

2014•2015
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef
Corporate governance en ondernemingsprestaties

Promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Bart Peeters
Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen

2014•2015
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef

Corporate governance en ondernemingsprestaties

Promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Bart Peeters
Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen

Voorwoord

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen met afstudeerrichting Accountancy en Financiering (Accounting track), aan Universiteit Hasselt. Het schrijven van deze masterproef heeft niet alleen veel tijd en toewijding gevraagd van mezelf maar ook van vele anderen. Omdat het zonder de hulp van hen niet mogelijk was om tot dit resultaat te komen, wil ik deze personen hierbij bedanken.

Ik werd bij deze masterproef bijgestaan door Prof. dr. Wim Voordeckers. Zijn deskundige begeleiding en voorstellen tot verbetering waren een grote meerwaarde. Vervolgens wil ook nog Melissa Peeters bedanken voor haar steun tijdens het hele proces en Jos Peeters voor het nalezen van deze masterproef.

Bart Peeters
Zonhoven, juni 2015

Samenvatting

Het onderwerp van deze masterproef is *corporate governance en ondernemingsprestaties*. Hierbij wordt gekeken naar het effect van deugdelijk bestuur op de prestaties van ondernemingen.

Het belang van corporate governance is in het verleden duidelijk geworden na talloze fraudezaken, zoals bijvoorbeeld Enron, Worldcom en Lernout & Hauspie. Maar corporate governance is uiteraard meer dan alleen het voorkomen van frauduleuze zaken. Kan een deugdelijk bestuur bijvoorbeeld bijdragen tot betere ondernemingsprestaties? Dit wordt in deze masterproef onderzocht. De centrale onderzoeksvraag werd gekozen op basis van deze probleemstelling en luidt als volgt:

“Wat is de impact van corporate governance op de ondernemingsprestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?”

Hieruit worden twee deelvragen gehaald, waarbij twee corporate governance mechanismen centraal staan. In deze masterproef wordt getracht te onderzoeken: (1) welke elementen uit de raad van bestuur en haar comités bijdragen tot een verbetering van de ondernemingsprestaties en (2) in welke mate de eigendomsstructuur een rol speelt op de ondernemingsprestaties.

Vooraleer kwantitatief onderzoek wordt verricht om een beeld te scheppen over deze relaties, worden bepaalde begrippen binnen corporate governance verduidelijkt door een literatuurstudie.

Corporate governance omvat een reeks regels en aanbevelingen die bepalen hoe ondernemingen bestuurd en gecontroleerd worden. Het kan opgedeeld worden in modellen en systemen, maar door globalisatie en de toenemende internationale handel worden de verschillen tussen verschillende systemen kleiner. Daarnaast kan corporate governance verklaard worden door verschillende theorieën. In deze masterproef wordt de focus gelegd op drie theorieën: (1) de *agency theory*, (2) de *stakeholder theory* en (3) de *stewardship theory*.

Om agency problemen die voortkomen uit de scheiding van controle en eigendom te verkleinen, zijn corporate governance mechanismen nodig in een onderneming. Het belangrijkste orgaan van een onderneming is haar raad van bestuur. Naast de controle van het management heeft zij nog andere belangrijke rollen binnen een onderneming. Deze gaan van het linken van de onderneming met haar omgeving tot het begeleiden en ondersteunen van het management. Om deze rollen efficiënt te kunnen vervullen is het belangrijk dat de raad van bestuur op een goede manier is samengesteld. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Daarnaast beveelt de *Code 2009* aan dat de raad van bestuur drie bestuurders aanstelt die onafhankelijk zijn volgens het Wetboek van Vennootschappen. Vervolgens zijn onderwerpen als genderdiversiteit en duaal leiderschap actuele onderwerpen die zeker nut hebben om te bespreken.

Om haar bij te laten staan bij verschillende specifieke aangelegenheden, richt de raad van bestuur gespecialiseerde comités op. De belangrijkste zijn: (1) het auditcomité, (2) het benoemingscomité

en (3) het remuneratiecomité. Zij hebben elk een specifieke functie en kunnen een invloed hebben op de prestaties van een onderneming.

Een tweede belangrijk corporate governance mechanisme is de eigendomsstructuur van een onderneming. Hierbij wordt vooral een onderscheid gemaakt tussen geconcentreerd en verspreid aandeelhouderschap. Grote aandeelhouders hebben er meer belang bij dat het management goed gecontroleerd wordt. Zij willen immers rendement op hun geïnvesteerd kapitaal.

Over het algemeen wordt gevonden dat corporate governance een positieve invloed heeft op de ondernemingsprestaties, maar verschillende elementen hebben een grotere impact dan anderen. Onderzoekers hanteerden hiervoor corporate governance indices, maar sommigen analyseren ook afzonderlijke variabelen. In deze masterproef wordt de relatie tussen deugdelijk bestuur en ondernemingsprestaties op basis van beide manieren onderzocht.

In deze masterproef wordt gebruik gemaakt van kwantitatief onderzoek, waarbij verschillende data over de raad van bestuur, de bestuurscomités, de eigendomsstructuur en de prestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen verzameld worden uit jaarverslagen en jaarrekeningen. Vervolgens worden vier corporate governance indices gecreëerd: een algemene index en drie afzonderlijke indices. De relatie tussen deze indices en verschillende prestatie-indicatoren werd onderzocht. Hieruit blijkt dat deugdelijk bestuur een licht positief effect heeft op de prestaties van een onderneming.

Naast indices worden afzonderlijke kenmerken geanalyseerd en hun impact op de ondernemingsprestaties onderzocht. Verschillende elementen hebben een positief effect, terwijl andere een negatieve invloed hebben. Zo kan bijvoorbeeld geconcludeerd worden dat te veel onafhankelijke bestuurders of bestuursvergaderingen negatief kunnen zijn voor de prestaties en dat de aanwezigheid van een audit- en remuneratiecomité bevorderlijk is voor de boekhoudkundige resultaten van een onderneming.

Toch moet een nuance gemaakt worden in verband met de resultaten uit deze masterproef. Corporate governance is verschillend in elke onderneming. Wanneer de raad van bestuur op een efficiënte manier is samengesteld, kan de werking alsnog niet perfect zijn. De werking hangt ook af van bedrijfsspecifieke factoren die moeilijk veralgemeend kunnen worden.

Lijst met tabellen

Tabel 1: Samenvattende tabel corporate governance systemen	24
Tabel 2: Aantal onafhankelijke bestuurders	29
Tabel 3: Noorse gendervereisten	31
Tabel 4: Variabelen van de index RVB_i	59
Tabel 5: Variabelen van de index BC_i	61
Tabel 6: Variabelen van de index ES_i	62
Tabel 7: Aantal bestuurders.....	68
Tabel 8: Aantal niet-uitvoerende bestuurders.....	69
Tabel 9: Percentage niet-uitvoerende bestuurders.....	69
Tabel 10: Aantal onafhankelijke bestuurders.....	70
Tabel 11: Percentages onafhankelijke bestuurders	70
Tabel 12: Samenvattende tabel samenstelling raad van bestuur	71
Tabel 13: Aantal vrouwen in de raad van bestuur	71
Tabel 14: Percentages vrouwen in de raad van bestuur	72
Tabel 15: CEO-dualiteit	73
Tabel 16: Aantal bijeenkomsten van de raad van bestuur	74
Tabel 17: Aanwezigheid auditcomité	75
Tabel 18: Aantal leden auditcomité.....	75
Tabel 19: Niet-uitvoerende bestuurders in het auditcomité	76
Tabel 20: Onafhankelijke bestuurders in het auditcomité.....	76
Tabel 21: Percentage onafhankelijke bestuurders in het auditcomité.....	77
Tabel 22: Aanwezigheid remuneratiecomité	77
Tabel 23: Aantal leden remuneratiecomité.....	78
Tabel 24: Niet-uitvoerende bestuurders in het remuneratiecomité	78
Tabel 25: Onafhankelijke bestuurders in het remuneratiecomité.....	79
Tabel 26: Percentage onafhankelijke bestuurders in het remuneratiecomité.....	79
Tabel 27: Aanwezigheid benoemingscomité	80
Tabel 28: Aantal leden benoemingscomité.....	80
Tabel 29: Aantal niet-uitvoerende bestuurders in het benoemingscomité.....	81
Tabel 30: Onafhankelijke bestuurders in het benoemingscomité.....	81
Tabel 31: Percentage onafhankelijke bestuurders in het benoemingscomité.....	81
Tabel 32: Benoemings-en remuneratiecomité	82
Tabel 33: Percentage aandelen gehouden door werknemers en managers	83
Tabel 34: Percentage aandelen van de grootste aandeelhouder.....	84
Tabel 35: Correlatie tussen onafhankelijke variabelen	87
Tabel 36: Prestatie-maatstaven	88
Tabel 37: Samenhang afhankelijke variabelen	89
Tabel 38: Relatie CG_i en ondernemingsprestaties	90
Tabel 39: Relatie RVB_i , BC_i en ES_i én ondernemingsprestaties	91
Tabel 40: Relatie tussen raad van bestuur en ondernemingsprestaties.....	92

Tabel 41: Relatie tussen auditcomité en ondernemingsprestaties	95
Tabel 42: Relatie tussen benoemingscomité en ondernemingsprestaties.....	96
Tabel 43: Relatie tussen remuneratiecomité en ondernemingsprestaties	97
Tabel 44: Relatie tussen eigendomsstructuur en ondernemingsprestaties	98
Tabel 46: Grootte raad van bestuur en ondernemingsprestaties	122
Tabel 47: Onafhankelijke bestuurders en ondernemingsprestaties	123
Tabel 48: Vergaderfrequentie en ondernemingsprestaties.....	124

Lijst met figuren

Figuur 1: Corporate governance en het ondernemingsmodel.....	19
Figuur 2: Corporate governance: verder dan het ondernemingsmodel.....	19
Figuur 3: Verschillende rollen van de raad van bestuur	25
Figuur 4: CEO-dualiteit-model.....	35
Figuur 5: Raad van bestuur en de door de raad van bestuur opgerichte comités	43
Figuur 6: Relaties tussen het auditcomité en de interne en externe auditor	43

Inhoudsopgave

Voorwoord	13
Samenvatting	15
Lijst met tabellen	17
Lijst met figuren	19
Hoofdstuk 1: Probleemstelling	11
1.1 Praktijkprobleem	11
1.2 Onderzoeksopzet	13
1.2.1 Deelvraag 1	15
1.2.2 Deelvraag 2	15
Hoofdstuk 2: Corporate governance	17
2.1 Corporate governance: definitie en situering	17
2.1.1 Definitie	17
2.1.2 Corporate governance in een algemeen theoretisch kader	18
2.1.3 Corporate governance systemen	22
2.1.3.1 'Outsider' systeem	22
2.1.3.2 'Insider' systeem	23
2.1.3.3 Convergentie	24
2.2 Corporate governance mechanismen	25
2.2.1 Raad van bestuur	25
2.2.1.1 Rol van de raad van bestuur	25
2.2.1.2 Samenstelling van de raad van bestuur	27
A. Uitvoerende versus niet-uitvoerende bestuurders	27
B. Onafhankelijke bestuurders	29
C. Genderdiversiteit	30
D. CEO-dualiteit	33
2.2.1.3 Grootte van de raad van bestuur	37
2.2.1.4 Vergaderfrequentie van de raad van bestuur	38
2.2.1.5 Bezoldiging van bestuurders	39
2.2.1.6 Aandelen gehouden door bestuurders	39
2.2.1.7 Bestuurders in comités opgericht door de raad van bestuur	40
2.2.1.8 Conclusie	40
2.2.2 Comités opgericht door de raad van bestuur	41
2.2.2.1 Auditcomité	42
2.2.2.2 Benoemingscomité	44
2.2.2.3 Remuneratiecomité	44
2.2.2.4 Conclusie	45
2.2.3 Eigendomsstructuur	46

2.3	Corporate governance in België	48
2.3.1	Code 2009	48
2.3.2	Overzicht overige wetgeving betreffende corporate governance	49
2.4	Bestaande corporate governance indices	52
2.4.1	GIM G-index	52
2.4.2	BCF E-index	53
2.4.3	Gov-Score	54
2.4.4	Is één corporate governance mechanisme beter dan een index?	54
2.5	Conclusie	55
Hoofdstuk 3: Onderzoek		57
3.1	Dataverzameling	57
3.2	Variabelen	58
3.2.1	Onafhankelijke variabelen	58
3.2.2	Afhankelijke variabelen	62
3.2.3	Controlevariabelen	63
3.2.4	Instrumentele variabelen	64
3.2.4.1	Endogeniteit	64
3.2.4.2	Instrumentele variabelen	65
Hoofdstuk 4: Resultaten		67
4.1	Onafhankelijke variabelen	67
4.1.1	Analyse afzonderlijke variabelen	67
4.1.2	Samenhang tussen onafhankelijke variabelen	86
4.2	Afhankelijke variabelen	88
4.3	Regressies	90
Hoofdstuk 5: Conclusie		101
5.1	Algemene conclusies	101
5.2	Discussie	107
Lijst van geraadpleegde werken		109
Lijst van bijlagen		115

Hoofdstuk 1: Probleemstelling

1.1 Praktijkprobleem

Het onderwerp van mijn masterproef is *corporate governance en ondernemingsprestaties*. Dit is een relevant onderwerp omdat corporate governance de voorbije jaren veel aan belang heeft gewonnen. Een belangrijke reden hiervoor zijn de talrijke fraudezaken die het nut van corporate governance hebben verduidelijkt. Wanneer het management niet gecontroleerd wordt, kunnen managers in plaats van te handelen in het belang van de ondernemingen eigenbelang nastreven. Voorbeelden van ongeoorloofde zaken zijn het stelen van cash of andere zaken of zichzelf uitzonderlijke lonen of voordelen toekennen. Deze zaken zijn natuurlijk niet bevorderlijk voor de prestaties van een onderneming. Daarom is het van noodzakelijk belang dat er voldoende controle aanwezig is in de onderneming.

De basis van deze masterproef is het begrip corporate governance. Corporate governance ofwel deugdelijk bestuur is een thema wat meer en meer aan bod komt. Door de vele fraudezaken (denk maar aan Enron, Worldcom en in ons land Lernout & Hauspie) wordt de manier hoe de raad van bestuur of het management handelt nauwlettend in de gaten gehouden om dergelijke gevallen te voorkomen in de toekomst. In de Verenigde Staten kwam daardoor een nieuwe corporate governance wet, namelijk de Sarbanes Oxley wet. Andere landen bleven niet achter en verdiepten zich ook in de materie met als gevolg dat codes werden ontwikkeld. In België had dit als gevolg dat in 2004 een corporate governance code voor beursgenoteerde ondernemingen werd opgericht, namelijk de code Lippens, die in 2009 werd herzien. Deze herziening was nodig om rekening te houden met ervaringen met de vorige versie van de code, de veranderende wetgeving en nieuwe verwachtingen van de samenleving en stakeholders ten opzicht van de ondernemingen, bestuurders en managers. Bijgevolg werd in 2009 een nieuwe code uitgebracht, namelijk de *Code 2009*.

De nieuwe code en de vereisten die erin beschreven worden, heeft als gevolg dat beursgenoteerde ondernemingen bezig zijn met corporate governance. Zo moeten ondernemingen de bepalingen in de code volgen of een verklaring geven wanneer zij dit niet doen. Dit is het zogenaamde 'comply or explain' principe. Het actuele karakter van corporate governance maakt het thema des te interessanter.

Corporate governance is overal te vinden, maar hebben ondernemingen baat bij het uitoefenen van de bepalingen in de codes en wetgeving? Het begrip wordt vaak samen bekeken met de vroegere fraudepraktijken, maar zelden wordt ervoor gekozen omwille van de positieve effecten op de prestaties van ondernemingen. Waarom eigenlijk niet? Is de invloed op de prestaties te klein? Zijn de kosten van een deugdelijk bestuur groter dan de baten? Op deze vragen zal deze masterproef proberen een antwoord te formuleren.

In deze masterproef wordt, zoals hierboven beschreven, de impact van corporate governance op de ondernemingsprestaties onderzocht. In het bijzonder wordt gekeken naar de industry-adjusted ROA, de industry-adjusted ROE, de winstmarge en Tobin's Q.

De focus wordt gelegd op Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De keuze hiervoor komt voort uit het feit dat over deze ondernemingen meer informatie voor handen is en deze bedrijven vaak een duidelijker corporate governance-beleid hebben. De bepalingen in de Belgische corporate governance code van 2009 geeft duidelijke bepalingen over het corporate governance-beleid van een onderneming. Ook in de bestaande wetenschappelijke literatuur ligt de focus vooral op beursgenoteerde ondernemingen in andere landen, wat de literatuurstudie voor deze masterproef gemakkelijker en meer relevant maakt.

Het effect van het corporate governance-beleid op de ondernemingsprestaties wordt beïnvloed door talrijke factoren. In dit onderzoek wordt de impact van bepaalde corporate governance mechanismen bekeken. Deze mechanismen zijn: de raad van bestuur, de bestuurscomités opgericht door de raad van bestuur en de eigendomsstructuur van de onderneming.

De raad van bestuur is het belangrijkste corporate governance mechanisme van een onderneming. Het ziet toe op de beslissingen van het management en vertegenwoordigt de belangen van de aandeelhouders. De impact van de samenstelling en grootte van de raad van bestuur op ondernemingsprestaties is veelvuldig onderzocht in de wetenschappelijke literatuur. Of deze impact in België hetzelfde is, zal moeten blijken uit deze masterproef.

