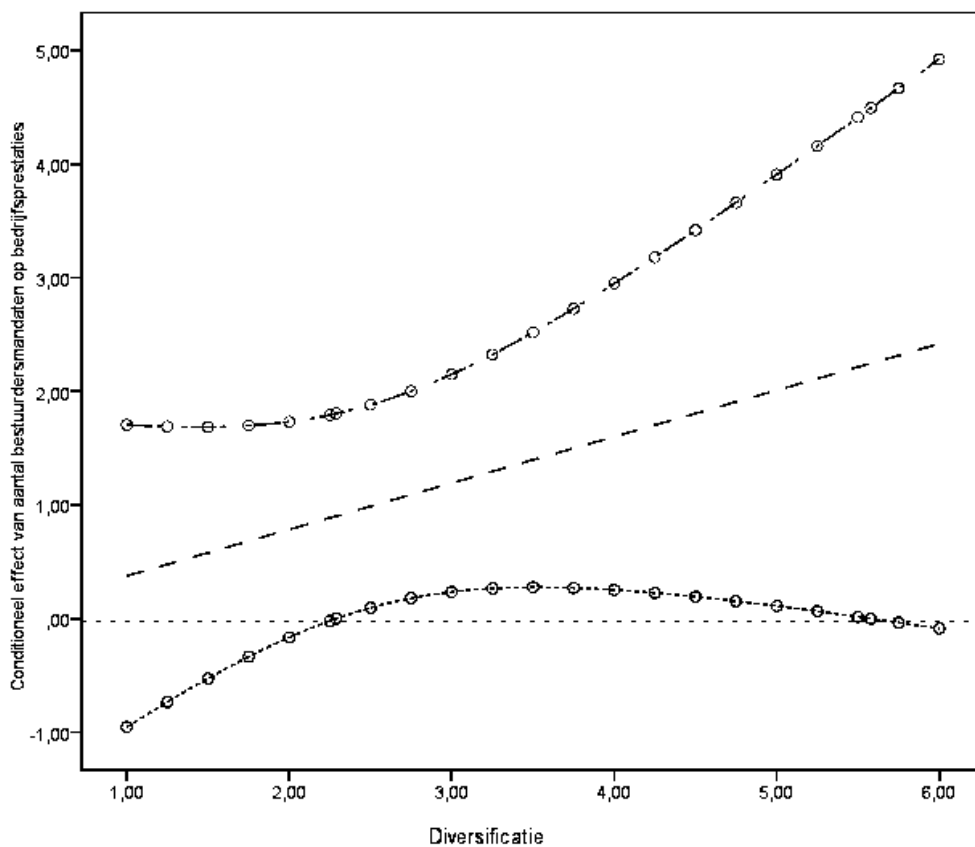
Voor deze analyses gebruiken we het Rendement op Activa (%) voor het meten van de bedrijfsprestaties en het gemiddeld aantal mandaten voor het meten van de *busyness* van de bestuurders. Daarnaast bestaan er verschillende methodes om de verschillende waarden van onze modererende variabelen te bepalen. Indien mogelijk gebruiken we de Johnson-Neyman techniek die ons automatisch de betere waarden voor onze modererende waarde geeft. Deze techniek vereist echter een kantelpunt van significantie. Dit wil zeggen dat het noodzakelijk is dat voor bepaalde waarden de voorspelling significant moet zijn en voor andere waarden de voorspelling niet significant moet zijn. Is deze voorwaarde niet voldaan zal deze techniek geen uitkomst leveren. Bijgevolg gebruiken we de *pick-a-point approach* op basis van het 10<sup>de</sup>, 25<sup>ste</sup>, 50<sup>ste</sup>, 75<sup>ste</sup> en 90<sup>ste</sup> percentiel. We zouden ook het gemiddelde en het gemiddelde  $\pm 1$  standaarddeviatie kunnen gebruiken. Deze methode geeft echter maar drie verschillende waarden voor onze modererende variabele, we verkiezen daarom de eerste techniek die ons een iets beter beeld geeft van het verloop.

### 6.4.1 Diversificatie

De eerste modererende variabele die we gaan bekijken is de mate van diversificatie van een bedrijf. We hebben dit gemeten aan de hand van het aantal sectoren dat een onderneming actief in is. Figuur 6-14 geeft ons een visuele weergave van het modererend effect van de diversificatie van een onderneming op de relatie tussen het aantal mandaten en de bedrijfsprestaties. Het is opmerkelijk dat voor bedrijven die slechts actief zijn in één sector we geen significante resultaten bekomen. Wel zien we dat voor bedrijven actief in méér dan 2 sectoren er sprake is van een licht positieve relatie tussen het aantal mandaten en de bedrijfsprestaties. Dit effect is echter niet meer statistisch significant vanaf bijna 6 sectoren omdat onze steekproef wellicht te klein is. In onze steekproef zijn er slechts 7 ondernemingen actief in 4 of méér sectoren. Meer dan 50% van de cases focust zich op slechts één sector.

Op basis van deze analyse nemen we volgende vooropgestelde hypothese aan:

H<sub>2</sub>: De mate van diversificatie versterkt de positieve relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.