1.2 Onderzoekopzet

De centrale onderzoeksvraag van deze masterproef is: "Wat is de impact van corporate governance op de ondernemingsprestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?"

Om een duidelijk beeld te krijgen welke impact corporate governance heeft op de prestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen, bestaat deze masterproef uit twee belangrijke luiken. Het eerste luik is een uitgebreide literatuurstudie over de impact van corporate governance mechanismen op ondernemingsprestaties. Het andere luik is een toetsing van de uit de wetenschappelijke literatuur gevonden resultaten in de praktijk.

De masterproef begint met een uitgebreide literatuurstudie over het onderwerp. Via de online database Ebscohost wordt op zoek gegaan naar betekenisvolle artikels waarin onderzoek werd gedaan naar de impact van corporate governance mechanismen op ondernemingsprestaties.

Eerst wordt de impact van aparte corporate governance mechanismen bekeken. Omdat de raad van bestuur een centrale rol speelt in het corporate governance-beleid van een onderneming, zal dit ook een centrale rol spelen in de literatuurstudie. Studies over de relaties van de samenstelling, de grootte en de vergaderfrequentie van de raad van bestuur, alsook die van de bezoldiging en het aandeelhouderschap van de bestuurders met de ondernemingsprestaties zullen verzameld worden. Hierin zal gekeken worden of één enkele corporate governance variabele het effect op ondernemingsprestaties kan verklaren. Een goede corporate governance is specifiek aan de context, iets wat een index moeilijk kan vastleggen of overbrengen.

Vervolgens worden onderzoeken verzameld die de totale invloed van corporate governance op de ondernemingsprestaties bestuderen. Bhagat & Bolton (2008) verrichtten bijvoorbeeld al belangrijk onderzoek naar de invloed op de ondernemingsprestaties bij Amerikaanse ondernemingen. Corporate governance indices bekijken eveneens de totale relatie van corporate governance met de prestaties van ondernemingen. Deze indices werden gemaakt door verschillende onderzoekers. Hierbij werden verschillende variabelen samengevoegd en werd geprobeerd om de corporate governance van een onderneming te meten. Verschillende bedrijfskenmerken, die de efficiëntie van het bestuur van de onderneming meten, worden samengevoegd tot één index waarbij dan de relatie tot ondernemingsprestaties onderzocht wordt. Daarom zullen deze indices in deze masterproef ook aan bod komen en zal duidelijk worden of deze indices goede parameters zijn voor corporate governance. In het bijzonder gaat het over volgende indices: de GIM G-index van Gompers, Ishii & Metrick (2003), de BCF E-index van Bebchuk, Cohen & Ferrell (2008) en de Gov-Score van Brown & Caylor (2004).

Een ander probleem in de wetenschappelijke literatuur dat van toepassing is op deze masterproef, is dat de meeste artikels handelen over de corporate governance in de Verenigde Staten of in Oosterse landen. Er is weinig onderzoek gedaan naar corporate governance in de Belgische situatie. In de literatuurstudie wordt geprobeerd om relevante artikels te vinden die de Belgische situatie of een situatie in onze buurlanden bestuderen. Om toch het corporate governance beleid in België te verduidelijken, wordt gekeken naar de belangrijke wet- en regelgeving omtrent corporate

governance. Een prominente rol is weggelegd voor de Belgische corporate governance code, die uitvoerig bestudeerd zal worden. Daarnaast worden ook andere wet- en regelgevingen besproken.

1.2.1 Deelvraag 1

“Welke elementen uit de raad van bestuur en haar comités dragen bij tot een verbetering van de ondernemingsprestaties?”

In deze deelvraag worden de kenmerken van de raad van bestuur en de door haar opgerichte comités onderzocht die positief zijn voor de prestaties van de onderneming. Kunnen bijvoorbeeld sommige elementen verbeterd worden om toch beter te zijn voor de bedrijfsprestaties?

1.2.2 Deelvraag 2

“In welke mate speelt de eigendomsstructuur een rol op de ondernemingsprestaties?”

De eigendomsstructuur van een onderneming is een tweede belangrijk corporate governance mechanisme. In deze deelvraag wordt gekeken hoe de eigendomsstructuur een impact kan hebben op de ondernemingsprestaties.

Hoofdstuk 2: Corporate governance

Deze masterproef start met een algemeen hoofdstuk over corporate governance. Hierin wordt corporate governance omschreven en gesitueerd binnen de theorie. Vervolgens worden de belangrijkste corporate governance mechanismen behandeld met een centrale rol voor de raad van bestuur. Hierin wordt gekeken naar wat in de wetenschappelijke literatuur verteld wordt over de impact van bepaalde delen van de corporate governance mechanismen op de ondernemingsprestaties. Tot slot wordt verwezen naar de Belgische corporate governance situatie, waarbij de Belgische codes en wetgeving in verband met corporate governance besproken worden.

2.1 Corporate governance: definitie en situering

In het eerste deel van dit hoofdstuk wordt corporate governance gedefinieerd en gesitueerd. Allereerst worden de belangrijkste definities uit de wetenschappelijke literatuur en corporate governance codes getoond. Vervolgens wordt corporate governance geplaatst in een algemeen theoretisch kader waarin de principaal-agent theorie een prominente rol speelt. Tenslotte wordt het verschil verduidelijkt tussen twee corporate governance systemen, namelijk het 'insider' model en het 'outsider' model.

2.1.1 Definitie

Vooraleer we de relatie tussen corporate governance en ondernemingsprestaties bekijken, stellen we ons de vraag "Wat is corporate governance?". Corporate governance, ook wel deugdelijk bestuur genoemd, is een term die aanduidt hoe een onderneming goed, efficiënt en verantwoord bestuurd moet worden. Er zijn veel definities te vinden in de gespecialiseerde literatuur. In de wetenschappelijke literatuur wordt vaak gerefereerd naar de studie van Shleifer & Vishny (1997). Zij stellen dat corporate governance handelt over de manier waarop kapitaalverschaffers zichzelf verzekeren van een rendement op hun investering.

De Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OECD) vestigt eveneens haar aandacht op corporate governance. In 'OECD Principles of Corporate Governance' uit 2004 wordt volgende omschrijving gebruikt:

"Corporate governance betreft de verschillende relaties tussen het management, de Raad van Bestuur, de aandeelhouders en andere stakeholders van een onderneming. Het voorziet de structuur waardoor de ondernemingsdoelen worden vastgesteld en de middelen om deze doelen te bereiken en prestaties te controleren bepaald worden. Een goede corporate governance verschaft de juiste prikkels voor de Raad van Bestuur en het management om doelen na te streven die zowel in het belang voor de onderneming als hun aandeelhouders zijn en waardoor effectieve controle vergemakkelijkt wordt."

Ook in de Belgische corporate governance code van 2009 wordt een omschrijving gegeven van corporate governance:

"Corporate governance omvat een reeks regels en gedragingen die bepalen hoe vennootschappen worden bestuurd en gecontroleerd. Een goed corporate governance model zal zijn doel bereiken door het juiste evenwicht te vinden tussen leiderschap, ondernemerschap en prestatie enerzijds, alsook controle en conformiteit met deze regels anderzijds.

Goede governance moet verankerd zijn in de waarden van de onderneming. Het biedt mechanismen om leiderschap, integriteit en transparantie in het besluitvormingsproces te waarborgen. Het draagt bij tot het vaststellen van de doelstellingen van de vennootschap, hoe deze doelstellingen bereikt moeten worden en hoe prestaties dienen geëvalueerd te worden. Deze doelstellingen moeten het belang van de vennootschap, van haar aandeelhouders en van andere stakeholders voor ogen houden."

Corporate governance lijkt een antwoord te bieden voor problemen die kunnen voortkomen uit de scheiding van eigendom en controle binnen een onderneming.

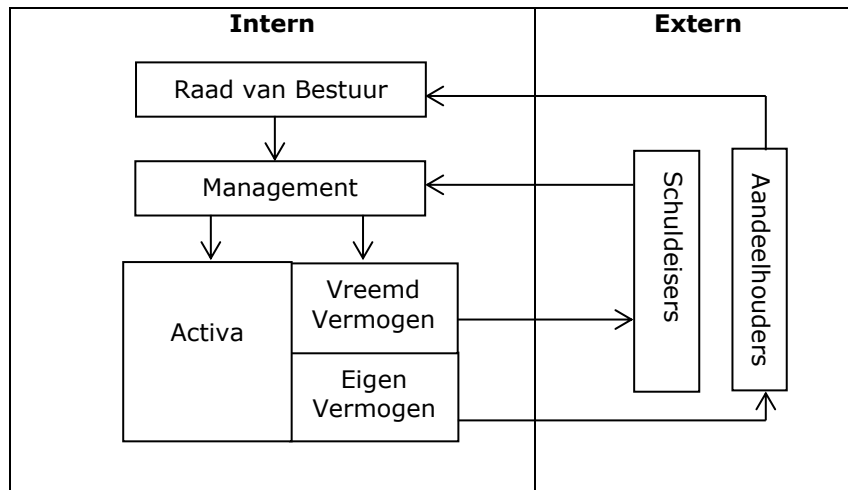
2.1.2 Corporate governance in een algemeen theoretisch kader

Corporate governance wordt traditioneel geassocieerd met het 'principaal-agent' of het 'agency' probleem. Jensen & Meckling (1976) omschrijven de principaal-agent relatie als een contract waarbij één of meerdere personen (de principaal) een andere persoon (de agent) in dienst nemen om diensten uit te voeren, waarbij de agent de macht krijgt om bepaalde beslissingen te nemen. Het kan gebeuren dat de agent niet altijd in belang van de principaal handelt, maar wel in zijn eigen belang (Jensen & Meckling, 1976)

De relatie tussen aandeelhouders en het management is een perfect voorbeeld van een principaal-agent relatie. Aandeelhouders verschaffen kapitaal wat managers gebruiken binnen de onderneming om de aandeelhouderswaarde te maximaliseren. Managers moet hierbij hun gespecialiseerd menselijk kapitaal gebruiken zodat aandeelhouders een rendement kunnen krijgen op hun investeringen. De investeerder is op zijn beurt nodig, omdat de manager niet genoeg eigen kapitaal heeft om te investeren (Shleifer & Visny, 1997).

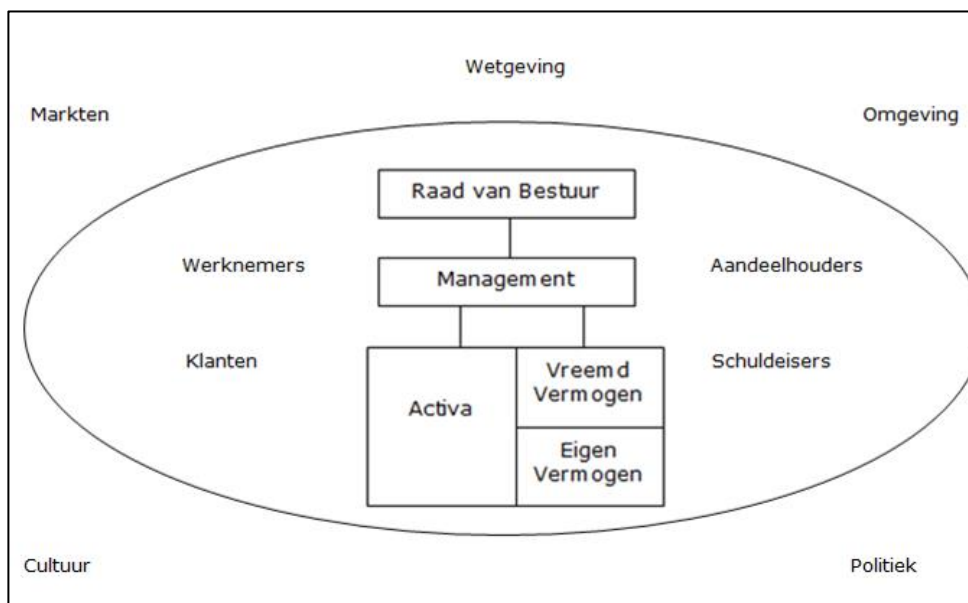
Wanneer we naar het simpel ondernemingsmodel in Figuur 1 kijken, wordt de scheiding tussen controle en eigendom duidelijk. De linkerzijde van het diagram omvat de basis van intern bestuur. Het management, dat handelt als de agenten van de aandeelhouders, beslissen in welke activa ze investeren en hoe ze deze investeringen moeten financieren. De raad van bestuur is belast met het adviseren van en het toezicht op het management én heeft de verantwoordelijkheid om het senior management team aan te nemen, te ontslagen en te beslissen over hun vergoeding (Jensen, 1993).

Aan de andere kant van het diagram bevinden zich elementen van het extern bestuur, die voorkomen uit de behoefte van de onderneming om kapitaal aan te trekken. Deze scheiding tussen kapitaalverschaffers en degene die de onderneming besturen, creëert de vraag naar corporate governance structuren (Gillan, 2006).



Figuur 1: Corporate governance en het ondernemingsmodel (Gillan, 2006)

Natuurlijk is een onderneming meer dan de raad van bestuur, het management, de schuldeisers en de aandeelhouders. Figuur 2 geeft een meer uitgebreid perspectief van de onderneming en zijn corporate governance. Naast de deelnemers binnen het ondernemingsmodel, aangevuld met werknemers en klanten, zijn ook de markten, de wetgeving, de omgeving, de cultuur en de politiek belangrijke aspecten binnen corporate governance. Omdat ook de stakeholders geïncorporeerd zijn in dit schema, reflecteert dit meer de realiteit van de governance-omgeving (Gillan, 2006).



Figuur 2: Corporate governance: verder dan het ondernemingsmodel (Gillan, 2006)

Omdat de aandeelhouders geld investeren in de onderneming willen zij zeker zijn dat ze rendement hierop kunnen krijgen. Ze verzekeren zich dat managers de juiste beslissingen zullen nemen door prikkels te geven en de managers te controleren. Voorbeelden van zulke prikkels zijn aandelenopties, bonussen en voorwaarden die direct gerelateerd zijn aan hoe de beslissingen voorzien in de belangen van de aandeelhouders. Controle kan gebeuren door contracten op te stellen met de agent, systematische beoordelingen, financiële audits en specifieke beperkingen zetten op managementbeslissingen. Aan de prikkels en controleprocedures zijn onvermijdelijk kosten verbonden, de zogenaamde 'agency kosten' (Jensen & Meckling, 1976).

Om agency problemen tegen te gaan is het nuttig om bepaalde stappen in het beslissingsproces op te splitsen onder de agenten. Het beslissingsproces van een onderneming bestaat volgens Fama & Jensen (1983) uit vier stappen:

1. Initiatie: het genereren van voorstellen voor beslissingen
2. Ratificatie: keuze van de beslissing die geïmplementeerd moet worden
3. Implementatie: uitvoering van geratificeerde beslissingen
4. Monitoring: meten van de prestaties van de gemaakte beslissingen en het geven van beloningen

Het beslissingsproces bevat twee componenten. De initiatie en de implementatie behoren tot *decision management*, de overige twee stappen tot *decision control* (Fama & Jensen, 1983)

Wanneer het efficiënt is om de twee componenten te combineren in één of enkele 'agenten', is het ook efficiënt om agency problemen tussen residuele eisers en beslissingnemers te controleren door residuele claims te beperken tot de beslissingnemers. Hierdoor wordt duidelijke steun verkregen van eenmanszaken, kleine partners en gesloten ondernemingen met kleinschalige productie en diensten. Deze ondernemingen zijn gekenmerkt door een geconcentreerde besluitvormingssysteem en residuele claims die beperkt zijn tot de beslissingnemers (Fama & Jensen, 1983).

Daarentegen zijn de meeste ondernemingen, die gekenmerkt worden door een scheiding van het residuele risico, complex in de zin van dat bepaalde informatie die waardevol zijn voor beslissingen verspreid is onder veel 'agenten' in de hele onderneming. In zo'n complexe onderneming komt de scheiding van het residuele risico voor omdat efficiënte besluitvormingssysteem uitgebreid zijn. Door beslissingsfuncties te delegeren aan agenten met relevante specifieke kennis op alle niveaus van de onderneming, kan voordeel gehaald worden uit betere beslissingen. Agency problemen van zulke verspreide besluitvormingssysteem kunnen gecontroleerd worden door *decision management* te scheiden van *decision control* (Fama & Jensen, 1983).

Een andere reden voor het scheiden van *decision management* en *decision control* is wanneer residuele claims verspreid zijn onder veel 'agenten'. Het is kostelijk om alle residuele eisers te betrekken in de controle van beslissingen. Bijgevolg komt een scheiding van het residuele risico komende van *decision control* tot stand, wat op zijn beurt leidt tot agency problemen tussen residuele eisers en 'agenten'. Door *decision management* en *decision control* te scheiden, kunnen

deze agency problemen gecontroleerd worden doordat de macht van individuele 'agenten' beperkt wordt en de belangen van residuele eisers gewaarborgd worden (Fama & Jensen, 1983).

Corporate governance wordt het meest geassocieerd met de agency theory. Toch hebben andere theorieën ook banden met corporate governance te beginnen met de stakeholder theory. Vervolgens wordt de *stewardship theory* nog besproken.