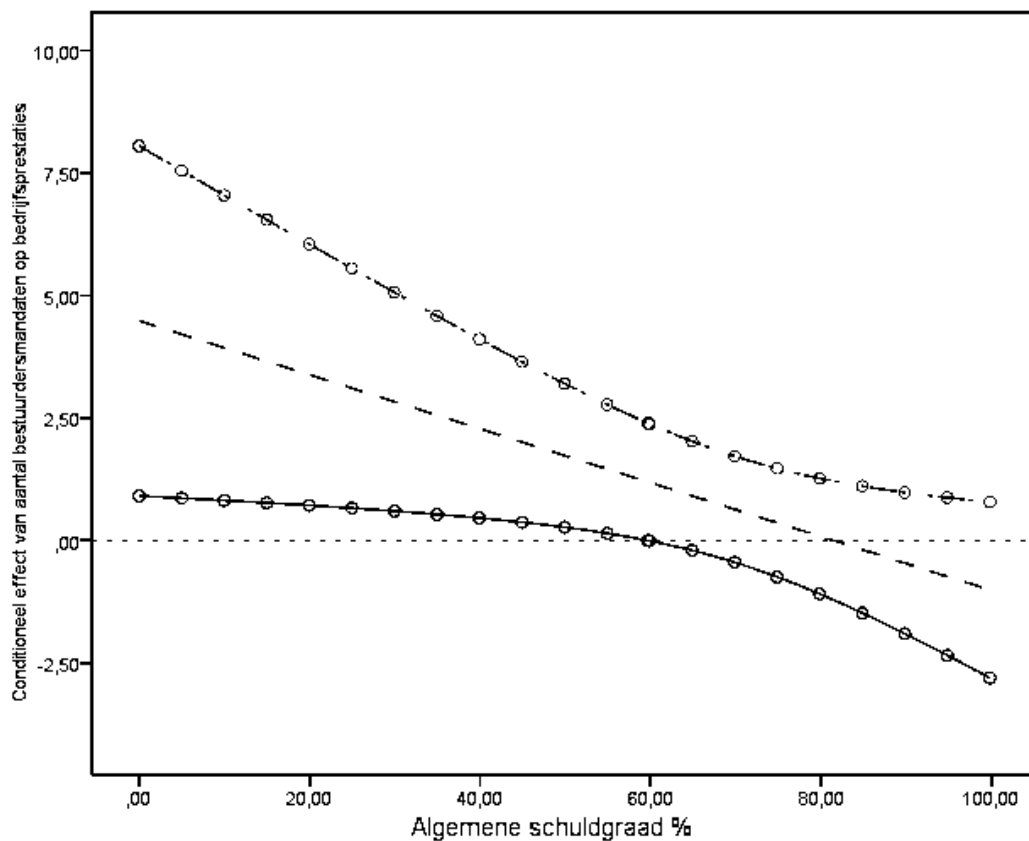
Figuur 6-14: Marginaal effect – Diversificatie



### 6.4.2 Schuldgraad

Voor het bestuderen van de marginale effecten van de schuldgraad hebben we zowel gekeken naar de algemene schuldgraad als de graad van financiële onafhankelijkheid. Logischerwijze zijn deze grafieken elkaars tegenovergesteld. Dit effect zien we op figuur 6-15. Deze grafiek bevestigt tevens onze eerdere conclusies over de significantie van de regressiecoëfficiënt. Er is sprake van een negatief effect van de schuldgraad op de relatie tussen het aantal mandaten en de bedrijfsprestaties. Tevens zijn deze resultaten significant voor bedrijven met een schuldgraad tot 60%. Dit wil zeggen dat bedrijven die méér dan 60% schulden hebben, minder baat zullen hebben bij drukbezette bestuurders. Op basis van deze analyse kunnen we stellen dat bedrijven met een grotere schuldgraad minder profijt zullen hebben van drukbezette bestuurders. Bijgevolg verwerpen we volgende hypothese:

H<sub>3</sub>: Een hogere schuldgraad versterkt de positieve relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.



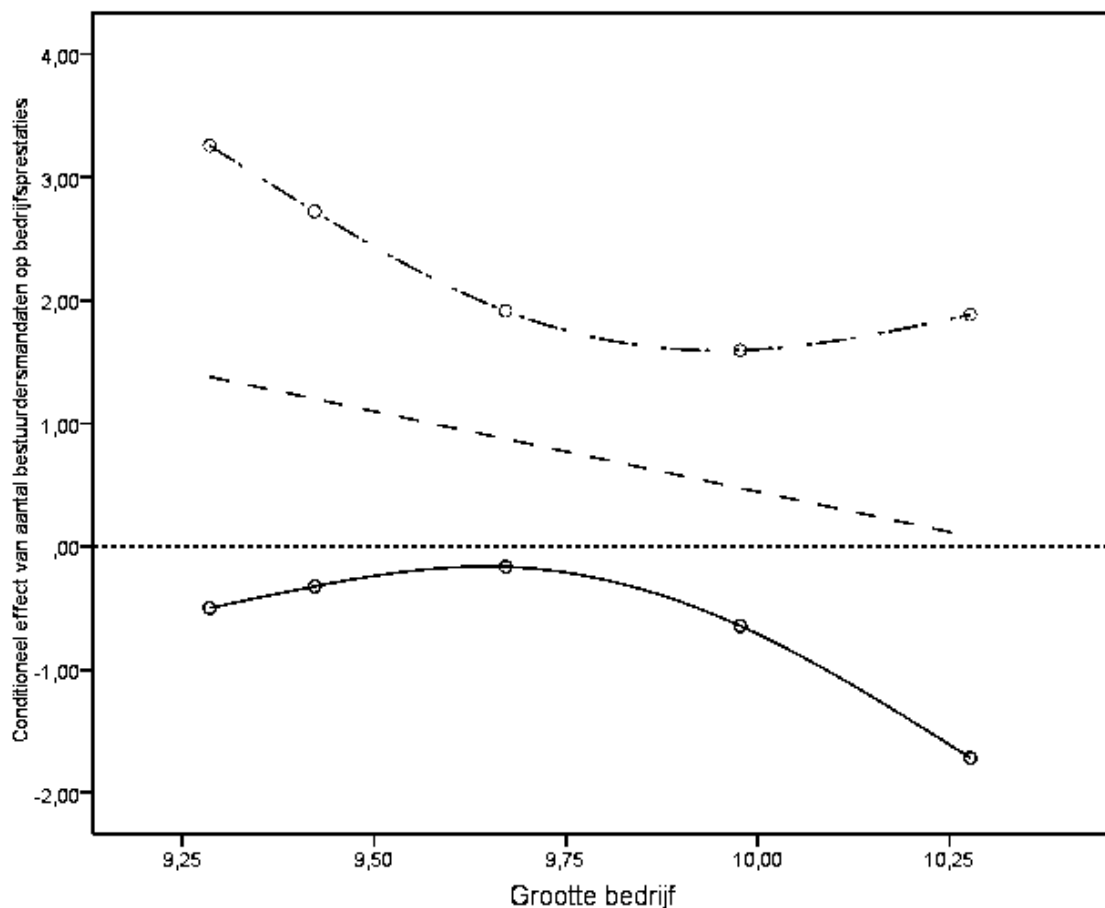
Figuur 6-15: Marginaal effect - Schuldgraad

### 6.4.3 Grootte

Tot slot hebben we de complexiteit van een bedrijf gemeten aan de hand van de grootte van het bedrijf. Hiervoor hebben we twee variabelen gebruikt, namelijk de totale activa en de omzet. Beide variabelen produceren helaas vergelijkbare resultaten. Figuur 6-16 geeft een visuele weergave van het effect van de grootte van een bedrijf op de relatie tussen het aantal mandaten en de bedrijfsprestaties. Er zijn helaas geen statistisch significante resultaten. Dit kan te wijten zijn aan het feit dat de grootte van een bedrijf een impact heeft op tal van andere variabelen die een invloed kunnen hebben.

De vooropgestelde hypothese kunnen we op basis van deze analyse dus niet aanvaarden of verwerpen:

H<sub>4</sub>: De grootte van een onderneming versterkt de positieve relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.

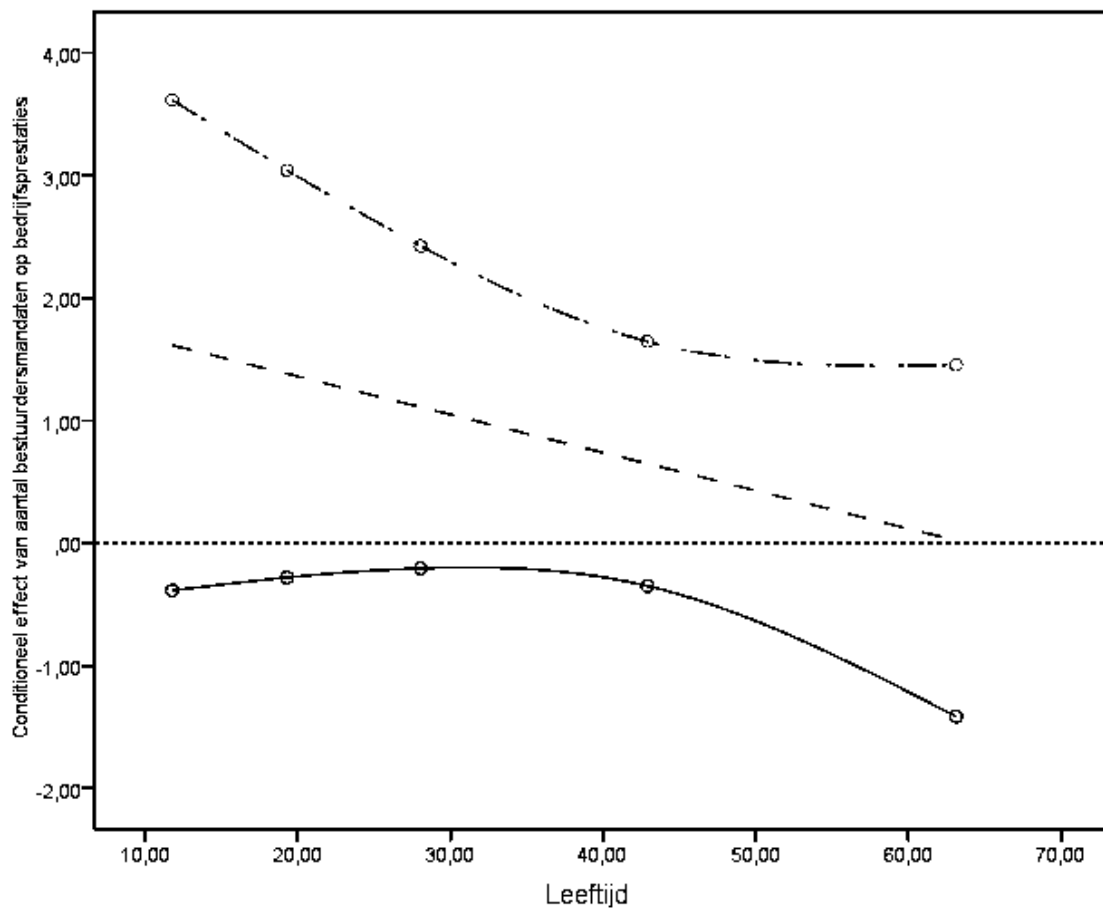


Figuur 6-16: Marginaal effect - Grootte

#### 6.4.4 Leeftijd

De volgende modererende variabele die we onderzoeken is de leeftijd van een bedrijf. Ook hier zien we helaas geen significante resultaten. Wellicht spelen hier dezelfde redenen mee als bij de grootte van een bedrijf waardoor significante resultaten uitblijven. We kunnen bijgevolg geen correcte uitspraak doen over volgende hypothese:

H<sub>5</sub>: De leeftijd heeft een negatieve invloed op de positieve relatie tussen drukbezette bestuurders en bedrijfsprestaties.