De oorsprong van de stakeholder theory kan gevonden worden bij Freeman (1994) die vond dat een onderneming niet enkel een productiesysteem is waar de strategie gefocust wordt op producten en de middelen die nodig zijn om deze te produceren. In plaats daarvan vond hij dat ondernemingen waarde creëren door netwerken van relaties op te bouwen met stakeholders. De focus van de stakeholder theory is gevestigd in twee kernvragen. Allereerst wordt afgevraagd wat het doel van de onderneming is. Hierdoor wordt de aandacht van de onderneming gevestigd op hoe zij waarde creëren en wat hun belangrijkste stakeholders samenbrengt. Een tweede vraag binnen de stakeholder theory is wat de verantwoordelijkheid van het management naar de stakeholders toe is. Bij deze vraag wordt nagedacht over hoe het management wil ondernemen en welke relaties ze willen opbouwen met hun stakeholders. Toch zijn er tegenstanders van de theorie die zeggen dat ondanks de interesses van stakeholders in de prestaties en bestuur van de onderneming, de belangen van de stakeholders niet als doel van de bedrijfsactiviteit moeten beschouwd worden. Een ander argument van tegenstanders is dat niet de stakeholders centraal moeten staan, maar wel de aandeelhouders. Zij hebben immers geïnvesteerd in de onderneming, terwijl stakeholders van voordelen genieten van de bedrijfsactiviteit en beschermd worden. (Freeman, 1994).

Een andere theorie, namelijk de *stewardship theory*, zegt dat het management en bestuursleden in een onderneming gemotiveerd zullen zijn om in het belang van aandeelhouders te werken. Het verschil met de *agency theory*, waar werknemers of personen als economische persoon beschouwd worden die hun persoonlijke ambities onderdrukken, is dat de *stewardship theory* het belang van structuren erkent die het management kansen bieden en maximale zelfstandigheid verschaffen die gebaseerd is op vertrouwen. Bestuurders handelen autonoom zodat de aandeelhouderswaarde gemaximaliseerd kan worden (Argyris, 1973).

De *stewardship theory* zegt ook dat de rol van de gedelegeerd bestuurder en voorzitter samen gebracht moeten worden om de agency kosten te reduceren en dat ze een belangrijke rol als *stewards* hebben binnen de onderneming (Donaldson & Davis, 1991).

Corporate governance kan dus verklaard worden door drie theorieën. Ten eerste zegt de 'principaal-agent theorie' dat de scheiding van eigendom en controle voor agency problemen zorgt wanneer de agent niet in het belang van de principaal zorgt. Door goede corporate governance mechanismen kunnen deze problemen verholpen worden door bijvoorbeeld een splitsing van bepaalde stappen van het beslissingsproces. Zo is het nuttig om 'decision management' te gescheiden van 'decision control'. Een tweede theorie die corporate governance kan verklaren is de *stakeholder theory*. Een onderneming moet niet enkel proberen haar winst te maximaliseren, maar moet ook proberen belangrijke relaties op te bouwen met stakeholders. Ten slotte zegt de

stewardship theory dat wanneer het management de kans krijgt om op zelfstandige wijze te handelen, ook de aandeelhouderswaarde gemaximaliseerd kan worden.

2.1.3 Corporate governance systemen

Corporate governance systemen kunnen onderscheiden worden op basis van het niveau van eigendomsconcentratie en de identiteit van controlerende aandeelhouders. Sommige systemen zijn gekenmerkt door wijd verspreid aandeelhouderschap ('outsider' systemen), andere door geconcentreerd aandeelhouderschap ('insider' systemen) waar de controlerende aandeelhouder een individu, familieholding of financieel instituut is.

2.1.3.1 'Outsider' systeem

In Anglo-Saxische landen, zoals de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, wordt een 'outsider' systeem gehanteerd, wat geassocieerd is met veel kleine aandeelhouders, de afwezigheid van grote aandeelhouders en het 'one share – one vote' principe. Dit systeem benadrukt de nood aan betrouwbare en adequate informatie zodat investeerders geïnformeerde investeringsbeslissingen kunnen nemen. Openbaarmakingsvereisten zijn behoorlijk strikt en er is sterke nadruk op de bescherming van aandeelhoudersrechten, vooral die van minderheidsaandeelhouders. Dit is ook geassocieerd met een actieve aandelenmarkt, waardoor lange termijnfinanciering door aandelen en bedrijfsobligaties een belangrijk aspect is. Een ander aspect van een actieve aandelenmarkt is dat het innovatieactiviteiten, ondernemerschap en de ontwikkeling van de dynamische sector voor kleine en middelgrote ondernemingen aanmoedigt. Een nadeel van verspreid aandeelhouderschap is, dat wanneer aandeelhouders ontevreden, zijn ze gewoon hun aandelen verkopen. Ze hebben geen stimulans om zich te engageren in directe controle (Maher & Andersson, 2000).

Anglo-Saxische landen zijn gekarakteriseerd door de dominantie van institutionele investeerders. Naast de controle van deze investeerders, speelt ook de raad van bestuur een belangrijke rol in de controle van managementprestaties en het behalen van een behoorlijk rendement voor aandeelhouders. Om effectief hun controlerol te kunnen vervullen, moeten ze een bepaald niveau van onafhankelijkheid hebben ten opzichte van het management (Maher & Andersson, 2000).

'Outsider' systemen worden tevens gekenmerkt door een korte termijnvisie. Managers kunnen hun totale voordelen maximaliseren door de aandeelhouderswaarde op korte termijn te maximaliseren (Maher & Andersson, 2000).

2.1.3.2 'Insider' systeem

Deze systemen, die vooral in Continentaal Europa aanwezig zijn, zijn gekenmerkt door geconcentreerd aandeelhouderschap of geconcentreerde stemrechten. Institutionele investeerders spelen een kleinere rol dan bij 'outsider' systemen, terwijl familiecontrole, een sterke relatie met banken, kruisparticipaties en piramidestructuren, dominante kenmerken zijn van 'insider' systemen. Hierdoor kunnen aandeelhouders hun controle uitbreiden tegen een relatieve lage kost. Meerderheidsaandeelhouders hebben een stimulans om het management te controleren en hebben de nodige macht om het besluitvormingsproces te beïnvloeden. In Continentaal Europa worden managers vaak gedwongen om de aandeelhouderswaarde van meerderheidsaandeelhouders te maximaliseren, maar dit betekent niet noodzakelijk dat die van minderheidsaandeelhouders ook wordt gemaximaliseerd. Dit probleem kan groot worden wanneer kleine investeerders geen wettelijke rechten hebben om rendement te verzekeren op hun investering. Dit leidt dan tot een gebrek aan liquiditeit op secundaire markten. Als gevolg zijn kapitaalmarkten in 'insider' systemen minder ontwikkeld dan in 'outsider' systemen. Daarentegen bemoedigt geconcentreerd aandeelhouderschap tot betere lange termijnrelaties en toewijding aan stakeholders, wat kan leiden tot grote investeringen in bedrijfsspecifieke activa met mogelijke positieve implicaties op lange termijn (Maher & Andersson, 2000).

Banken neigen meer complexe en lange termijnrelaties te handhaven met de bedrijfssector. De sterke relaties tussen banken en hun klanten geven grotere toegang tot bedrijfsspecifieke informatie, wat leidt tot een lagere risicopremie en vervolgens een lagere kapitaalkost voor ondernemingen. Het banksysteem in het 'insider' systeem baseert zich op vertrouwen, wat druist tegen de sterke openbaarmakingsvereisten in 'outsider' systemen. Door de sterke relatie worden asymmetrische informatie en risico's, geassocieerd met onzekerheid gereduceerd. Banken spelen in dit systeem ook een belangrijkere rol in de herstructurering van zwak presterende ondernemingen. De focus in 'insider' systemen ligt dus bij het bouwen van lange termijnrelaties met veel contractuele partners, niet enkel met banken. Het nadeel van deze sterke relaties is dat de intrede van nieuwe ondernemingen moeizaam kan verlopen (Maher & Andersson, 2000).

De identiteit van eigenaars heeft in 'insider systemen' grote economische implicaties. Eigendom van één onderneming in een andere reduceert transactiekosten en belemmeringsproblemen. Aandeelhouders hebben dan een grotere stimulans om geld te pompen in relatiespecifieke investeringen. Daarentegen kunnen complexe patronen van aandeelhouderschap de herstructurering belemmeren van ondernemingen en industrieën en de aanpasbaarheid verkleinen van ondernemingen als antwoord op veranderende omstandigheden en globalisatie. Complexe patronen van aandeelhouderschap dienen ter beveiliging tegen vijandige overnames. Lange termijnrelaties tussen ondernemingen kunnen bijvoorbeeld de mogelijkheden van een overdracht van aandelen beperken. Als gevolg is de markt voor *corporate control* minder ontwikkeld in 'insider' systemen. De afwezigheid van een effectieve markt voor corporate control belemmert de ontwikkeling van een internationale productiebasis en verhindert dat ondernemingen de markt betreden door binnenlandse overnames (Maher & Andersson, 2000).

	Outsider systeem	Insider systeem
Regio	Anglo-Saxische landen (VS, VK)	Continentaal Europa
Concept onderneming	Aandeelhouder-georiënteerd	Institutioneel
Aandeelhouderschap	Verspreid	Geconcentreerd
Focus	Bescherming van aandeelhoudersrechten	Bouwen van lange termijnrelaties
Active externe markt voor <i>corporate control</i>	Ja	Nee
Tijdshorizon van relaties	Kort termijn	Lange termijn

Tabel 1: Samenvattende tabel corporate governance systemen (Maher & Andersson, 2000)

2.1.3.3 Convergentie

Het agency probleem dat ontstaat door de scheiding van eigendom en controle verhoogt de noodzaak van een corporate governance raamwerk dat de managementverantwoording versterkt en managers aanmoedigt om winsten te maximaliseren in plaats van hun eigen doelstellingen te achtervolgen. Een goed corporate governance raamwerk moet minderheidsaandeelhouders beschermen, terwijl efficiënte investeringen door aandeelhouders moeten worden aangemoedigd. De toenemende globalisatie van kapitaalmarkten en liberalisering van de internationale handel hebben echter een omgeving gecreëerd, waarin verschillen in corporate governance minder zwaar zijn geworden. Als gevolg hiervan bewegen beide corporate governance systemen naar elkaar toe. Ondernemingen en in het bijzonder grote multinationals adopteren het beste van bestaande systemen om te proberen de ondernemingsefficiëntie te verbeteren en extern kapitaal aan te trekken. Kapitaalvereisten van grote ondernemingen die uitbreiden naar het buitenland leiden bijvoorbeeld er toe dat een aantal ondernemingen een notering zoeken op een buitenlandse beurs. Deze verandering in financieringsmethode heeft een bepaalde impact op de corporate governance. In veel 'insider' systemen leidt het belang van buitenlandse investeerders tot een grotere vraag voor transparantie en bescherming van minderheidsaandeelhouders. Er lijkt een algemene trend naar een niveau van convergentie in bestuurs- en financieringspatronen, waarbij 'insider' systemen kenmerken van 'outsider' systemen adopteren, en visa versa. De omvang van de verschillen, die gebaseerd zijn op culturele, historische en wettelijke verschillen, geeft echter aan dat een complete convergentie onwaarschijnlijk is (Maher & Andersson, 2000).

2.2 Corporate governance mechanismen

Opdat er een duidelijke scheiding is tussen controle en eigendom, heeft de onderneming nood aan corporate governance mechanismen. Centraal in de corporate governance van een onderneming staat de raad van bestuur. In dit deel zullen de belangrijkste aspecten van deze raad van bestuur aan bod komen. Vervolgens wordt het nut van de bestuurscomités verduidelijkt. Dit zijn gespecialiseerde comités die de raad van bestuur heeft opgericht, die als taak hebben de raad van bestuur bij te staan bij bepaalde beslissingen. Ten slotte wordt gekeken hoe de eigendomsstructuur kan helpen in het oplossen van agency problemen.

2.2.1 Raad van bestuur

Het belangrijkste interne corporate governance mechanisme van een onderneming is haar raad van bestuur. In de wetenschappelijke literatuur is veel te vinden over de rol en de samenstelling van de raad van bestuur. Hieronder komen de belangrijkste studies aan bod. Eerst wordt de rol van de raad van bestuur verduidelijkt. Vervolgens wordt gekeken naar de impact van de samenstelling van de raad van bestuur op de ondernemingsprestaties. Daarnaast wordt de grootte, de werking en andere zaken binnen de raad van bestuur besproken.

2.2.1.1 Rol van de raad van bestuur

Welke rol speelt de raad van bestuur in de onderneming? Volgens het Wetboek van Vennootschappen is zij bevoegd om alle handelingen te verrichten die nodig of dienstig zijn om het doel van de vennootschap te bereiken, behoudens die waarvoor alleen de algemene vergadering bevoegd is (artikel 522 W.Venn). Dit zijn bijvoorbeeld de goedkeuring van de jaarrekening, het benoemen en ontslaan van bestuurders, het toekennen van een bezoldiging en het wijzigen van de statuten. Statutair kunnen er wel beperkingen worden gelegd aan de bevoegdheden van de raad van bestuur.

Volgens Hung (1998) heeft de raad van bestuur zes mogelijke rollen binnen een onderneming: een netwerkrol, een coördinatierol, een controlerol, een strategierol, een onderhoudsrol en een ondersteuningsrol. Het hangt van verschillende parameters af welke rol de raad van bestuur gaat uitoefenen. In onderstaande figuur worden de verschillende parameters en de rollen voorgesteld.

Extrinsieke invloed (contingentieperspectief)				Intrinsieke invloed (institutioneel perspectief)	
Externe omgeving		Interne omgeving		Externe druk	Interne druk
<i>Netwerkrol</i>	<i>Coördinatierol</i>	<i>Controlerol</i>	<i>Strategische rol</i>	<i>Onderhoudsrol</i>	<i>Ondersteuningsrol</i>

Figuur 3: Verschillende rollen van de raad van bestuur (Hung, 1998)

De 'resource dependency theorie' van Pfeffer & Salancik (1978) veronderstelt dat ondernemingen, om toegang te hebben tot waardevolle bronnen, relaties trachten op te bouwen met andere ondernemingen. Een *interlocking directorship* is een vorm van deze relaties, waarbij één persoon lid is van twee raden van bestuur. Door te zetelen in de raden van bestuur heeft deze persoon toegang tot financiële en operationele informatie, alsook ander bedrijfsinformatie. Daardoor worden de juiste bronnen op een efficiënte wijze toegekend aan de twee ondernemingen. Met andere woorden, de *netwerkrol* van de raad van bestuur bestaat in het linken van de onderneming met haar externe omgeving om zo efficiënter toegang te verkrijgen tot waardevolle bronnen (Hung, 1998).

Een volgende rol van de raad van bestuur is de *coördinatierol*. Een onderneming moet volgens de stakeholdertheorie van Freeman (1984) rekening houden met veel verschillende partijen ofwel de stakeholders. Een stakeholder is volgens Freeman (1984): "elke groep of individu die beïnvloed wordt door of een invloed heeft op het bereiken van de doelstelling van een organisatie". De doelstellingen van een onderneming kunnen slechts gehaald worden wanneer de soms conflicterende belangen van deze verschillende partijen gebalanceerd worden. De raad van bestuur moet met de verscheidene stakeholders onderhandelen en tot een compromis komen zodat dit de onderneming ten goede komt (Hung, 1998).

Zoals in het begin van dit hoofdstuk als reeds werd vermeld, moet corporate governance een oplossing bieden voor de problemen die kunnen voortkomen uit de scheiding van eigendom en controle. De 'principaal-agent' theorie (Fama & Jensen, 1984) gaat over het identificeren en beschrijven de corporate governance mechanismen die eigenbelang van de agent limiteren in situaties waar belangenconflicten tussen de agent en principaal aanwezig zijn. Met andere woorden, het probeert het opportunisme van de agent te reduceren. Voorbeelden van zulke corporate governance mechanismen zijn de raad van bestuur, de eigendomsstructuur en een efficiënte kapitaal- en arbeidsmarkt (Jensen, 1983). De *controlerol* van de raad van bestuur bestaat in het controleren van het gedrag van het management (agent) zodat deze niet in eigen belang handelt, maar in belang van de aandeelhouders (principaal) (Hung, 1998).

De 'stewardship theorie' van Donaldson (1990) benadrukt de prestatiefunctie of de strategische rol van de raad van bestuur. Deze theorie veronderstelt dat managers essentieel goed werk willen leveren. Er bestaat aldus geen motivatieprobleem of belangenconflicten tussen managers en aandeelhouders. De raad van bestuur is vooral verantwoordelijk voor het uitzetten van strategieën en moet het management begeleiden om haar missie en doelstellingen te bereiken (Hung, 1998).

De impact van institutionalisering van externe druk wordt het best verklaard door de 'institutionele theorie' van Selznick (1957). Institutionalisering promoot stabiliteit en voortbestaan van de organisatiestructuur door het bijbrengen van waarde. Volgens Selznick (1957) is de geschiedenis van de evolutie van organisaties belangrijk in het proces van waardetoevoeging. De externe druk van institutionalisering limiteert de acties van de raad van bestuur tot enkel de huidige situatie te onderhouden. De *onderhoudsrol* van de raad van bestuur focust op het manipuleren van de onderneming door de externe omgeving te leren begrijpen en te analyseren (Hung, 1998).

Een laatste mogelijke rol van de raad van bestuur is de *ondersteuningsrol*. Moderne ondernemingen worden geleid door professionele managers. In bepaalde ondernemingen overheersen de managers de onderneming en worden alle strategische beslissingen van de raad van bestuur gedomineerd en ontkracht. De raad van bestuur handelt dan meer als een 'rubberen stempel'. De taak van de raad van bestuur bestaat dan in het ondersteunen van de leidende managers (Hung, 1998).

2.2.1.2 Samenstelling van de raad van bestuur

Om een bepaald doel te bereiken is de samenstelling van de raad van bestuur het belangrijkste element van een goede teamwerking binnen de raad van bestuur. Hierbij is diversiteit belangrijk op gebied van kennis, expertise en vaardigheden. De aanwezigheid van de nodige competenties is noodzakelijk om het hoofd te bieden aan complexe uitdagingen binnen de bedrijfsomgeving. In dit deel zal de samenstelling van de raad van bestuur uitvoerig besproken worden. Allereerst wordt het verschil tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders binnen de raad van bestuur bekeken, vervolgens dat tussen afhankelijke en onafhankelijke bestuurders. Ook de relatie tussen genderdiversiteit en ondernemingsprestaties zal aan bod komen. Ten slotte wordt bekeken of het voor- of nadelig kan zijn om de voorzittersfunctie ook over te laten aan de *Chief Executive Officer* (CEO) van de onderneming.

A. Uitvoerende versus niet-uitvoerende bestuurders

De samenstelling van een raad van bestuur dient te waarborgen dat de beslissingen in het belang van de onderneming genomen moeten worden, waarbij geen enkele persoon een overdreven beslissingsbevoegdheid heeft. Hierdoor moet de raad van bestuur evenwichtig zijn samengesteld met betrekking tot een juiste balans tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders alsook een minimum aantal onafhankelijke bestuurders. Een niet-uitvoerend bestuurder is elk lid van de raad die geen uitvoerende taken vervult binnen de onderneming. Een uitvoerend bestuurder is iedereen binnen de raad die dat wel doet. De *Code 2009* bepaalt dan minstens de helft van de raad van bestuur moet bestaan uit niet-uitvoerende bestuurders, waarvan er drie onafhankelijk moeten zijn. De onafhankelijkheidscriteria worden verder besproken (Code 2009).

Het is afgeraden om uitvoerende bestuurders van andere ondernemingen aan te nemen, omdat die personen een gelijkaardige mentaliteit hebben van uitvoerende bestuurders die al in de raad van bestuur zitten. Personen met een verschillende achtergrond zouden wel toegevoegd moeten worden (Cadbury, 2002).

Binnen de raad van bestuur vervullen zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders elk een specifieke en complementaire rol. De uitvoerende bestuurders voorzien de raad van bestuur van alle relevante informatie zodat deze effectief kan functioneren. De niet-uitvoerende bestuurders stellen de strategie en de voornaamste beleidslijnen in vraag. Hiernaast bekijken zij ook

nauwkeurig de prestaties van het management. Hierbij is het belangrijk dat zowel de uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders onafhankelijk handelen (Code 2009).

Dehaene, De Vuyst & Ooghe (2001) vinden een significante relatie tussen het aantal externe bestuurders en de rentabiliteit van het eigen vermogen (ROE) in Belgische ondernemingen. Dit ondersteunt de mening dat buitenstaanders door hun onafhankelijkheid een betere controlefunctie kunnen uitoefenen, waarbij de belangen van stakeholders worden beschermd.

Niet-uitvoerende bestuurders zijn vaak gespecialiseerd in de controlefunctie, want wanneer ze hierin slecht presteren kan dit negatief zijn voor hun reputatie en toekomstige carrière (Fama & Jensen, 1983). Zij moeten hun vroegere ervaringen in de raad van bestuur brengen, die samen met hun afstand van de onderneming voor verschillende perspectieven kunnen zorgen voor strategische beslissingen. De wisselwerking van de verscheidenheid aan vaardigheden en perspectieven onder de bestuursleden zorgt voor een vergrote kans aan creatieve en innovatieve oplossingen en verbetert de kwaliteit van het strategisch besluitvormingsproces (Roberts, McNulty & Stiles, 2005).

Uitvoerende bestuurders zijn voltijdse werknemers met een verantwoordelijkheid voor dagdagelijkse activiteiten. Omdat zij zelf belang hebben dat de onderneming goed presteert, zullen zij gemotiveerd zijn om het management te controleren. Dit komt de ondernemingsprestaties ten goede. (Khan et al., 2008). Uitvoerende bestuurders hebben tevens ook gespecialiseerde kennis over de interne werking van de onderneming. Niet-uitvoerende bestuurders hebben dit niet en moeten zich hierover informeren. Hierbij is het noodzakelijk dat de juiste prikkels worden gegeven. Wanneer de prikkels onvoldoende zijn, zullen ze minder tijd en energie steken hierin, wat negatief kan zijn voor de kwaliteit van hun werk (Shen, 2005).

In het bijzonder vindt de informatiedoorstroming plaats op drie scharniermomenten. Ten eerste worden documenten vóór een vergadering doorgegeven zodat bestuurders deze vergadering kunnen voorbereiden. Vervolgens wordt bijkomende informatie ingewonnen op de vergadering zelf. Ten slotte worden bij de meeste ondernemingen bestuurders ook tussentijds geïnformeerd over bijvoorbeeld de stand van zaken in belangrijke dossiers of over belangrijke gebeurtenissen (Guberna & VBO, 2013).

Het management heeft de plicht om bestuurders te informeren, maar deze laatste groep kan ook bijkomende informatie opvragen. Zo worden externe deskundigen gecontacteerd voor advies te verkrijgen bij specifieke dossiers. Ook kunnen bestuurders contact opnemen met leden van het senior management (Guberna & VBO, 2013).

B. Onafhankelijke bestuurders

Het doel van het aanstellen van onafhankelijke bestuurders is te verzekeren dat de raad van bestuur bestuurders omvat die effectief kunnen oordelen in het belang van de onderneming, waarbij zijn oordeel niet beïnvloed wordt door belangenconflicten. In onderstaande tabel wordt getoond wat de wettelijke minimumvereisten zijn voor het aantal onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur, het auditcomité en het remuneratiecomité (Guberna & VBO, 2013).

	Wet/Code 2009?	Hoeveel?	Criteria?	Verplicht?
Raad van bestuur	Code 2009	3	Art 526ter W.Venn	Comply or explain
Auditcomité	art 525bis §2 W.Venn. Code 2009	1 Meerderheid	art 526ter W.Venn. Art 526ter W.Venn	Verplicht Comply or explain
Remuneratiecomité	art 526quater §2 W.Venn Code 2009	Meerderheid Meerderheid	Art 526ter W.Venn Art 526ter W.Venn	Verplicht Verplicht

Tabel 2: Aantal onafhankelijke bestuurders (Guberna & VBO, 2013)

Het Wetboek van Vennootschappen (artikel 526ter W.Venn) bevat onafhankelijkheidscriteria waaraan onafhankelijke bestuurders moeten voldoen. Deze criteria vindt u terug in bijlage 1. Wie moet controleren of een onafhankelijke bestuurder onafhankelijk is volgens het wetboek? In sommige ondernemingen is dit de taak van de secretaris van de raad van bestuur, in anderen wordt dit getoetst door een externe toezichthouder. Ook kan de verantwoordelijkheid hiervan liggen bij de bestuurder zelf. Hij/zij moet melden wanneer niet langer aan de onafhankelijkheidscriteria wordt voldaan.

De grote aandacht voor onafhankelijke bestuurders binnen de *Code 2009* en ondernemingen is te wijten dat de voorschriften trachten bedrijfsschandalen te vermijden. Daardoor wordt veel belang gehecht aan de controlefunctie van de raad van bestuur.

Welke toegevoegde waarde hebben nu onafhankelijke bestuurders binnen een onderneming? Onafhankelijke bestuurders kunnen op vier gebieden toegevoegde waarde creëren. Ten eerste kan de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders binnen bestuurscomités, in het bijzonder in het audit- en/of remuneratiecomité, een belangrijke impact hebben op de effectiviteit van die bestuurscomités. Op bepaalde domeinen waar een onafhankelijk oordeel vereist is of wanneer ze de prestaties van het management moeten beoordelen, zijn onafhankelijke bestuurders meer wenselijk dan afhankelijke bestuurders. Vervolgens waken onafhankelijke bestuurders over het vennootschapsbelang en over het belang van alle aandeelhouders (alook die van minderheidsaandeelhouders). Dit kan belangrijk zijn wanneer belangenconflicten ontstaan binnen de onderneming. Ten derde hebben onafhankelijke bestuurders een andere aanpak dan

afhankelijke bestuurders. Zij zorgen voor een breder perspectief of kunnen vanuit een specifieke expertise of ervaring een persoonlijke en toch een onafhankelijke analyse aanbrenge. Ten slotte kunnen andere bestuurders gebruik maken van de kennis, steun en relaties van onafhankelijk bestuurders (Guberna & VBO, 2013).

Binnen de wetenschappelijke literatuur is er geen eenduidige relatie tussen de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders en ondernemingsprestaties. Onafhankelijke bestuurders kunnen slechts waarde bijbrengen wanneer zij juist geïntegreerd zijn in de structuur. Om onafhankelijke bestuurders goed te integreren in de onderneming zijn er trainingsprogramma's nodig. Wanneer deze personen, na de nodige training, worden toegevoegd aan de raad van bestuur heeft dit een positieve impact op de ondernemingsprestaties (Cadbury, 2002).

Sommige onderzoeken vinden een negatieve relatie. Onafhankelijke bestuurders zullen sneller reageren wanneer iets misloopt, maar kunnen hierbij de verkeerde beslissing maken, wanneer ze niet de nodige informatie hebben. Het kan ook zijn dat onafhankelijke bestuurders vandaag de dag niet onafhankelijk genoeg zijn (Bhagat & Black, 2000).

Een optimale raad van bestuur bestaat volgens Baysinger en Butler (1985) uit een mengeling van afhankelijke en onafhankelijke bestuurders, die voldoende vaardigheden en kennis bijbrengen. Onafhankelijke bestuurders missen soms de nodige informatie over bepaalde zaken. Dit is iets wat afhankelijke bestuurders wel hebben. Er is een afweging tussen onafhankelijkheid en motivatie. Veel onafhankelijke bestuurders hebben weinig of geen aandelen van de onderneming en zijn minder gemotiveerd om voorzichtig te controleren. Afhankelijke bestuurders missen de onafhankelijkheid, maar hebben dan wel menselijk en financieel kapitaal geïnvesteerd in de onderneming. Een optimale raad van bestuur heeft interne bestuurders met voldoende kennis en prikkels en onafhankelijke bestuurders die goed geïnformeerd zijn. Deze visie blijkt ook uit de studie van Gilson & Kraakman (1991): "Corporate boards need directors who are not merely independent [of management], but who are accountable [to shareholders] as well" (p. 865).

C. Genderdiversiteit

Genderdiversiteit is een onderwerp wat vaak in de media komt of gedebatteerd wordt. Het debat van de afgelopen jaren zorgt voor de vraag naar meer vrouwen binnen de raad van bestuur. Op zowel Europees als Belgisch vlak zijn richtlijnen of aanbevelingen tot stand gebracht om het percentage van vrouwen in de raad van bestuur te verhogen. Op Europees vlak zorgde een recent voorstel van Reding (2012) voor een richtlijn over de verbetering van de man-vrouwverhouding bij niet-uitvoerende bestuurders voor een nieuwe opflakking van het genderdebat. Uiteraard kon een richtlijn op Belgisch vlak niet uitbleven. De Belgische Commissie Corporate Governance lanceerde in 2011 een aanbeveling die moet zorgen voor een groter aandeel aan vrouwen binnen de raad van bestuur. Met de wet van 28 juli 2011 is hierin verandering gekomen: beursgenoteerde ondernemingen zijn verplicht om tegen 2017 in hun raad van bestuur minstens één derde vrouwen op te nemen. Kleinere ondernemingen hebben de tijd tot 2019. Het initiatief van de Belgische wetgever om een kader te creëren waarin vrouwen makkelijker kunnen doorstoten naar de

bedrijfstop, kan worden toegejuicht gezien vrouwen al te vaak stoten op het befaamde glazen plafond (Code 2009)

Volgens een rapport van adviesgroep Hay is het aandeel aan vrouwen in de raden van bestuur in 2014 gestegen van twaalf tot negentien procent. Ondernemingen werken hard om de norm uit de wet op de bestuursquota uit 2011 te behalen. Dat is ook te zien in het aantal nieuw benoemde bestuurders, waarbij 38 procent vrouwen benoemd worden.

Uit een bevraging van Guberna & VBO (2013) blijkt dat vrouwelijke bestuurders zorgen voor meer diversiteit. Diversiteit betekent in de context van corporate governance de samenstelling van de raad van bestuur en de combinatie van verschillende kwaliteiten, karakteristieken en expertise van individuele leden in relatie tot besluitvorming en andere processen binnen het bestuur (Van der Walt & Ingley, 2003).

Ondernemingen met vrouwen binnen hun raad van bestuur zijn overtuigd van de positieve bijdrage van vrouwelijke bestuurders doordat zij toch geselecteerd worden op basis van specifieke competenties die de besluitvorming op een positieve manier beïnvloeden. Onderneming zonder vrouwelijke bestuurders moeten meer overtuigd worden. Over het algemeen klinkt dat ze geen geschikte kandidaten vinden of er gewoon niet aan gedacht wordt. Voor deze ondernemingen is het nodig dat zij bewust gemaakt worden van de rol van de vrouw en dat er veel bekwame en opgeleide vrouwen beschikbaar zijn (Guberna & VBO, 2013)

Of de invoering van quota voor genderdiversiteit wel degelijk resultaat zal hebben, zal nog moeten blijken. In Noorwegen was de invoering van een quota voor de vertegenwoordig van vrouwen in de raad van bestuur alvast een succes. Sinds 1 januari 2008 is daar sprake van een vereiste genderquota voor alle beursgenoteerde ondernemingen en overheidsbedrijven. Voor de meeste ondernemingen betekende dit dat veertig procent van de raad van bestuur uit vrouwen moet bestaan. Het vereiste van het aantal vrouwen in de raad van bestuur hangt af van de grootte van de raad van bestuur. Een overzicht van de concreetheid van deze vereisten wordt gegeven in onderstaande tabel (Dale-Olsen, Schøne & Verner, 2012).

Omvang van de raad van bestuur (aantal leden)	Vereiste aantal leden van eenzelfde geslacht
2 – 3	1
4 – 5	2
6 – 8	3
9	4
> 9	40%

Tabel 3: Noorse gendervereisten (Norwegian Public Limited Liability Companies Act)

Ondernemingen kregen vier jaar de tijd om de nieuwe vereiste toe te passen. Degene die dit niet konden realiseren, mochten een sanctie verwachten. Deze konden bijvoorbeeld zelfs gaan tot de ontbinding van de onderneming. Al snel werd de quota toegepast door de Noorse ondernemingen. In 2009 hadden alle beursgenoteerde ondernemingen veertig procent vrouwen in hun raad van bestuur, terwijl dat zeven jaar eerder maar zes procent bedroeg. De snelle toepassing van de regel werd mogelijk gemaakt door de strenge sancties die ondernemingen konden krijgen wanneer ze de vereiste niet haalden. Eerst kregen ze een officiële waarschuwing en vier weken de tijd om de vereiste te halen. Uiteindelijk kreeg geen enkele onderneming een zware sanctie in de zin van verplichte ontbinding (Dale-Olsen, Schøne & Verner, 2012).

Toch blijkt uit het Noors voorbeeld dat genderhiërarchie nog steeds bestaat. De hoge posities binnen de ondernemingen worden nog zeer vaak door mannen ingevuld. In Noorwegen waren in 2009 slechts vijf procent van de voorzitters van de raden van bestuur vrouwen en zelfs maar twee procent van de CEO's. Meer vrouwen in de raad van bestuur leidt dus niet noodzakelijk tot meer vrouwelijke topposities. Uiteraard kan dit te wijten zijn aan het feit dat deze cijfers komen uit een onderzoek van slechts een jaar na de invoering van de vereiste (Dale-Olsen, Schøne & Verner, 2012).

Genderverschillen in invloed en leiderschap komen voort uit het feit dat mensen aannemen dat mannen meer competent en geloofwaardiger zijn als leiders dan vrouwen. Ook wanneer ze even competent zijn als mannen, worden hun bijdragen vaak nog verworpen. Wanneer naar de persoonlijke kenmerken van vrouwen gekeken wordt, blijkt dat zij in domeinen leiden die relatief traditioneel zijn voor hun geslacht. Vrouwen scoren bijvoorbeeld beter op vlak van educatie, terwijl mannen leiden in de bedrijfswereld. Om een bedrijfswereld te krijgen waar ook vrouwen aan de top staan, moeten zij op een gelijke manier participeren in situaties waar de meest belangrijke en ingrijpende beslissingen gemaakt worden. Deze besluitvorming is geconcentreerd onder personen die hoge machtsposities aannemen in ondernemingen. Vrouwen moeten hierbij dan in grote getalen aanwezig zijn in deze functies en effectief presteren om een balans te verkrijgen tussen de macht van vrouwen en mannen (Carli & Eagly, 2001).

Dale-Olsen, Schøne & Verner (2012) onderzochten de relatie tussen de aanwezigheid van vrouwen in de raden van bestuur en ondernemingsprestaties in Noorwegen, maar vonden geen directe link tussen beiden. Genderdiversiteit kwam tot stand zonder dat het een negatieve impact had op de ondernemingsprestaties. De quotavereiste zorgde ervoor dat vrouwen een gelijke kans hebben op economische besluitvormingsposities en dat de traditionele mannelijke monopolie van economische macht gebroken werd. Ook vonden zij dat vrouwen meer zichtbaar waren op posities in het topmanagement en ze meer fungeren als rolmodellen, wat belangrijk is voor ambitieuze en getalenteerde carrièrevrouwen (Dale-Olsen, Schøne & Verner, 2012).