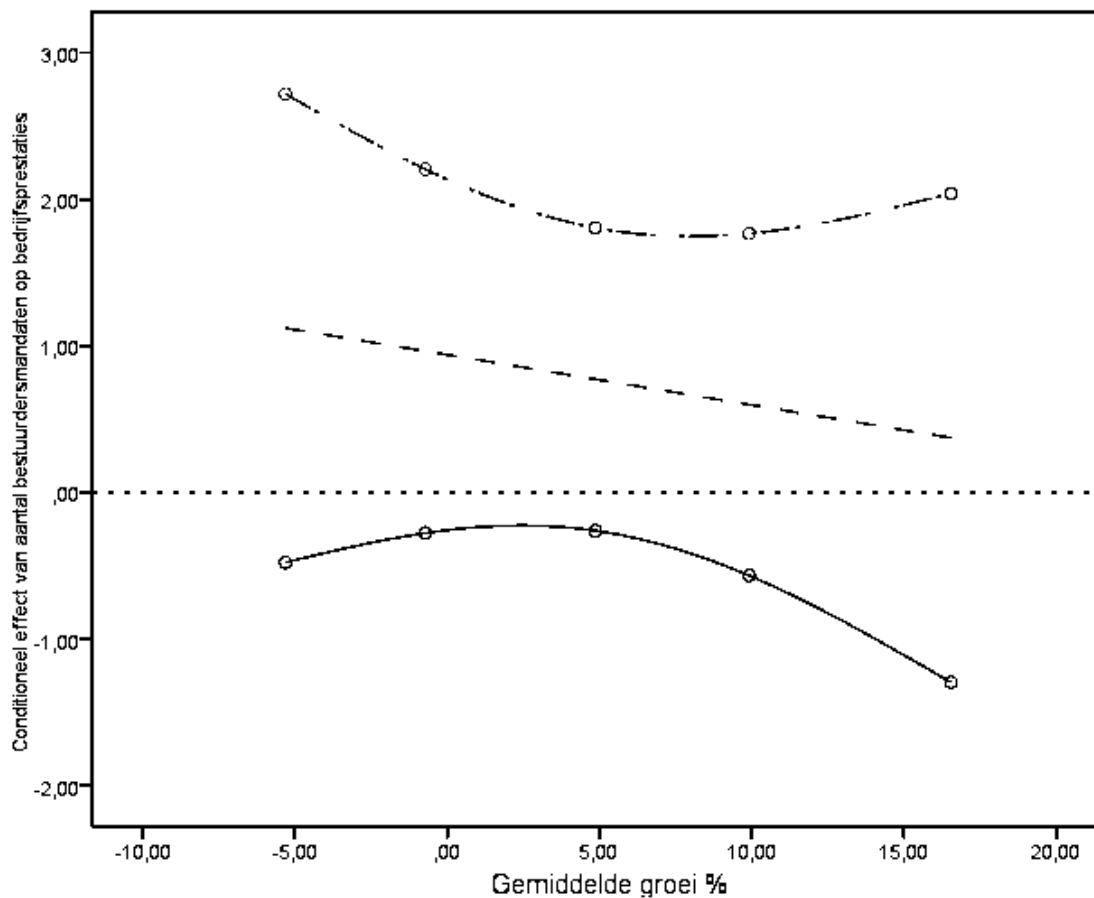


Figuur 6-17: Marginaal effect - Leeftijd

### 6.4.5 Groei

De laatste modererende variabele die we bekijken is de gemiddelde groei van de omzet van een bedrijf van de afgelopen 3 jaren. Figuur 6-18 toont ons het marginale effect van deze variabele op de relatie tussen het aantal mandaten en de bedrijfsprestaties. Er is geen sprake van een statistisch significant resultaat over de gehele dataset. Bijgevolg kunnen we geen conclusies trekken over onze laatste hypothese:

$H_6$ : De gemiddelde groei versterkt de positieve relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties.



Figuur 6-18: Marginaal effect - Gemiddelde groei



## 7 Conclusies

De centrale onderzoeksvraag die we in deze masterproef proberen te beantwoorden luidt als volgt:

### **Welk effect heeft het hebben van meerdere bestuurdersmandaten op de bedrijfsprestaties en onder welke omstandigheden?**

Allereerst hebben we en antwoord proberen te vinden door middel van een literatuurstudie. Al snel bleek dat het antwoord op deze vraag niet zo simpel en eenduidig was. In de academische wereld worden talloze voor- en nadelen aangehaald van drukbezette bestuurders. De literatuurstudie heeft ons inzicht gegeven in de verschillende omstandigheden waarin drukbezette bestuurders voor- of nadelig kunnen zijn. Zo heeft de literatuurstudie ons onder andere inzicht doen krijgen in de rol, werking en samenstelling van de Raad van Bestuur. De belangrijkste rol van de Raad van Bestuur binnen een bedrijf is het geven van advies en het controleren van het management. In de academische wereld worden de meeste voor- en nadelen besproken aan de hand van deze twee rollen. We gebruiken deze dan ook om een onderscheid te maken tussen bedrijven om op die manier onze analyses uit te voeren.

### 7.1 Literatuur

De literatuur heeft ons geleerd dat vooral bedrijven die een grote nood hebben aan advies baat hebben aan drukbezette bestuurders in hun raad. Dit is voornamelijk te danken aan hun ervaring en breed netwerk. Deze ervaring zou er voor zorgen dat deze bestuurders efficiënter zijn in het nemen van beslissingen omdat ze een grotere affiniteit hebben en een brede kennis van zaken. Daarnaast hebben ze een positieve impact op de ontwikkeling van het management omdat ze in hun carrière wellicht ervaring hebben gehad met verschillende managementstijlen en vaardigheden.

In bedrijven waar er vooral nood is aan controle zijn drukbezette bestuurders vaak minder efficiënt in hun controlerol. Zo zouden ze wegens een gebrek aan tijd hun controlefunctie niet efficiënt kunnen uitvoeren. Bovendien werd aangetoond dat drukbezette bestuurders geen tijd hebben om de bestuurdersvergaderingen grondig voor te bereiden of zijn ze zelfs niet aanwezig. Naast het gebrek aan tijd zijn er nog enkele andere nadelen verbonden aan het houden van meerdere mandaten. Zo hebben enkele studies aangetoond dat drukbezette bestuurders vaak gepaard gaan met buitensporige verloning van de CEO. Daarnaast argumenteren enkele academici dat de onafhankelijkheid van dit soort bestuurders in twijfel

moet getrokken worden. De kans is immers reëel dat meerdere mandaten kunnen leiden tot belangenconflicten. Tot slot hebben onderzoekers aangetoond dat bedrijven met drukbezette bestuurders vaak te maken hebben met een zwakke corporate governance, lagere marktboek ratio's en lagere winstgevendheid.

Samengevat kunnen we dus stellen dat bestuurders met meerdere mandaten zowel voor- als nadelen hebben. De noden van het bedrijf zullen hier een doorslaggevende rol spelen. De literatuurstudie was echter niet genoeg om gepaste conclusies te trekken over de situatie en zeker niet in een Belgische context. We hebben de inzichten uit de literatuurstudie gebruikt om zelf een empirische studie te doen op gegevens van Belgische KMO's uit de Bel-First database. We hebben namelijk enkele types van bedrijven gevonden die we gebruiken om een onderscheid te maken voor onze empirische studies. Zo hebben we een onderscheid gemaakt op basis van volgende variabelen: complexiteit (mate van diversificatie, schuldgraad en grootte), de leeftijd en de groeimogelijkheden.

## **7.2 Empirie**

Voor het empirisch onderzoek maken we gebruik van regressieanalyse en de OLS-methode om de regressiecoëfficiënten te schatten. Allereerst bekijken we de relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties. Nadien voegen we onze modererende variabelen toe aan het model.

Het eerste model dat we schatten is een lineair regressiemodel met slechts 2 onafhankelijke variabelen, namelijk de drukbezette bestuurders en de grootte van de Raad van Bestuur (controlevariabele). De resultaten wijzen echter uit dat er geen statistisch significante relatie bestaat tussen onze onafhankelijke en onze afhankelijke variabele. Onze eerste hypothese kunnen we dus niet aannemen noch verwerpen. Wel kunnen we stellen dat we voor deze steekproef geen positief of negatief verband vinden tussen het aantal mandaten en de bedrijfsprestaties. Dit wijst erop dat andere factoren deze relatie beïnvloeden. Bijgevolg zijn we op zoek gegaan naar bepaalde types van bedrijven om op die manier deze relatie verder te onderzoeken. We typeren bedrijven op basis van drie factoren: complexiteit, leeftijd en groeimogelijkheden. Bovendien moeten we opmerken dat deze resultaten de literatuurstudie bevestigen. In de academische wereld is er geen eenduidig besluit omtrent het effect van drukbezette bestuurders op de bedrijfsprestaties.

In het tweede model onderzoeken we de impact van de mate van complexiteit van een onderneming. Dit meten we aan de hand van drie variabelen: de mate van diversificatie, de schuldgraad en de grootte van een onderneming. Deze schatting levert ons echter soortgelijke resultaten op als ons eerste model. We vinden echter wel een licht positieve

relatie tussen het gemiddeld aantal mandaten en de nettowinstmarge van een bedrijf. Deze regressiecoëfficiënt is bovendien significant op het niveau van 10%. Voor onze modererende variabelen vinden we echter alleen een significante relatie tussen de financiële onafhankelijkheidsgraad en de bedrijfsprestaties. Ons model geeft aan dat er tussen deze twee variabelen een positieve relatie bestaat. Bedrijven die dus werken met méér eigen vermogen hebben in onze steekproef dus betere bedrijfsprestaties. Ten slotte vinden we ook geen significante resultaten voor onze interactievariabelen. Deze variabelen voegen we toe aan ons model om de potentiële interactie tussen twee variabelen op de bedrijfsprestaties te meten. Vanuit een holistisch perspectief is de kans reëel dat twee onafhankelijke variabelen elkaar versterken of verzwakken (en we dus spreken van een interactie tussen deze twee).

De analyse van de marginale effecten toont aan dat bedrijven die actief zijn in meerdere sectoren een voordeel behalen uit drukbezette bestuurders. Dit effect kan te wijten zijn aan het feit dat drukbezette bestuurders veel ervaring hebben en een breed netwerk. Voor dit soort bedrijven is het belangrijk om een overzicht te houden over hun activiteiten.

Drukbezette bestuurders kunnen hier een waardevolle bijdrage leveren.

Daarnaast stellen we vast dat drukbezette bestuurders een negatieve impact hebben op bedrijven met een hogere schuldgraad. Onze eerste verwachtingen waren dat drukbezette bestuurders een positief effect zouden hebben op bedrijven met een hogere schuldgraad. Dit blijkt in onze steekproef echter niet zo te zijn. Uit de literatuurstudie is al gebleken dat drukbezette bestuurders een belangrijke rol kunnen spelen bij het veiligstellen van cruciale bronnen (externe financiering). Het is echter maar de vraag of de gemakkelijkere toegang tot deze financiering de optimale keuze is. Daarnaast is het belangrijk om op te merken dat bedrijven met een hogere schuldgraad verantwoording moeten afleggen aan meerdere *stakeholders*. De Raad van Bestuur heeft hier een belangrijke controlerende rol wat vaak meer tijd vergt van haar leden. In de literatuurstudie werd reeds duidelijk dat drukbezette bestuurders vaak te weinig tijd hebben om hun functie naar behoren uit te voeren. Dit zou een mogelijke verklaring kunnen zijn voor deze resultaten.