Onderzoekers buiten Noorwegen zochten ook de relatie tussen genderdiversiteit en ondernemingsprestaties. De aanwezigheid van vrouwen in het bestuur kan de teamprestatie verhogen, omdat meer diverse teams meer perspectieven hebben en zo beter tot een beslissing kunnen komen. Deze betere beslissingen kunnen uiteindelijk leiden tot een hogere ondernemingswaarde en prestaties (Carter, Simkins & Simpson, 2003). Diversiteit draagt ook bij

tot de discussie en de uitwisseling van ideeën, waardoor over onderwerpen wordt gecommuniceerd die anders weinig of niet aan bod komen. Dit vermijdt stagnerend denken, hernieuwt de organisatie en verbreedt de focus (Stephenson, 2004).

Een ander voordeel van genderdiversiteit is dat het zorgt ook voor een beter beeld in de ogen van huidige en potentiële werknemers. Vrouwelijke bestuurders symboliseren carrièremogelijkheden voor toekomstige werknemers (Singh & Vinnicombe, 2004). Naast werknemers zijn andere stakeholdergroepen ook diverse groepen. Een grotere gelijkheid in de vertegenwoordiging door de raad van bestuur zorgt voor directe en indirecte voordelen die mogelijk kunnen komen door meer de demografische karakteristieken van belangrijke stakeholdergroepen te weerspiegelen. Klantgeoriënteerde ondernemingen zullen meer geneigd zijn vrouwelijke bestuurders in hun raad van bestuur te benoemen, omdat dit de relaties met klanten kan verbeteren (Brammer et al., 2007). Deze ondernemingen laten zien dat ze diversiteit promoten en beter gebruik maken van beschikbaar talent in plaats van te kijken naar demografische karakteristieken. Dit heeft een invloed op de reputatie van de onderneming en hun prestaties (Singh, 2007).

Toch zijn er ook studies die beweren dat genderdiversiteit een negatieve invloed kan hebben op de ondernemingsprestaties. Homogene groepen zullen meer frequent communiceren, omdat ze meer dezelfde meningen delen (Earley & Mosakowski, 2000). Daarnaast zullen ze coöperatiever zijn en minder emotionele conflicten hebben (Williams & O'Reilly, 1998). Ten slotte is de motivatie van vrouwen belangrijk: wanneer deze komt uit sociale druk voor grotere gendergelijkheid, komt dit de ondernemingsprestaties niet ten goede (Campbell & Miñquez-Vera, 2007).

D. CEO-dualiteit

Een volgend belangrijk *topic* binnen de raad van bestuur is de CEO-dualiteitskwestie. CEO-dualiteit verwijst naar de situatie waarin de CEO ook de voorzitter van de raad is.

De *Code 2009* bepaalt dat de functies van CEO en voorzitter van de raad van bestuur niet door dezelfde persoon uitgeoefend mogen worden. Er moet een duidelijk onderscheid gemaakt tussen enerzijds de verantwoordelijkheid voor het leiden van de raad van bestuur en anderzijds de uitvoerende verantwoordelijkheid voor het leiden van de ondernemingsactiviteiten. De verdeling van de verantwoordelijkheden tussen de voorzitter en de CEO moeten duidelijk en schriftelijk worden vastgelegd en goedgekeurd door de raad van bestuur. De Code 2009 beveelt de voorzitter aan om nauwe relaties met de CEO te onderhouden en advies te verlenen, met respect voor de uitvoerende verantwoordelijkheden van de CEO. Hierbij vinden op regelmatige basis contactmomenten plaats tussen de voorzitter en de CEO (Code 2009).

De argumenten van tegenstanders van CEO-dualiteit zijn vooral gebaseerd op de 'principaal-agent' theorie. Gedelegeerd bestuurders van moderne ondernemingen hebben beslissingsrechten, maar geen controlerechten over het aandeelhouderskapitaal. Hierdoor kunnen CEO's tegenstrijdige belangen hebben en dus niet altijd zo handelen dat de aandeelhouderswaarde gemaximaliseerd wordt. De raad van bestuur is de top van het beslissingssysteem, die *agency* problemen moeten verminderen die voortkomen uit de scheiding van eigendom en controle. Wanneer CEO's aan de

leiding staan van dergelijk beslissingssysteem is de kans groter dat afbreuk wordt gedaan aan de doeltreffendheid van het controlesysteem en leidt tot een belangenconflict (Fama & Jensen, 1983).

Voorstanders van duaal leiderschap benadrukken de grote bedrijfsspecifieke kennis van CEO's en de voordelen van een sterk beheer. Omdat CEO's vaak de beste specifieke kennis hebben van strategische uitdagingen en opportuniteiten van de onderneming, kan een CEO die ook aan de leiding staat van de raad van bestuur de acties van de raad van bestuur coördineren en strategieën sneller implementeren. Dit geeft de onderneming een competitief voordeel in moeilijker bedrijfscondities. Wanneer de rol van de gedelegeerd bestuurder en die van voorzitter van de raad van bestuur gescheiden zijn, lopen de kosten voor informatie in te winnen en door te geven op. CEO-dualiteit zorgt hier dan voor dat hierop bespaart kan worden omdat de kennis die de CEO heeft niet doorgegeven moet worden naar de top van het beslissingssysteem ofwel de raad van bestuur. (Jensen & Meckling, 1995).

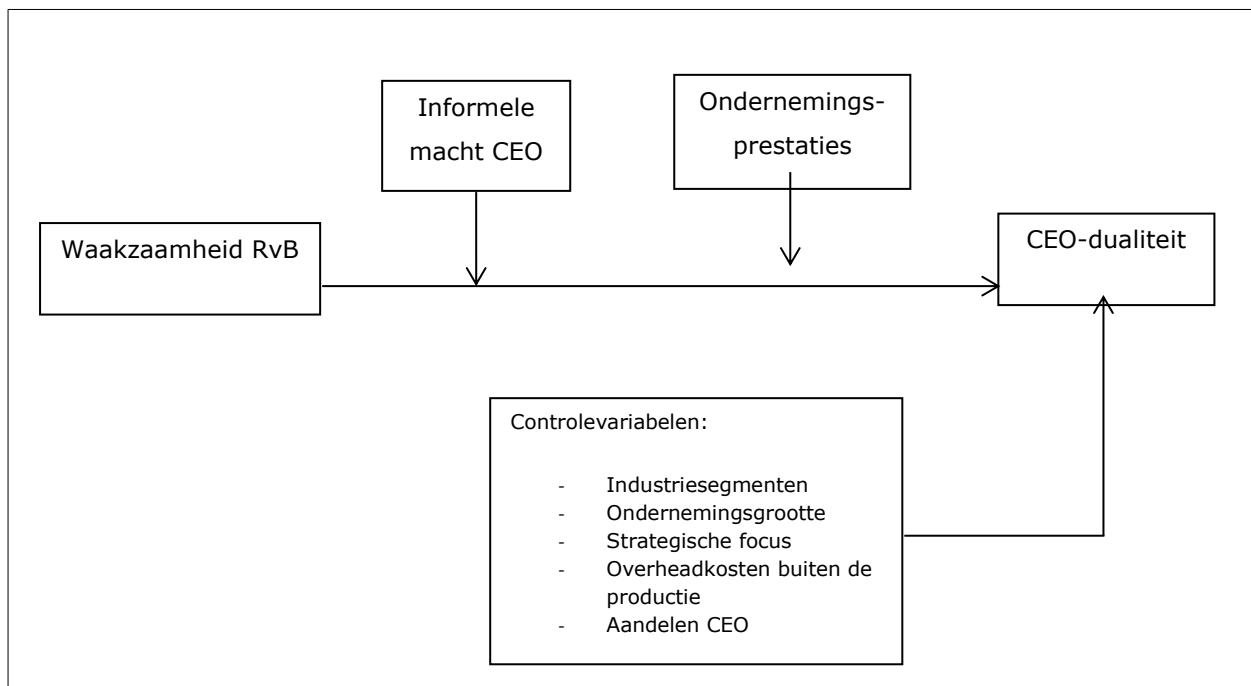
Over het algemeen vindt de agency theory een negatieve relatie tussen CEO-dualiteit en de ondernemingsprestaties. Ondernemingen moeten reageren op agency problemen door allerlei beslissingen te controleren. De CEO heeft een primaire verantwoordelijkheid voor de initiatie en implementatie van strategische beslissingen, terwijl de raad van bestuur verantwoordelijk is voor de goedkeuring en toezicht op de CEO. De raad van bestuur is een primair controleorgaan om de verschillende belangen tussen aandeelhouders en het topmanagement op één lijn te brengen. Door ook voorzitter te zijn van de raad van bestuur heeft de CEO een brede machtsbasis, waardoor de controle over beslissingen door de raad van bestuur verzwakt wordt. Als gevolg kan de CEO zijn eigen belangen nastreven, die kunnen verschillen van de belangen van de aandeelhouders (Boyd, 1995).

Donaldson & Davis (1991) vinden beperkingen aan de toepassing van de agency theory op CEO-dualiteit waaruit kan blijken dat de impact van CEO-dualiteit op ondernemingsprestaties toch niet zo negatief is. De *stewardship theory* zegt dat de CEO geen werk wil vermijden, maar een goede steward wil zijn voor zijn onderneming. CEO-dualiteit betekent in dit geval dat effectieve handelingen van de CEO vergemakkelijkt worden (Donaldson & Davis, 1991).

Finkelstein & D'Aveni (1994) vinden dan weer dat CEO-dualiteit een 'double-edged sword' is, ofwel dat het voordelig is en tegelijk een aantal belangrijke maar niet voor de hand liggende risico's draagt. Volgens hun moeten waakzame raden van bestuur deze tegenstrijdige krachten balanceren zodat de belangen van de aandeelhouders niet nadelig beïnvloed worden door het management. Enerzijds waarschuwt de 'principaal-agent' theorie dat CEO-dualiteit de onafhankelijkheid van de raad van bestuur kan bedreigen door de verankeringen van een CEO. Anderzijds suggereren zij dat CEO-dualiteit de strategische voordelen van een sterk centraal leiderschap ondersteunt. Dit verklaren zij door de organisatietheorie. Deze theorie zegt dat duaal leiderschap door duidelijke gezags- en verantwoordelijkheidslijnen helpt verwarring over wie de leiding heeft te voorkomen tussen topmanagers (Finkelstein & D'Aveni, 1994)

Finkelstein & D'Aveni (1994) ontwikkelden een contingentieraamwerk die twee perspectieven, voorgesteld door de 'principaal-agent' theorie en de organisatietheorie, bevat. Hun model helpt

ondernemingen te kiezen voor een structuur met duaal leiderschap of juist dit te vermijden. Volgens hen is duaal leiderschap niet altijd disfunctioneel, iets wat de 'principaal-agent' theorie wel suggereert, en zijn gescheiden rollen ook niet altijd disfunctioneel, wat de organisatietheorie op haar beurt concludeert. De keuze hangt af van specifieke omstandigheden. Een waakzame raad van bestuur zal voor een duaal leiderschap of voor gescheiden rollen kiezen op basis van twee contingentievariabelen: de informele macht van de CEO en de ondernemingsprestaties. Wanneer één van de twee variabelen groot is, zullen waakzame raden van bestuur kiezen voor gescheiden rollen. Daarentegen zal *CEO entrenchment* minder vaak voorkomen wanneer één van de variabelen klein is. In dit geval is er nood aan sterk leiderschap verkregen door duaal leiderschap (Finkelstein & D'Aveni, 1994).



Figuur 5: CEO-dualiteit-model (Finkelstein & D'Aveni, 1994).

In tegenstelling tot de 'principaal-agent' theorie, vinden Finkelstein & D'Aveni (1994) dat de waakzaamheid van raden van bestuur en informele macht van de CEO een significante positieve relatie hebben met beslissingen omtrent duaal leiderschap. Deze resultaten ondersteunen de organisatietheorie in de zin dat waakzame raden van bestuur sterk leiderschap door CEO-dualiteit prefereren. Hiernaast vonden zij dat gescheiden rollen de voorkeur krijgt in waakzame raden van bestuur waar agency kwesties belangrijke onderwerpen zijn (Finkelstein & D'Aveni, 1994).

Kwok (1998) concludeert dat er verschillen bestaan tussen verschillende landen inzake CEO-dualiteit en haar impact op ondernemingsprestaties. In ondernemingen in ontwikkelde economieën of in een periode van bankencrisis is er een positieve relatie tussen CEO-dualiteit en haar prestaties. In landen waar er een financiële reformatie aan de gang is en waar het gemakkelijker is om aan kredieten te komen, is er een negatieve relatie (Kwok, 1998).

Wat is de invloed van het scheiden van de rol van de gedelegeerd bestuurder en die van voorzitter van de raad van bestuur in een onderneming waar daarvoor sprake was duaal leiderschap? Deze impact hangt af van de manier hoe en wanneer het geïmplementeerd wordt. Wanneer de functies gescheiden worden in tijden van mindere ondernemingsprestaties, leidt dit tot hogere toekomstige prestaties. Een scheiding in gezonde tijden voor de ondernemingen, dus met goede prestaties, leidt dan weer tot mindere prestaties in de toekomst. Het dus belangrijk om de scheiding van de twee rollen te laten gebeuren op het juiste moment voor een onderneming. De manier waarop de implementatie gebeurt, speelt zelfs een grotere rol. Krause & Semadeni (2013) vonden het hierbij belangrijk om een onderscheid te maken tussen drie verschillende scheidingsopties, 'apprentice', 'departure' en 'demotion'. In het eerste geval blijft de CEO voorzitter van de raad van bestuur en wordt een andere persoon de nieuwe CEO. 'Apprentice' betekent leerling en dit geval is de nieuwe CEO een leerling van de vroegere CEO. Deze situatie komt vaak als een overgangperiode bij een opvolging, waar de CEO een korte tijd voorzitter blijft van de raad van bestuur met de intentie om deze positie te verlaten wanneer de nieuwe volledig klaar is om het roer over te nemen van de onderneming en ook voorzitter van de raad van bestuur wordt. Het kan ook voorkomen dat deze structuurwijziging permanent is en de vroegere CEO voorzitter van de raad van bestuur blijft (Finkelstein & D'Aveni, 1994).

Een andere manier om de twee rollen te scheiden is de 'demotion'-optie. Hierbij wordt de huidige CEO behouden, maar wordt een nieuwe voorzitter van de raad van bestuur aangesteld om de CEO te controleren. 'Demotion' betekent dat de CEO gedegradeerd wordt: hij verliest immers de taak als voorzitter. Deze optie kan niet gebruikt worden als overgangs- of opvolgingsmechanisme (Finkelstein & D'Aveni, 1994).

Een laatste optie, de 'departure-optie' wat vertrek betekent, komt ook tot stand als deel van een opvolging. Verschillend met de 'apprentice-optie' is dat twee volledig verschillende personen op beide posities komen. Deze manier vergemakkelijkt de overgang van een systeem waarbij dezelfde persoon zowel CEO als voorzitter van de raad van bestuur is naar duaal leiderschap. De CEO moet dan niet meer zetelen in de onderneming met minder macht dat hij daarvoor had. In sommige gevallen komt het wel voor dat, wanneer de nieuwe CEO voldoende kennis en vertrouwen vervaardigd heeft, om hem ook de rol als voorzitter van de raad van bestuur te geven. In dit geval de scheiding tussen de rol van CEO en die van voorzitter van de raad van bestuur slechts tijdelijk (Finkelstein & D'Aveni, 1994).

Krause & Semadeni (2013) onderzochten de relatie tussen deze verschillende manieren om de rollen te scheiden en de ondernemingsprestaties. 'Demotion-scheidingen' hebben een sterker effect op de toekomstige ondernemingsprestaties dan de twee andere scheidingsmethoden. 'Apprentice-scheidingen' leiden het vaakst tot een hereniging tussen de twee rollen in het jaar na de scheiding. Wanneer de twee rollen gescheiden worden door middel van 'departure', is de kans op een hereniging iets minder groot. De best scorende vorm van scheiding is de 'demotion-scheiding'. Het is de meest eenduidige bestuursverandering van de drie met de meeste impact op de prestaties en de laagste kans op een omkering van de scheiding van de rol van CEO en die van voorzitter van de raad van bestuur (Krause & Semadeni, 2013).

2.2.1.3 Grootte van de raad van bestuur

De grootte van de raad van bestuur is een volgend veelvuldig onderzocht thema binnen de wetenschappelijke literatuur. De wetgeving geeft minimumvereisten voor de grootte van de raad van bestuur. De naamloze vennootschap moet minstens drie bestuurders hebben, voor een bvba volstaan er twee. Een grotere raad van bestuur heeft natuurlijk zijn voordelen. Het vergroot de diversiteit binnenin het bestuur in termen van ervaring en vaardigheden, waardoor de controle van het management effectiever zal zijn. Een verbeterde controle komt de ondernemingsprestaties alleen maar ten goede (Singh en Harianto, 1989). De effectiviteit van de raad van bestuur hangt niet af van de hoeveelheid bestuurders, maar een minimum aantal met adequate ervaring en kennis is nodig om efficiënt taken uit te voeren (Dalton & Dalton, 2005). De raad van bestuur moet tevens ook groot genoeg zijn om eventuele wijzigingen in de samenstelling van de raad van bestuur ongehinderd op te vangen (Code 2009).

Een te grote raad van bestuur is evenwel niet efficiënt. Het zorgt voor hogere coördinatiekosten en de kans op *free rider* problemen stijgt omdat de kost van een individuele bestuurder om minder inspanning uit te oefenen in proportie is met de grootte van de raad. Hiernaast komen meer coördinatie- en communicatieproblemen voor, omdat het moeilijker is om bestuursvergaderingen te organiseren en tot een consensus te komen, wat leidt tot tragere en minder efficiënte besluitvorming (Jensen, 1993).

Vervolgens is de samenhang ondermijnd, omdat bestuursleden minder geneigd zullen zijn een gemeenschappelijk doel te delen en duidelijk te communiceren. Een kleine raad van bestuur zorgt dat bestuursleden elkaar goed genoeg kennen om betere en snellere beslissingen te maken en iedereen zeggenschap heeft. Zelfs wanneer een grote raad van bestuur in subgroepen worden opgedeeld, kan een verkeerde opdeling meer schade berokkenen aan de onderneming dan het voordeel oplevert (Cadbury, 2002). Na een bepaald punt zal de raad van bestuur zo groot zijn, dat de kosten de voordelen overtreffen, waardoor de ondernemingsprestaties zullen afnemen (Lipton & Lorsch, 1992).

Volgende factoren spelen ook een rol bij de grootte van de raad van bestuur: gewenste diversificatie of expertises, fusies, het nastreven van aandeelhoudersevenwichten en de regelgeving of wettelijke vereisten die gelden in specifieke sectoren. Omdat deze bedrijfsspecifieke factoren een rol spelen, moet elke onderneming voor zichzelf uitmaken welke grootte optimaal is. Voor kleine en middelgrote ondernemingen volstaat een bestuur van tussen de 3 en 5 leden. Volgens Lipton & Lorsch (1992) is een raad van bestuur van acht of negen bestuurders optimaal, terwijl Jensen (1993) een grootte van zeven of acht bestuurders voorstelt.

2.2.1.4 Vergaderfrequentie van de raad van bestuur

Bestuursvergaderingen zijn een belangrijke bron voor het verbeteren van de effectiviteit van de raad van bestuur. Toch zijn ze niet noodzakelijk nuttig omdat externe bestuurders slechts een beperkte tijd hebben en deze best gebruikt kan worden om samen ideeën uit te wisselen. Dit probleem is een bijproduct van het feit dat CEO de agenda maken voor bestuursvergaderingen. De raad van bestuur kan volgens Jensen (1993) zelfs beter inactief zijn, omdat raden van bestuur vaak samenkomen om bestaande problemen te bespreken, zoals wanneer de belangen van aandeelhouders in gevaar zijn. Bestuursvergaderingen zijn dan eerder een bestrijdingsmiddel dan een hulpmiddel voor een beter bestuur. Een hogere activiteit binnen de raad van bestuur is volgens hem een teken van mindere prestaties (Jensen, 1993).

Welke determinanten bepalen de frequentie van de vergaderingen van de raad van bestuur? Een eerste determinant is duaal leiderschap. In dit hoofdstuk werd al eerder aangehaald dat de rollen van CEO en voorzitter van de raad van bestuur best gescheiden kunnen worden om een lagere machtsconcentratie te krijgen in de vergaderzaal. Ondernemingen met gescheiden rollen zouden daarom vaker vergaderingen omdat meer discussies aanwezig zullen zijn binnen de raad van bestuur. Onafhankelijke bestuurders zullen immers meer actief optreden in discussies (Vafeas, 1999).

Vervolgens speelt de grootte van de raad van bestuur een rol in de vergaderfrequentie. Vafeas (1999) vond een positieve relatie tussen de grootte en het aantal bijeenkomsten van de raad van bestuur. Doordat de raad van bestuur meer leden telt, zal vaker gevraagd worden naar een vergadering (Vafeas, 1999).

Niet alleen de grootte van de raad van bestuur is belangrijk, ook de grootte van de onderneming kan een invloed hebben op de vergaderfrequentie. In grote ondernemingen komt de raad van bestuur minder vaak samen omdat deze ondernemingen hebben alternatieve monitortechnieken, zoals bijvoorbeeld de markt en kapitaalverschaffers. Een kanttekening hierbij is dat grote ondernemingen kwetsbaarder zijn voor belangenconflicten. Om deze conflicten te verhelpen is ofwel betere controle ofwel meer vergaderingen nodig (Al-Najjar, 2012).

Ten vierde is het aandeel aan onafhankelijke bestuurders een determinant voor de activiteit van de raad van bestuur. Wanneer meer externen zetelen in de raad van bestuur, zal er meer nood zijn aan bijeenkomsten. Het kost immers meer tijd om externen te informeren over de gang van zaken (Vafeas, 1999).

Vafeas (1999) behandelt ook het nut van bestuurscomités op de vergaderfrequentie. Hij stelt dat wanneer de onderneming verschillende bestuurscomités bevat, bepaalde zaken op de vergaderingen van die bestuurscomités worden besproken. Hierdoor zal de raad van bestuur minder samenkomen. Wel kan het zijn dat meer coördinatie nodig is bij de bestuurders, wat op zijn beurt wel leidt tot meer vergaderingen (Vafeas, 1999).

Wat de invloed van de frequentie van bestuursvergaderingen op de ondernemingsprestaties is, is onduidelijk. Veel hangt af of de voordelen van meer vergaderingen de kosten overstijgen. De

kosten voor bestuursvergaderingen zijn reiskosten, vergadervergoedingen en de tijd die managers investeren erin. Daartegenover kunnen bestuurders vaker communiceren en strategieën uitzetten. Bestuurders die meer tijd hebben, zullen vaker betere beslissingen nemen dan wanneer ze in weinig tijd hebben, wat leidt tot een effectievere controle van het management. Wanneer er minder bestuursvergaderingen zijn dan noodzakelijk is, zal dit een positieve impact op de ondernemingsprestaties hebben. Toch zijn bestuursvergaderingen niet in elke onderneming effectief: in de ene onderneming kunnen kwaliteitsvollere vergaderingen voorkomen dan in andere. Ondanks de onduidelijke invloed op de ondernemingsprestaties, vindt Vafeas (1999) dat ondernemingen met minder dan zeven vergaderingen beter presteren dan wanneer frequenter wordt vergaderd (Vafeas, 1999).

2.2.1.5 Bezoldiging van bestuurders

Managers worden, zoals de meeste individuen, gekenmerkt door een risico-averse houding. Hierdoor willen ze dat hun bezoldiging zo gestructureerd is dat het een zo klein mogelijk risico geeft (Mehran, 1995).

Bestuurders die een goede bezoldiging ontvangen, zullen minder voor problemen zorgen binnen de raad van bestuur. Een goede beloning leidt immers tot een verbeterde motivatie, wat de werking van de raad van bestuur bevordert. Een te grote bezoldiging kan een symptoom zijn van een bepaalde soort van vriendjespolitiek binnen de onderneming. Omdat dit zorgt dat bestuurders en managers de belangen van aandeelhouders niet beschermen, bestaat er een negatieve relatie tussen een overmaat aan bezoldigingen en ondernemingsprestaties (Linn & Park, 2005).

Wanneer bestuurders een bezoldiging krijgen in de vorm van aandelenopties zullen ze meer verantwoordelijkheid voelen binnen de onderneming. De transparantie over de bedrijfsactiviteit wordt tevens gepromoot wanneer deze vorm van bezoldiging aan niet-uitvoerende bestuurders wordt gegeven (Boumosleh & Cline, 2007).

2.2.1.6 Aandelen gehouden door bestuurders

Traditioneel hadden bestuurders, zoals grote aandeelhouders, een grote persoonlijke stimulans om het management te controleren. Om deze krachtige prikkel terug te creëren moeten bestuurders wederom substantiële aandeelhouders worden. Door eigendom en controle terug samen te brengen door een zinvolle aandeelhouderschap voor bestuurders, kan dit een oplossing bieden voor het 'principaal-agent' probleem.

Bhagat, Carey & Elson (1998) vinden een positieve relatie tussen significant aandeelhouderschap bij bestuurders en de ondernemingsprestaties. Ze geven echter ook een alternatieve verklaring voor deze relatie: doordat bestuurders interne informatie voor handen hebben, kan het zijn dat ze met deze kennis bewust hun individuele aandelen verhogen wanneer dit positief kan uitdraaien (Bhagat, Carey & Elson, 1998).

2.2.1.7 Bestuurders in comités opgericht door de raad van bestuur

Het feit dat bestuurders in meerdere bestuurscommissies zetelen, hangt veel af van het soort comité. De verschillende bestuurscommissies hebben andere takenpakketten en vaardigheidsvereisten. Zo hebben leden van de audit- en remuneratiecomités financiële expertise of andere gespecialiseerde kennis nodig, maar ook een verschil in tijdsbesteding. Sommige bestuurders hebben volgens het management meer kennis en ervaring in bepaalde zaken én willen of kunnen meer tijd besteden aan hun taken. Ondernemingen zullen deze personen dan in de juiste comités plaatsen. Bestuurders die steeds druk bezig zijn, zullen minder snel in verschillende comités zetelen, tenzij dit juist een grote expertise en reputatie in hun vakgebied weerspiegelt. Het komt weinig voor dat drukke bestuurders zowel lid zijn van het auditcomité als van het remuneratiecomité (Jiraporn, Manohar & Lee, 2009).

Leden van een benoemingscomité moeten dan weer andere vaardigheden hebben, zoals bijvoorbeeld netwerkvaardigheden. Hoe meer een bestuurder over deze vaardigheden beschikt, hoe meer zij kan bijdragen in de benoemingsprocedure. Drukke bestuurders zullen vaker in het benoemingscomité zetelen totdat een bepaalde drempel is bereikt en de waarschijnlijkheid begint te dalen, met andere woorden er is hier sprake van een U-vormige relatie (Jiraporn et al., 2009). In het volgende deel worden de hierboven besproken bedrijfscommissies verder uitgelicht.

2.2.1.8 Conclusie

De raad van bestuur is veruit het belangrijkste corporate governance mechanisme van een onderneming. Naast de belangrijke functie van het controleren van het management, heeft ze vijf andere mogelijke rollen in een onderneming: een netwerkrol, een coördinerende rol, een strategische rol, een onderhoudsrol en een ondersteunende rol.

Opdat de raad van bestuur deze rollen efficiënt kan uitvoeren is de samenstelling belangrijk. Het is immers belangrijk om een voldoende diverse raad van bestuur te hebben op het gebied van kennis, expertise en vaardigheden. De aanwezigheid van niet-uitvoerende en onafhankelijke bestuurders bieden op verschillende gebieden toegevoegde waarde, maar dan moeten zij voldoende geïnformeerd en geïntegreerd worden. Diversiteit moet ook op vlak van gender behaald worden. Door de invoering van de wet op genderquota (2011) moeten beursgenoteerde ondernemingen zorgen dat tegen 2017, of 2019 voor kleinere ondernemingen, hun raad van bestuur uit één derde vrouwen bestaat. Hiernaast beveelt de *Code 2009* aan dat de functies van CEO en voorzitter van de raad van bestuur gescheiden moeten worden om belangenvermenging tegen te gaan, wat een positieve impact op de ondernemingsprestaties moet hebben.

Naast de samenstelling van de raad van bestuur, heeft de grootte ook een relevant effect op de werking van de raad van bestuur. Een raad van bestuur moet groot genoeg zijn om voldoende divers te zijn, maar mag op haar beurt niet té groot zijn zodat de werking efficiënt blijft. Opdat een raad van bestuur goed kan werken, zijn geregelde bestuursvergaderingen nodig. De

vergaderfrequentie heeft een positief effect op de ondernemingsprestaties, wanneer de voordelen de kosten overstijgen.

Ten slotte zorgen de bezoldiging van bestuurders en de aandelen die ze houden voor meer motivatie om het management te controleren. Ze hebben immers baat bij dat de onderneming goed presteert.

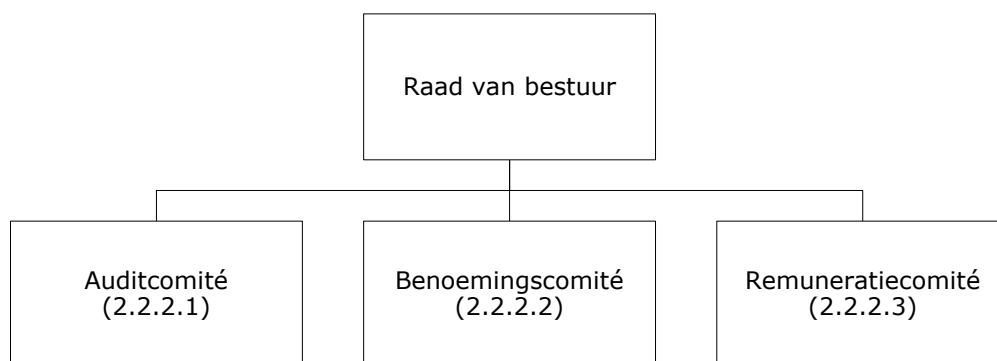
2.2.2 Comités opgericht door de raad van bestuur

In gebieden waar er nog belangenconflicten kunnen ontstaan, worden specifieke comités opgericht door de raad van bestuur. Deze comités hebben als taak om de raad van bestuur bij te staan bij het nemen van bepaalde beslissingen en daarbij de effectiviteit van de raad van bestuur te verhogen.

Een beursgenoteerde onderneming moet volgens de *Code 2009* drie comités bevatten: een auditcomité, een benoemingscomité en een remuneratiecomité. In het geval dat een onderneming aan ten minste twee van de volgende drie criteria voldoet, moet zij geen audit- of remuneratiecomité oprichten:

- gemiddeld aantal werknemers tijdens het boekjaar van minder dan 250 personen,
- balanstotaal van minder dan of gelijk aan 43 000 000 euro,
- jaarlijkse netto-omzet van minder dan of gelijk aan 50 000 000 euro.

Zij kunnen, in dat geval, de aan het audit- en remuneratiecomité toegewezen taken laten uitvoeren door de raad van bestuur als geheel (artikel 526bis W.Venn; artikel 526quater W.Venn)



Figuur 5: Raad van bestuur en de door de raad van bestuur opgerichte comités

De comit ewerking beperkt zich echter niet tot drie comités. Sommige ondernemingen hebben naast een auditcomité, een remuneratiecomité en een benoemingscomités ook andere bijkomende adviescomités. Voorbeelden hiervan zijn een corporate governance comité, een financieel comité, een investeringscomit e, ... De invulling van deze comités is vrij te kiezen voor de ondernemingen

omdat geen enkele wetgeving aanbevelingen bevat in verband met deze bijkomende adviescomités. Ook maken sommige ondernemingen gebruik van ad hoc comités die ontstaan omwille van een specifieke situatie of een belangrijk dossier.

Het takenpakket van de bestuurscomités is vooral gespecialiseerd en diepgaand voorbereidend werk. Zij hebben enkel een adviserende bevoegdheid: de finale beslissing ligt echter bij de raad van bestuur. De wetgever en de *Code 2009* hebben basistaken vermeld en daarnaast kan de raad van bestuur bijkomende opdrachten geven aan de verschillende comités. Het concrete takenpakket wordt bij de meeste ondernemingen omschreven in een charter of intern reglement.

De bestuurscomités werken samen met verschillende groepen in de onderneming. Hierboven werd al aangehaald dat zij een adviserende rol hebben voor de raad van bestuur, maar ook met andere actoren wordt samengewerkt. Ten eerste wordt actief samengewerkt met het topmanagement. Naast de CEO en secretaris van de raad van bestuur worden ook andere leden van het management team soms uitgenodigd op vergaderingen van de bestuurscomité. Welke leden worden uitgenodigd hangt af van het type comité. Zo worden bijvoorbeeld de CFO (*Chief Finance Officer*) en de interne auditor uitgenodigd bij de bijeenkomsten van het auditcomité en woont de directeur van HR (*Human Resources*) vergaderingen bij van het benoemings- en remuneratiecomité. Vervolgens kunnen de bestuurscomité, net zoals de leden van de raad van bestuur, extern professioneel advies inwinnen (Guberna & VBO, 2013).