De laatste variabele die we gebruiken om de complexiteit van een onderneming te meten is de bedrijfsgrootte. De resultaten van het tweede model zijn niet significant. De analyse van het marginaal effect van de grootte op de relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties geeft ons soortgelijke resultaten. Wellicht zijn er andere factoren die meespelen waardoor de grootte van het bedrijf niet significant bevonden wordt. Onze eerste verwachting was dat grotere bedrijven complexer zijn en dus méér profijt zullen hebben van drukbezette bestuurders. We kunnen op basis van de empirische resultaten geen uitspraak doen over deze hypothese.



Het volgende argument dat we in overweging nemen is dat de leeftijd een impact heeft op de relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties. Ook hier vinden we geen significante resultaten. De analyse van het marginale effect van de leeftijd op de relatie tussen het aantal mandaten en de bedrijfsprestaties levert ons soortgelijke resultaten op. We kunnen dus geen uitspraak doen over de potentiële invloed van de leeftijd van een bedrijf op de relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties. Hier geldt hetzelfde argument als bij de grootte van een bedrijf. Andere factoren spelen een grotere rol waardoor de leeftijd van de onderneming zijn significantie verliest.

Tot sloten proberen we de impact van de groeimogelijkheden te meten op de prestaties van een bedrijf. Ons model toont aan dat bedrijven met een hoge gemiddelde groei de afgelopen 3 jaar een hogere *return on assets* en een hogere nettowinstmarge hebben. Het toont echter niet aan dat de groei enige invloed heeft op de relatie tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties omdat onze interactievariabele niet significant is. De analyse van het marginale effect van de groei bevestigt deze resultaten. We kunnen bijgevolg geen uitspraak doen over onze verwachting dat bedrijven met een hoge groei profiteren van drukbezette bestuurders.

De empirische studie heeft niet veel duidelijkheid gebracht. Dit kan te wijten zijn aan een aantal factoren. Zo kunnen er variabelen zijn die we in dit model niet hebben bijgesloten maar die wel een impact hebben. Daarnaast is het mogelijk dat de relatie tussen onze variabelen complexer is dan verwacht. In de laatste paragraaf bespreken we dan ook enkele beperkingen van dit onderzoek en mogelijkheden voor toekomstig onderzoek naar dit onderwerp.

### **7.3 Beperkingen**

Het is belangrijk om op te merken dat er nog veel andere mogelijke onderzoekspaden zijn die kunnen gevolgd worden. In deze studie hebben we ons toegespitst op kleine en middelgrote ondernemingen. De populatie kan echter uitgebreid worden naar beursgenoteerde bedrijven. Het was in dit onderzoek echter onmogelijk om deze data op een correcte manier te verwerven. Het is bovendien niet gemakkelijk om de actieve mandaten te onderscheiden van de passieve. Het is nodig om per bestuurder te bekijken welke andere mandaten deze uitoefent en of we deze wel echt kunnen beschouwen als een mandaat dat tijd en inspanning kost. Passieve mandaten kunnen we op verschillende manieren identificeren. De structuur van een onderneming speelt hier een belangrijke rol. Vaak werken ondernemingen met diverse dochtervennootschappen en hebben bestuurders vaak een mandaat in zowel de moeder- als dochtervennootschap. In ons onderzoek beschouwen we

dit als één mandaat omdat er sprake is van een overlapping. Beursgenoteerde ondernemingen maken vaak gebruik van ingewikkelde constructies met dochtervennootschappen en kruisparticipaties. Dit zorgt ervoor dat het identificeren van de zogenaamde passieve mandaten zeer moeilijk wordt op basis van cijfergegevens.

Ten tweede zouden we naast de vermelde modererende variabelen nog een aantal anderen kunnen gebruiken om bedrijven te categoriseren en het effect van drukbezette bestuurders op de bedrijfsprestaties te analyseren. Zoals vermeld bij de jonge bedrijven zorgt het hogere aandeelhouderschap van het management voor een mindere nood aan monitoring. We zouden hier een volwaardige categorie van kunnen maken en bedrijven gaan identificeren op basis van de verdeling van eigenaarschap en controle. Zo kunnen we het onderscheid maken tussen familiebedrijven en niet-familiale ondernemingen. Het effect van de familie op de relatie tussen het aantal mandaten en de prestaties van een bedrijf zou een belangrijke rol kunnen spelen. Ze kunnen een belangrijke invloed uitoefenen op de relatie tussen de familie en het management van de onderneming en de bijkomende problemen die uit deze relatie voortvloeien. Daarnaast kunnen we ook rekening houden met de leeftijd en ervaring van het management als aparte variabele. De beschikbare data zorgt echter voor beperkingen in het onderzoek dat we kunnen uitvoeren.

Naast het verder categoriseren van bedrijven zouden we dezelfde methode kunnen toepassen op bestuurders. We hebben de verschillende soorten bestuurders beschreven in onze literatuurstudie. Indien we deze bestuurders in onze data kunnen identificeren zouden we op basis hiervan een uitgebreide analyse kunnen maken per soort bestuurder. De Bel-First database geeft ons voor de bedrijven in onze populatie jammer genoeg ook geen details over de leeftijd en opleidingsniveau van de bestuurders. Ook deze gegevens zouden ons toelaten om bestuurders te onderscheiden. We hebben in onze empirische studie dan ook geen rekening gehouden met de samenstelling van de Raad van Bestuur en de gegevens van de CEO.