2.2.2.1 Auditcomité

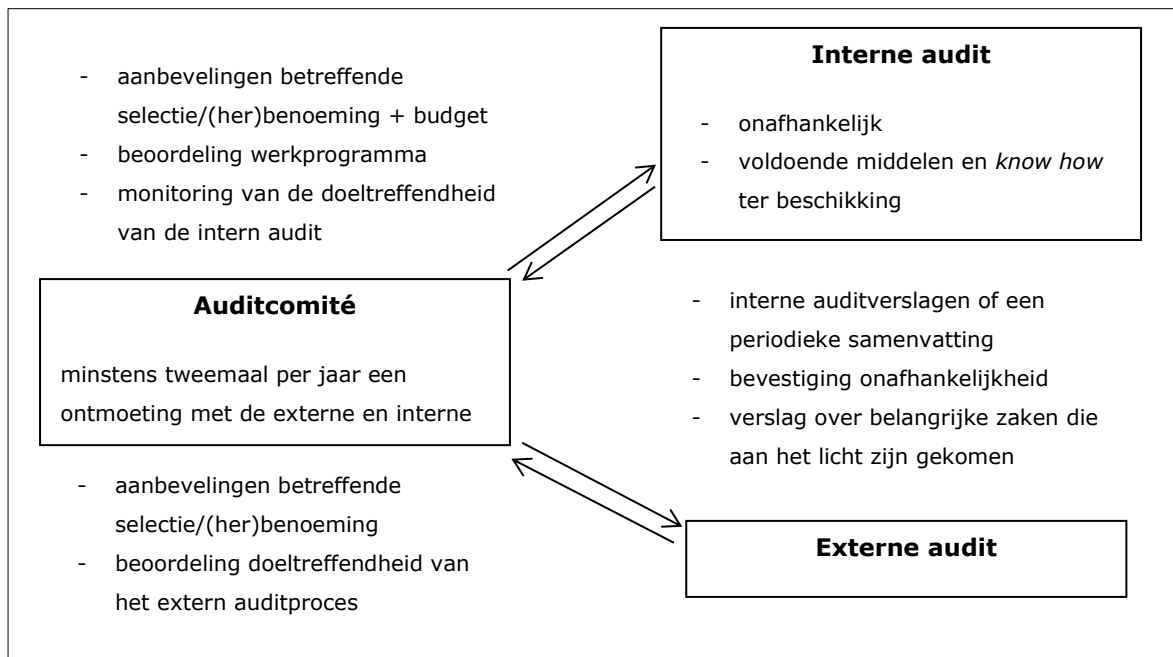
Een auditcomité wordt opgericht door de raad van bestuur. Deze mag enkel bestaan uit niet-uitvoerende bestuurders en waarbij minstens de helft moet onafhankelijk zijn. Het is belangrijk dat het auditcomité de juiste personen bevat met een zekere expertise op het gebied van boekhouding, audit en financiële aangelegenheden, zodat het zijn taken effectief kan vervullen.

Naast eventuele bijkomende taken, bepaald door de raad van bestuur, bestaat het takenpakket van het auditcomité uit volgende taken. Het auditcomité is allereerst behelst met de controle van het financiële verslaggevingsproces. Hierin worden de relevantie en samenhang van de gebruikte standaarden voor jaarrekeningen beoordeeld. Het is belangrijk dat de financiële informatie nauwkeurig, volledig en consequent zijn. Ten tweede moet het auditcomité erop toe zijn dat de systemen voor interne controle en risicobeheer doeltreffend zijn. Het doel hiervan is dat belangrijke risico's geïdentificeerd, beheerd en gepubliceerd worden overeenkomstig het door de raad van bestuur goedgekeurde kader (*Code 2009*).

De capaciteit om risico's aan te pakken kan evenwel beperkt worden door verschillende redenen. Ten eerste is het takenpakket van het auditcomité drastisch verhoogd door de veranderde regelgeving in de afgelopen jaren (bijvoorbeeld de Sarbanes-Oxley Act in de Verenigde Staten). Vervolgens zijn auditcomités meer gefocust op controle van de financiële verslaggeving in plaats van op een brede scope van risicomanagement. Ten derde zijn de vereisten voor het auditcomité niet compatibel met die van een risicocomité. Financiële expertise en onafhankelijkheid zijn

belangrijke vereisten binnen het auditcomité, maar bedrijfsrisico's omvatten niet enkel financiële risico's. Hiernaast zijn vele risicofactoren bedrijfsspecifiek en hebben niet-uitvoerende bestuurders niet altijd de juiste informatie hiervoor (Brown, Steen & Foreman, 2009).

Het is belangrijk dat een goede interactie bestaat tussen de interne en externe auditor en het auditcomité. Beide auditors vervullen een belangrijke rol in de ondersteuning van het auditcomité. In deze relatie is vertrouwen belangrijk in het onafhankelijk en objectief advies. In onderstaande figuur wordt deze relatie voorgesteld.



Figuur 6: Relaties tussen het auditcomité en de interne en externe auditor (Guberna & VBO, 2013)

Doordat de CEO niet in het auditcomité is toegelaten, betekent dit een grotere onafhankelijkheid van het comité, waardoor het zijn taken beter kan uitvoeren zonder beïnvloed te worden door andere bestuursleden (Klein, 1998). Bolton (2014) vindt evenwel geen relatie tussen de onafhankelijkheid van het auditcomité en ondernemingsprestaties, maar wel één tussen het aandeelhouderschap binnen het auditcomité en de prestaties. Het niveau van aandelen gehouden door leden van het auditcomité kan een effectief mechanisme zijn om de belangen van bestuurders en externe aandeelhouders op één lijn te brengen, wat een positieve impact op relaties heeft. Klein (2006) vindt een negatief verband tussen de onafhankelijkheid van het auditcomité en het niveau van winstmanipulatie. Deze relatie bestaat evenwel niet wanneer het auditcomité volledig bestaat uit onafhankelijke bestuurders.

2.2.2.2 Benoemingscomité

Naast een auditcomité kan de raad van bestuur een benoemingscomité oprichten die bestaat uit minstens de helft aan onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders. Dit comité doet aanbevelingen aan de raad van bestuur over de benoeming van bestuurders, de CEO en andere leden van het uitvoerend management. Er worden procedures hiervoor opgesteld en dient de samenstelling en grootte van de raad van bestuur periodiek geëvalueerd te worden. Het is hierbij belangrijk dat het benoemings- en herbenoemingsproces objectief en professioneel verloopt (Code 2009).

Benoemingscomités moeten de effectiviteit van de raad van bestuur verbeteren door haar samenstelling te managen. Dit doet ze door de kwalificaties te verhogen van bestuurders en voor een grotere onafhankelijkheid te zorgen binnen de raad van bestuur. Wanneer nieuwe bestuurders worden geselecteerd moet er rekening worden gehouden met bestaande capaciteiten en toekomstige taken, met andere woorden de juiste personen moeten op de juiste plaats staan (Ruigrok, Peck, Tacheva, Greve & Hu, 2006).

Benoemingscomités kunnen de asymmetrie van macht binnen de onderneming verhelpen door de invloed van het management te verlagen in het selectieproces van nieuwe bestuursleden (Ruigrok et al., 2006). De introductie van een benoemingscomité brengt het de bevoegdheid van het selectieproces naar een groep (in plaats van naar één persoon), die onafhankelijk is van het uitvoerend management en machtig genoeg is om onafhankelijke aanbevelingen te doen. Als gevolg zullen benoemingscomités meer de belangen van aandeelhouders behartigen door er voor te zorgen dat nieuw geselecteerde bestuursleden de nodige expertise hebben om hun taken zorgvuldig uit te voeren, terwijl ze geen afhankelijke relatie hebben met de onderneming. Een hogere ratio aan niet-uitvoerende bestuurders zorgt voor een onafhankelijker visie en een effectievere controletaak (Zahra & Pearce, 1989).

2.2.2.3 Remuneratiecomité

Ten slotte wordt ook een remuneratiecomité opgericht dat net zoals het auditcomité uitsluitend bestaat uit niet-uitvoerende bestuurders met een meerderheid aan onafhankelijke leden. Aan de raad van bestuur worden voorstellen gedaan over de remuneratie voor niet-uitvoerende bestuurders en leden van het uitvoerend management. Remuneratie bestaat uit een basissalaris eventueel aangevuld met een variabele remuneratie en lange termijn incentives, die verbonden kunnen zijn aan de ondernemingsprestaties. Een voorbeeld van dit laatste zijn aandelenopties (Code 2009).

Leden van het remuneratiecomité moeten onafhankelijk zijn in persoon en oordeel zodat ze weerstand kunnen bieden aan de macht van de CEO. Hoe meer invloed de CEO heeft in het remuneratiecomité, hoe meer ze hun loonniveau boven het optimale willen krijgen. Een echt onafhankelijk remuneratiecomité is vitaal om te hoge lonen in te kunnen perken. Conyon & He (2004) zeggen dat dit in strijd is met optimale contractmodellen. Het gebrek aan onafhankelijkheid bij sommige leden kan meer doelmatige beslissingen faciliteren. Sterke werkrelaties met het

uitvoerend management kunnen bijvoorbeeld leiden tot een beter begrip van pertinente kwesties binnen de onderneming. Bijgevolg is de onafhankelijkheid van leden een belangrijke determinant onder een model waar het management macht heeft, maar in mindere mate in het optimale contractmodel.

2.2.2.4 Conclusie

Om haar bij te staan bij bepaalde specifieke zaken, richt de raad van bestuur gespecialiseerde comités op die advies verlenen aan haar. In het bijzonder moet een beursgenoteerde onderneming volgens de *Code 2009* drie comités bevatten: een auditcomité, een benoemingscomité en een remuneratiecomité.

De taken van het auditcomité zijn de controle van het financiële verslaggevingsproces en de systemen voor interne controle en risicobeheer. Het auditcomité mag enkel uit niet-uitvoerende bestuurders bestaan en voor minstens de helft uit onafhankelijke bestuurders. Uit de wetenschappelijke literatuur is geen eenduidigheid over het effect van een auditcomité op de ondernemingsprestaties.

Vervolgens verleent een benoemingscomité advies over de benoeming van bestuurders, de CEO en andere leden van het uitvoerend management. Doordat het een invloed heeft op de samenstelling van de raad van bestuur, kan de aanwezigheid van een benoemingscomité zorgen voor een effectievere controletaak van de raad van bestuur. Een benoemingscomité moet volgens de *Code 2009* bestaan uit minstens de helft aan onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders.

Ten slotte wordt een remuneratiecomité opgericht om de raad van bestuur bij te staan bij remuneratiebeslissingen. Net als het auditcomité mag het remuneratiecomité enkel bestaan uit niet-uitvoerende bestuurders bestaan en moeten voor minstens de helft onafhankelijke bestuurders zetelen in het comité. Onafhankelijkheid is hierbij belangrijk, omdat de voorstellen van het remuneratiecomité niet beïnvloed mogen worden door de CEO of bestuurders.

2.2.3 Eigendomsstructuur

Een tweede corporate governance mechanisme is de eigendomsstructuur. De eigendomsstructuur van een onderneming kan helpen om agency problemen te reduceren. Zo zal bijvoorbeeld de aanwezigheid van aandeelhouders met veel aandelen, die een groot belang hebben bij het controleren van het management zorgen voor een verzachting van het 'principaal-agent probleem' (Schleifer & Visny, 1986).

De aanwezigheid van een grote aandeelhouder is een noodzakelijke voorwaarde voor waardeverhogende overnames. Een grote aandeelhouder is des te waardevoller wanneer hij nog groter is. Elke transactie waardoor hij meer aandelen bezit, kan uitmonden in een hogere marktprijs voor aandelen. Dit impliceert dat een onderneming die veel eigen aandelen terugkoopt dit moeilijk kan tegen de huidige marktprijs wanneer grote aandeelhouders hun aandelen behouden. Kleine aandeelhouders die dit doen zullen kunnen genieten van een hogere aandelenprijs na inkoop (Schleifer & Visny, 1986).

Een grote aandeelhouder kan zijn gewenste participatie aankondigen en proberen te handelen met kleine aandeelhouders tegen de prijs die deze laatste willen. Voor deze handelingen kan hij een hogere marktprijs vragen omdat kleine aandeelhouders meer toezicht en overnames verwachten. Wanneer de grote aandeelhouder zijn aandeel verhoogt, zal hij dit opnieuw willen doen. Als kleine aandeelhouders dit verwachten zullen ze wachten met hun aandelen te verkopen aan de grote aandeelhouder (Schleifer & Visny, 1986).

Wanneer het aandeelhouderschap voldoende verspreid is, zal een groot deel van de aandelen samengevoegd worden wanneer een bepaald niveau van anonieme handel aanwezig is. Het is hierbij belangrijk dat de hoogte van deze anonieme handel besproken wordt als middel om grote deelnemingen te creëren (Schleifer & Visny, 1986).

Een andere reden voor de aanwezigheid van grote aandeelhouders is, dat zij individuen zijn die altijd een substantieel deel van de ondernemingen gehouden hebben. Wanneer ondernemingen meer kapitaal nodig, zullen zij vaker deze aandeelhouders aanspreken. Het komt weinig voor dat de positie van een grote aandeelhouder verdwijnt na een tijd. Zelfs nadat hij zijn nut als monitor ontgroeid is, zal hij vaak wachten totdat iemand die eveneens effectief toezicht kan houden interesse heeft in zijn aandelen. Grote hoeveelheden aandelen zullen vaak doorgegeven worden in plaats van opgesplitst (Schleifer & Visny, 1986).

Toch is de relatie tussen de eigendomsstructuur en ondernemingsprestaties onduidelijk. Een verhoogd aandeelhouderschap bij interne bestuurders of de aanwezigheid van iemand met een groot deel van de aandelen kan leiden tot betere prestaties omwille van drie redenen. Allereerst stemt het beter de monetaire prikkels van managers af op die van andere aandeelhouders, omdat het 'principaal-agent' conflict verdwijnt wanneer de manager ook een hoofdaandeelhouder is (Jensen & Meckling, 1976). Daarnaast zullen controlerende aandeelhouders beter in staat zijn om managers te controleren, ongeacht of ze betrokken zijn in het management (Schleifer & Vishny, 1986). Een derde reden is dat een familiebedrijf, waar geconcentreerd aandeelhouderschap aanwezig is, betere investeringsbeslissingen nemen, omdat ze minder kortzichtig zijn en kijken

naar de impact op lange termijn. De duurzaamheid van de interactie van de aandeelhouders met de onderneming suggereert een hogere mate aan bedrijfskennis en betere besluitvorming én hierbij ook betere ondernemingsprestaties (Stein, 1989).

Uit andere onderzoeken blijkt dan weer dat geconcentreerd aandeelhouderschap een negatieve invloed heeft op de ondernemingsprestaties door vier redenen. Terwijl een hoge mate aan controle de afstemming van de belangen tussen controlerende en minderheidsaandeelhouders verbeteren, zullen lagere niveaus aan controle de kans op overnames verkleinen en slechte managers verankeren (Stulz, 1988). Ten tweede kunnen controlerende aandeelhouders proberen hun persoonlijk nut te maximaliseren, zoals bijvoorbeeld met misbruik van extralegale voordelen (Schleifer & Vishny, 1986). Vervolgens kunnen in familiebedrijven door de bezorgdheid om de onderneming risico-avers handelen en afzien van mogelijk winstgevend groeistrategieën (Morek, Wolfenzon & Yeung, 2005). Ten slotte zorgt het gebruik van mechanismen om controlerechten te scheiden van kasstroomrechten tot een zwakkere afstemming tussen controlerende en minderheidsaandeelhouders en een vergroting van de motivatie van controlerende aandeelhouders om persoonlijke voordelen te halen uit de onderneming (Johnson, La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer, 2000).

Demsetz (1983) vindt dan weer geen waarneembaar effect van geconcentreerd aandeelhouderschap op ondernemingsprestaties: beide variabelen zijn endogeen en zullen variëren van onderneming tot onderneming. In efficiënte markten zullen ondernemingen met zwakkere eigendomsstructuren verdwijnen op lange termijn.

2.3 Corporate governance in België

Volgend deel handelt over de wet- en regelgeving rond corporate governance in België. In België staat de *Code 2009* centraal. Deze code is gebaseerd op het 'comply or explain' principe. Hiernaast wordt nog een overzicht gegeven van de andere wetgeving betreffende corporate governance.

2.3.1 Code 2009

In 2004 publiceerde de Commissie Corporate Governance de Belgische Corporate Governance Code voor beursgenoteerde vennootschappen. Deze code moest regelmatig herzien en bijgewerkt worden. Na een publiek raadplegingsproces en een intern debat kwamen veel nieuwe voorstellen voor de herziening van de code naar boven. Deze herziening is nodig om rekening te houden met ervaringen met de vorige versie van de code, de veranderende wetgeving en nieuwe verwachtingen van de samenleving en stakeholders ten opzicht van de ondernemingen, bestuurders en managers. Bijgevolg werd in 2009 een nieuwe code uitgebracht, namelijk *de Code 2009*. De code is gebaseerd op negen principes die de pijlers vormen van een goede corporate governance (Code 2009):

1. De vennootschap past een duidelijke governancestructuur toe.
2. De vennootschap heeft een doeltreffende en efficiënte raad van bestuur die beslissingen neemt in het vennootschapsbelang.
3. Alle bestuurders geven blijk van integriteit en toewijding.
4. De vennootschap heeft een rigoureuze en transparante procedure voor de benoeming en de beoordeling van haar raad en zijn leden.
5. De raad van bestuur richt gespecialiseerde comités op.
6. De vennootschap werkt een duidelijke structuur uit voor het uitvoerend management.
7. De vennootschap vergoedt de bestuurders en de leden van het uitvoerend management op een billijke en verantwoorde wijze.
8. De vennootschap gaat met de aandeelhouders en potentiële aandeelhouders een dialoog aan, gebaseerd op een wederzijds begrip voor elkaars doelstellingen en verwachtingen.
9. De vennootschap waarborgt een passende openbaarmaking van haar corporate governance.