## Lijst van geraadpleegde werken

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards. *The Journal of Finance*(Volume 62, Issue 1), 217-250.
- Aguilera, R. V., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? *Organization Studies*(Vol. 25, No. 3), 415-443.
- Ahn, S., Jiraporn, P., & Kim, Y. (2010, September). Multiple directorships and acquirer returns. *Journal of Banking & Finance*(Volume 34, Issue 9), 2011-2026. Opgehaald van <http://ssrn.com/abstract=1010637>
- Anderson, R., Mansi, A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*(Volume 37, Issue 3), 315-342.
- Art. 522, Wetboek van Vennootschappen. (sd).
- Belgische Corporate Governance Code*. (2009, maart 12). Opgeroepen op 2013, van <http://www.corporategovernancecommittee.be/>
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*(85), 66-101.
- Booth, J., & Deli, D. (1996). Factors affecting the number of outside directorships held by CEOs. *Journal of Financial Economics*(40), 81-104.
- Booth, J., & Deli, D. (1999). On executives of financial institutions as outside directors. *Journal of Corporate Finance*(5), 227-250.
- Brickley, J., Linck, J., & Coles, J. (1999). What happens to CEOs after they retire? New evidence on career concerns, horizon problems, and CEO incentives. *Journal of Financial Economics*(52), 341-377.
- Brown, W. O., & Maloney, M. T. (1999). Exit, Voice, and the Role of Corporate Directors: Evidence From Acquisition Performance. *Working Paper*.
- Bugeja, M., Rosa, R. D., & Lee, A. (2009). The impact of director reputation and performance on the turnover and board seats of target firm directors. *Journal of Business Finance & Accounting*(36), 185-209.

- Code Buysse II. (2005, september). Opgeroepen op 2013, van [www.codebuysse.be](http://www.codebuysse.be):  
[www.codebuysse.be](http://www.codebuysse.be)
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*(87), 329-356.
- Coles, J., & Hoi, C. (2003). New evidence on the market for directors: board membership and Pennsylvania Senate Bill 1310. *Journal of Finance*(58), 197-230.
- Canyon, M. J., & Read, L. E. (2006). A model of the supply of executives for outside directorships. *Journal of Corporate Finance*(12), 645-659.
- Core, J., Holthausen, R., & Larcker, D. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*(51), 371-401.
- De Tijd. (2013, oktober 04). *Bestuurders van banken krijgen cumulplafond*. Opgehaald van Tijd.be: <http://www.tijd.be/r/t/1/id/9415235>
- De Vocht, A. (2009). *Basishandboek SPSS 17*. Utrecht: Bijleveld Press.
- Deakin, S., & Konzelmann, S. J. (2004). Learning from Enron. *Corporate Governance: An International Review*(Vol. 12, No. 2), 134-142.
- Denis, D. K., & John, M. J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*(Vol. 38, No. 1).
- Europese Commissie . (2003). *AANBEVELING VAN DE COMMISSIE van 6 mei 2003 betreffende de definitie van kleine, middelgrote en micro-ondernemingen*. 2003/361/EG. Publicatieblad van de Europese Unie.
- Fama, E. F. (1980, April). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*(Vol. 88, No. 2), 288-307.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). The separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Ferris, S., Jagannathan, M., & Pritchard, A. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *Journal of Finance* 59, 1087-1111.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2007). Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*(86), 306-336.

- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (April 2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of Finance Vol. LXI, NO.2*, 689-724.
- Fiegenger, M. K., Brown, B. M., Dreux, D. R., & Dennis Jr., W. J. (2000). The adoption of outside boards by small private US firms. *Entrepreneurship & Regional Development: An International Journal*(Volume 12, Issue 4), 291-309.
- Field, L., Lowry, M., & Mkrtchyan, A. (2013). Are busy boards detrimental? *Journal of Financial Economics*(109), 63-82.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1997). Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations. *The Academy of Management Review*(Vol. 22, No. 3), 802-805.
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). cognition and corporate governance understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review* 24(3), 489-505.
- Freeman, E. R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Cambridge University Press.
- Gabrielsson, J., & Huse, M. (2005). "Outside" directors in SME boards: a call for theoretical reflections. *Corporate Board: Role, Duties & Composition* 1(1), 28-37.
- Geletkanycz, M. A., & Boyd, B. K. (2011, April). CEO Outside directorships and firm performance: a reconciliation of agency and embeddedness views. *Academy of Management Journal*, 335-352.
- Gilson, S. (1989). Management turnover and financial distress. *Journal of Financial Economics*(25), 241-262.
- Gilson, S. C. (1990, October). Bankruptcy, boards, banks and blockholders: evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of Financial Economics*(Volume 27, Issue 2), 355-387.
- Gulati, R., & Westphal, J. D. (1999). Cooperative or Controlling? The Effects of CEO-board Relations and the Content of interlocks on the Formation of Joint Ventures. *Administrative Science Quarterly*, 473-506.
- Harris, I. C., & Shimizu, K. (2004, July). Too Busy To Serve? An Examination of the Influence of Overboarded Directors. *Journal of Management Studies*, 775-798.

- Haunschild, P. R., & Beckman, C. M. (1998). When do interlocks matter? Alternate sources of information and interlock influence. *Administrative Science Quarterly*(43), 815-844.
- Hayes, F. A. (2013). *Introduction to Mediation, Moderation, and Conditional Process Analysis: A Regression-Based Approach*. Guilford Publications.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The Rand Journal of Economics*, 5889-606.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*(9), 39-68.
- Hillman, A. J. (2005). Politicians on the Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line? *Journal of Management*(31), 464-481.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review* Vol. 28, No. 3, 383-396.
- Hillman, A. J., Zardkoohi, A., & Bierman, L. (1999). Corporate Political Strategies and Firm Performance: Indications of Firm-Specific Benefits from Personal Service in the US Government. *Strategic Management Journal*(20), 67-81.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate Governance: An International Review*(Volume 6, Issue 2), 101-111.
- Huse, M. (2005). Accountability and Creating Accountability: a Framework for Exploring Behavioural Perspectives of Corporate Governance. *British Journal of Management*(16), 65-79.
- Huse, M. (2007). *Boards, Governance and Value Creation: The Human Side of Corporate Governance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976, October). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*(Volume 3, Issue 4), 305-360.
- Jiraporn, P., Davidson, W. N., DaDalt, P., & Ning, Y. (2009, August). Too Busy To Show Up? An Analysis of Directors' Absences. *The Quarterly Review of Economics and Finance*(Volume 49, Issue 3), 1159-1171. Opgehaald van [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1254642](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1254642)

- Jiraporn, P., Singh, M., & Lee, C. I. (2009). Ineffective corporate governance: Director busyness and board committee memberships. *Journal of Banking & Finance* 33, 819-828.
- Jiraporn, P., Young Sang, K., & Davidson, W. N. (2007, June 30). *Multiple Directorships and Corporate Diversification*. Opgehaald van <http://ssrn.com/abstract=1000098>
- Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996). Boards of Directors: A Review and Research Agenda. *Journal of Management*(22), 409-438.
- Kaplan, S. N., & Reishus, D. (1990, October). Outside directorships and corporate performance. *Journal of Financial Economics*(Volume 27, Issue 2), 389-410.
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2006). Multiple directorships and corporate performance in Australian listed companies. *Corporate Governance: An International Review* 14(6), 530-546.
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*(41), 137-165.
- La porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *The Journal of Political Economy*, 1113-1155.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2009). The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the Supply and Demand for Directors. *The Review of Financial Studies*(22 (8)), 3287-3328.
- Linck, J., Netter, J., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*(87), 308-328.
- Loderer, C., & Peyer, U. (2002). Board overlap, seat accumulation, and share prices. *European Financial Management*(8).
- Lynall, M. D., Golden, B. R., & Hillman, A. J. (2003, July). Board Composition from Adolescence to Maturity: a Multitheoretic View. *The Academy of Management Review*(Vol. 28, No. 3), 416-431.
- Mace, M. L. (1986). *Directors: Myth and Reality*. Boston, MA: Harvard University Press.
- Markarian, G., & Parbonetti, A. (2007). Firm Complexity and Board of Director Composition. *Corporate Governance: An International Review*(Volume 15, Issue 6), 1224-1243.



- Milliken, F. (1987). Three Types of Perceived Uncertainty about the Environment: State, Effect, and Response Uncertainty. *Academy of Management Review*(12), 133-143.
- Mizruchi, M. S., & Stearns, L. (1994). A longitudinal study of borrowing by large American corporations. *Administrative Science Quarterly*(39), 118-140.
- Montgomery, C. A., & Kaufman, R. (2003). The Board's Missing Link. *Harvard Business Review*.
- MVO Vlaanderen. (sd). *Kenniscentrum Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen*. Opgeroepen op 2013, van <http://www.mvovlaanderen.be>
- Nadler, D. A. (2004). Building Better Boards. *Harvard Business Review*.
- Nicholson, G. J., & Kiel, G. C. (2004). A framework for Diagnosing Board Effectiveness. *Corporate Governance: An International Review* 12(4), 442-460.
- Peng, M. W. (2004). Outside Directors and Firm Performance during Institutional Transitions. *Strategic Management Journal* 25, 453-471.
- Perry, T., & Peyer, U. C. (2005, Aug.). Board seat accumulation by executives: a shareholders's perspective. *The Journal of Finance*(Vol. 60, No. 4), 2083-2123.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*(17), 218-229.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.
- Porter, M. (1980). *Competitive strategy*. New York: Free Press.
- Poza, E. J. (2009). *Family Business*. Cengage Learning.
- Raheja, C. G. (June 2005). Determinants of Board Size and Composition: A Theory of Corporate Boards. *Journal of Financial and Quantative Analysis*, Vol. 40, No. 2.
- Rose, N., & Shepard, A. (1997). Firm diversification and CEO compensation: Managerial ability or executive entrenchment? *The Rand Journal of Economics*, 489-514.
- Sarbanes-Oxley Act*. (2002). Opgeroepen op 2013, van Securities Exchange Commission: <http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>
- Sarkar, J., & Sarkar, S. (2005). Multiple Board Appointments and Firm Performance in Emerging Economies: Evidence from India.

- Shivdasani, A. (1993, January-July). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics*(Volume 16, Issues 1-3), 167-198.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*(Vol. LII, No. 2), 737-783.
- Stock, H. J., & Watson, M. M. (2011). *Introduction to Econometrics*. Pearson Education Limited.
- Trends. (2013, Augustus 21). *Francine Swiggers (Arco) grossiert in betaalde mandaten*. Opgehaald van trends.knack.be:  
<http://trends.knack.be/economie/nieuws/mensen/francine-swiggers-arco-grossiert-in-betaalde-mandaten/article-4000378749920.htm>
- Useem, M. (2006). How Well-Run Boards Make Decisions. *Harvard Business Review*.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics* 53, 113-142.
- Voordeckers, W., Steijvers, T., & Mercken, R. (sd). Multiple directorships in unlisted medium-sized firms.
- Weimer, J., & Pape, J. (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 152-166.
- Yasai-Ardekani, M., & Nystrom, P. C. (1996). Designs for Environmental Scanning Systems: Tests of a Contingency Theory. *Management Science*(42), 187-204.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 185-212.

## Auteursrechtelijke overeenkomst

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

**Meerdere bestuurdersmandaten en bedrijfsprestaties.**

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen-innovatie en ondernemerschap**

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,

**Daelmans, Bernd**

Datum: **3/06/2014**