De Belgische code corporate governance is gebaseerd op het 'comply or explain' principe, wat bepaalt dat beursgenoteerde ondernemingen een verklaring over corporate governance moeten publiceren. Het 'comply or explain' principe was initieel geïntroduceerd door het Cadbury Report in 1992. Het vormt de basis voor de uitbreiding van succesvol reguleringsmodel. Dit principe is een voorbeeld van *soft law*, een geheel van regelingen dat door zelfregulering tot stand is gekomen. Het voordeel van *soft law* is dat het flexibiliteit en openheid tot verschillende structuren biedt, terwijl een minimum aan gemeenschappelijke principes moet worden nageleefd. Het 'comply or explain' principe geeft flexibiliteit aan ondernemingen om de basisstrategieën uit te drukken in termen van corporate governance, zonder nadeel te hebben aan het *hard law* raamwerk. Elke

onderneming moet de corporate governance code volgen of verklaren waarom zij dit niet doet. Deze filosofie van aanpasbaarheid contrasteert met de rigiditeit van *hard law* (Hart, 1995). Het basisprincipe van *hard law* is de 'one size fits all' aanpak met strikte regels, die elke onderneming moet respecteren, maar sluit de grootte van de verschillen tussen ondernemingen uit. *Hard law* wil algemene oplossingen bieden aan potentiële tekorten in corporate governance praktijken. Daartegenover staat dat *soft law* moeilijk afdwingbaar is (Bruno & Claessens, 2010).

In specifieke gevallen mogen de ondernemingen van sommige bepalingen van de code afwijken mits ze hiervoor een aanvaardbare verklaring geven in hun Verklaring inzake Corporate Governance (Code 2009).

Toch moet er een nuance gemaakt worden in verband met de codes en voorschriften. De focus ligt te veel op de rol van de raad van bestuur, waardoor het tijdens de bestuursvergaderingen te vaak gaat over de naleving van de regels.

2.3.2 Overzicht overige wetgeving betreffende corporate governance

Hieronder wordt een overzicht gegeven van de overige wetgeving die over corporate governance gaat. In dit overzicht zitten enkel relevante wetten die vanaf 2009 zijn ingevoerd, het jaar dat de Belgische corporate governance code herzien werd.

Wet op het auditcomité

Sinds 8 januari 2009 verplicht de 'wet op het auditcomité' dat elke beursgenoteerde onderneming een auditcomité opricht, tenzij ze aan ten minste twee van de volgende drie criteria voldoen:

- gemiddeld aantal werknemers tijdens het boekjaar van minder dan 250 personen,
- balanstotaal van minder dan of gelijk aan 43 000 000 euro,
- jaarlijkse netto-omzet van minder dan of gelijk aan 50 000 000 euro.

Zij kunnen, in dat geval, de aan het auditcomité toegewezen taken laten uitvoeren door de raad van bestuur als geheel.

Het auditcomité mag enkel bestaan uit niet-uitvoerende bestuurders en moet minstens één onafhankelijke bestuurder bevatten die aan de criteria van artikel 526ter van het Wetboek van Vennootschappen voldoet. Deze laatste moet over de nodige deskundigheid op vlak van boekhouding en audit beschikken (Wet inzonderheid tot oprichting van een auditcomité in de genoteerde vennootschappen en de financiële ondernemingen, 2009).

Corporate governance wet

In de 'wet tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen' staan regelgevingen over wat de verklaring inzake deugdelijk bestuur, die een specifiek onderdeel van het jaarverslag vormt. Zo moet de verklaring een aanduiding bevatten van de code die de onderneming hanteert en eventueel delen van de code die zij niet toepast ('comply or explain')

principe). Daarnaast moet in het jaarverslag een beschrijving gegeven worden van de kenmerken van de interne controle- en risicobeheerssystemen van de onderneming, informatie over deelnemingen en de samenstelling en werking van de bestuursorganen en hun comités.

De verklaring moet ook een remuneratieverslag bevatten waarin het remuneratiebeleid beschreven wordt, alsook hoe de remuneratie van bestuursleden is opgesteld

Deze wet verplicht beursgenoteerde ondernemingen dat zij een remuneratiecomité moeten oprichten, tenzij ze aan ten minste twee van de drie criteria van artikel 526ter van het Wetboek van Vennootschappen voldoen. Naar analogie met het auditcomité kunnen ondernemingen, die aan tenminste twee van de drie bovenstaande criteria voldoen, de taken van het remuneratiecomité aan de raad van bestuur als geheel overlaten (Wet tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen, 2010).

Wet op de rechten van de aandeelhouders

Door de wet van 20 december 2010 kunnen aandeelhouders van beursgenoteerde ondernemingen hun rechten uitoefenen. Aandeelhouders kunnen onder meer stemmen en deelnemen aan de algemene vergadering op een elektronische manier, documenten van de algemene vergadering raadplegen op de website van de onderneming, nieuwe punten op de agenda plaatsen en voorstellen tot besluit indienen (wanneer ze minstens 3% van het kapitaal vertegenwoordigen) (Wet betreffende de uitoefening van bepaalde rechten van aandeelhouders van genoteerde vennootschappen, 2010).

Wet op bestuursquota

Op 28 juli 2011 werd de wet van 21 maart 1991 betreffende de hervorming van sommige economische overheidsbedrijven gewijzigd met betrekking tot het aantal vrouwelijke bestuursleden in de onderneming. Minstens één derde van de raden van bestuur van beursgenoteerde ondernemingen en overheidsbedrijven moeten uit vrouwen bestaan. Het vereiste minimumaantal van die leden wordt afgerond naar het dichtstbijzijnde gehele getal. Wanneer de onderneming deze norm niet haalt, moet de volgende bestuurder die wordt benoemd een vrouw zijn, anders is de benoeming nietig. Hetzelfde geldt wanneer de benoeming leidt dat het aantal vrouwelijke bestuurders daalt onder het vereiste minimumaantal. De onderneming moet een overzicht geven van de inspanningen die zij ondernomen heeft om de norm te behalen.

Deze norm treedt in werking vanaf de eerste dag van het zesde boekjaar dat start na de bekendmaking van deze wet in het Belgische Staatsblad. Concreet betekent dit dat beursgenoteerde ondernemingen tot 2017 de tijd krijgen om deze norm te halen. Hiervan kan afgeweken worden indien de waarde van de vrij verhandelbare aandelen minder dan 50% bedraagt of wanneer de onderneming aan ten minste twee van de drie criteria van artikel 526ter van het Wetboek van Vennootschappen voldoet. In deze twee gevallen heeft de onderneming twee jaar

langer of tot 2019 de tijd om de norm te behalen dat één derde van de raad van bestuur uit vrouwelijke bestuurders moet bestaan (Wet van 28 juli 2011)¹.

¹ Wet tot wijziging van de wet van 21 maart 1991 betreffende de hervorming van sommige economische overheids- bedrijven, het Wetboek van vennootschappen en de wet van 19 april 2002 tot rationalisering van de werking en het beheer van de Nationale Loterij teneinde te garanderen dat vrouwen zitting hebben in de raad van bestuur van de autonome overheidsbedrijven, de genoteerde vennootschappen en de Nationale Loterij (2011)

2.4 Bestaande corporate governance indices

In de wetenschappelijke literatuur zijn er reeds een aantal corporate governance indices gecreëerd. Door verschillende ondernemingskenmerken te vervatten in één index, kan het effect van de werking van de onderneming als geheel op de ondernemingsprestaties beter begrepen worden.

2.4.1 GIM G-index

Gompers, Ishii & Metrick (GIM) (2003) bestudeerde de impact van corporate governance op ondernemingsprestaties tijdens de jaren '90. Zij construeerde een governance-index (G-index) op basis van governance karakteristieken van over 1000 ondernemingen, inclusief de meeste grote beursgenoteerde ondernemingen. De Governance Index (G-index) is de som van 24 unieke bepalingen. In bijlage 2 worden deze bepalingen verder verklaard.

1. Gespreid bestuur
2. Beperking tot wijziging van de statuten
3. Beperking tot wijziging van het charter
4. Super-meerderheid om een fusie goed te keuren
5. Gouden parachute
6. *Poison pill*
7. Beperking op speciale bijeenkomst
8. Beperking op schriftelijke toestemming
9. Afschaffing van cumulatieve stemming
10. Geheime stemming
11. Vrijwaring van de directie
12. Contract voor vrijwaring van de directie
13. Beperkte bestuurdersaansprakelijkheid
14. Compensatie
15. Verbrekingsovereenkomst
16. Ongelijke stemrecht
17. Blanco cheque preferente aandelen
18. Eerlijke prijseisen
19. Cash-out wet
20. Directeur taken
21. Bedrijfscombinatiewet
22. Antigreenmail voorziening
23. Pensioenparachute
24. Zilveren parachute

De GIM G-index is positief gecorreleerd met grootte, aandelprijs, handelsvolume en institutioneel eigendom, met andere woorden deze ondernemingskenmerken hebben een positief effect op de corporate governance van een onderneming. Ondernemingen met een hoge G-index hebben een relatief lagere groei in verkopen en een hogere CAPEX (kapitaaluitgaven). Gompers et al. (2003) vinden een positief verband tussen corporate governance en aandelenopbrengsten. Wanneer in de jaren '90 aandelen gekocht werden van ondernemingen met een sterke corporate governance en aandelen van ondernemingen met een minder goed deugdelijk bestuur verkocht werden, leverde dit een extra rendement op van 8,5 procent per jaar (Gompers et al., 2003).

Er zijn volgens hen drie alternatieve redenen om dit te interpreteren. Ten eerste kunnen de resultaten periode-specifiek zijn, dus dat ondernemingen met sterke aandeelhouderrechten in de jaren 2000 geen superieure ondernemingsprestaties hebben. Vervolgens kan de risicoaanpassing niet behoorlijk gedaan is, met andere woorden de governance-factor correleert met een risicofactor die niet waarneembaar is. Ten derde kan de relatie tussen corporate governance endogeen zijn, waardoor getwijfeld kan worden over de causaliteit van de relatie. Is het gebruik van een index dan wel effectief voor het meten van corporate governance of zijn andere manieren beter? Verder in dit deel zal deze problematiek besproken worden (Gompers et al., 2003).

2.4.2 BCF E-index

Een andere index werd gecreëerd door Bebchuk, Cohen & Ferrell (BCF) (2008). Zij beschouwen dat sommige van de 24 governance bepalingen die vervat zijn in de GIM G-index meer kunnen bijdragen dan andere bepalingen. Hiernaast kunnen sommige governance bepalingen correleren met elkaar. Ze selecteerde daarom zes bepalingen die volgens hun het meest bijdragen tot het *management entrenchment*, die samen de E-index vormden (Bebchuk et al., 2008).

De zes bepalingen kunnen verdeeld worden in twee categorieën: constitutionele beperkingen van de stemmacht van aandeelhouders en bereidwilligheid tot overnames. Tot de constitutionele beperkingen horen gespreid bestuur, beperking tot wijziging van de statuten en van het charter en de super-meerderheid nodig om een fusie goed te keuren (Bebchuk et al., 2008).

Entrenchment kan negatieve effecten hebben op managementgedrag, omdat het zorgt er voor dat aandeelhouders moeilijker het bestuur kunnen afzetten. Dit leidt op zijn beurt tot dat het bestuur sneller voor eigenbelang gaat (Manne, 1965). Anderzijds zijn er ook voordelen aan verbonden: het reduceert de kans op overnames in lange termijnprojecten (Bebchuk & Stole, 1993).

Een grotere E-index, met andere woorden een hogere *entrenchment*, wordt volgens Bebchuk, Cohen & Ferrell (2008) geassocieerd met dalingen in Tobin's Q en lagere abnormale voordelen in die periode. Verder vinden ze dat de andere achttien IRRC-bepalingen, die niet vervat zijn in hun index, niet gerelateerd zijn met veranderingen in de ondernemingswaarde of aandelenopbrengsten (Bebchuk et al., 2008).

2.4.3 Gov-Score

Brown & Caylor (2004) verkregen hun Gov-Score index door de som van 51 factoren uit gegevens van Institutional Shareholder Services (ISS), die gegevens verzamelden van meer dan 2000 ondernemingen. Het heeft een potentieel voordeel door het geven van een superieure meting van de governance kwaliteit, omdat het een bredere set van corporate governance componenten bevat dan overnameverdedigingen, die vooral in de GIM G-index en de BCF E-index vervat zitten (Brown & Caylor, 2004).

Brown & Caylor (2004) concluderen dat bepaalde ondernemingskenmerken leiden tot betere ondernemingsprestaties. Naast de compensatie van bestuurders en de voorzitter zullen ondernemingen waar alle bestuurders 75% van de bestuursvergaderingen bijwonen leiden tot betere prestaties. Ook een sterke controle van de raad van bestuur, een onafhankelijk benoemingscomité zullen hiertoe bijdragen. Ondernemingen waar bestuursleden ieder jaar worden verkozen, presteren dan weer minder goed. Brown en Caylor (2004) vinden wel geen causaal verband tussen corporate governance en prestaties (Brown & Caylor, 2004).

2.4.4 Is één corporate governance mechanisme beter dan een index?

Een andere thema wat naast het gebruik van indices ook aan bod komt, is of één corporate governance mechanisme in plaats van een index ook kan dienen voor het meten van de kwaliteit van corporate governance binnen een ondernemingen.

Een voordeel voor het gebruiken van slechts één governance variabele in plaats van een index is dat meetfout lager kan liggen. Hoe meer attributen bestudeerd moeten worden voor de kwaliteit van de corporate governance te meten, hoe groter de kans is op fouten in één van die componenten en hierbij ook de totale kwaliteit. Een ander voordeel ten opzichte van het gebruiken van een index is dat sommige goede governance functies misschien wel substituten zijn en de interacties tussen deze complex en subtiel zijn. Gillan, Hartzell & Starks (2003) vinden dat kenmerken van hoge kwaliteits-governance wel degelijk substituten zijn. Ze vonden ook dat corporate governance afhangt van de bedrijfsspecifieke karakteristieken (Gillan et al., 2003).

Toch zijn er analytische problemen verbonden aan het gebruiken van één mechanisme. Zo wordt bijvoorbeeld de onafhankelijkheid van de RvB gemeten door het aantal bestuursleden die niet in loondienst noch aangesloten zijn bij de onderneming. In de praktijk kan het wel zijn dat bepaalde 'onafhankelijke' bestuurders minder onafhankelijk zijn als hun collega's met betrekking tot de monitoringsrol, waardoor er foutieve statistische analyses ontstaan (Bhagat & Bolton, 2008).

Bhagat & Bolton (2008) concluderen dat bestaande indices erin falen om governance te meten binnen ondernemingen. Geen enkele index kan de ondernemingsprestaties schatten op alle relevante gebieden voor investeerders. Indices zijn zo gemaakt dat het alle governance mechanismen niet als substituten behandelt, wanneer dit uit de data blijkt. De relatie varieert dan van bedrijfskenmerken en industrieën of samengevat "one size does not fit all". Een goede

corporate governance is specifiek aan de context en hangt dus af van veel bedrijfskenmerken (Bhagat & Bolton, 2008).

2.5 Conclusie

In dit hoofdstuk werd corporate governance geschetst in de wetenschappelijke literatuur. In de eerste plaats werd gekeken naar de theorieën die corporate governance verklaren. Vervolgens werden de kenmerken van de corporate governance mechanismen, namelijk de raad van bestuur en de door haar opgerichte bestuurscomités en de eigendomsstructuur, uitgebreid besproken. Daarnaast werd gekeken naar de Belgische voorschriften en aanbevelingen. Ten slotte werden bestaande corporate governance indices bestudeerd en gekeken of deze effectief zijn om corporate governance van een onderneming te meten.

Corporate governance ofwel deugdelijk bestuur is een term die aanduidt hoe een onderneming goed, efficiënt en duurzaam bestuurd kan worden. De vele fraudezaken uit het verleden hebben het belang van corporate governance aan het licht gebracht. De noodzaak van corporate governance kan verklaard worden op basis van verschillende theorieën. In deze masterproef wordt de focus gelegd op drie theorieën: (1) de *agency theory*, (2) de *stakeholder theory* en (3) de *stewardship theory*. Corporate governance moet een oplossing bieden voor agency problemen die ontstaan uit de scheiding van eigendom en controle. Aandeelhouders hebben geld geïnvesteerd in een onderneming en willen dat hun geld op hun goede manier rendeert. Vervolgens moet een onderneming ook proberen sterke relatie op te bouwen met stakeholders. Ten derde moeten managers volgens de *stewardship theory* voldoende autonoom kunnen werken, omdat dan eveneens de aandeelhouderswaarde gemaximaliseerd kan worden. In dit hoofdstuk kwam het verschil tussen twee corporate governance systemen overigens aan bod. In Anglo-Saxische landen wordt vaak een 'outsider' systeem gehanteerd met een wijd verspreid aandeelhouderschap, terwijl in Continentaal Europa vaker geconcentreerd aandeelhouderschap voorkomt. Bij deze zogenaamde 'insider' systemen ligt de focus ook meer op lange termijn relaties. Door de toenemende globalisatie en liberalisering van de internationale handelen worden de verschillen tussen beide systemen kleiner waarbij 'insider' systemen kenmerken van een 'outsider' systeem adopteren, en visa versa.

Om antwoord te bieden aan agency problemen zijn corporate governance mechanismen nuttige middelen in een onderneming. De belangrijkste hierbij is de raad van bestuur. De rol van de raad van bestuur is veel meer dan het controleren van het management. Andere mogelijke rollen zijn een netwerkrol, een coördinatierol, een strategierol, een onderhoudsrol en een ondersteuningsrol. Hierbij is het belangrijk dat de raad van bestuur efficiënt wordt samengesteld met voldoende niet-uitvoerende en onafhankelijke bestuurders. Vervolgens zorgen huidige maatschappelijke discussies voor een grotere vraag naar vrouwelijke bestuurders en geeft de *Code 2009* verschillende aanbevelingen over de samenstelling van de raad van bestuur. De rollen van CEO en voorzitter van de raad van bestuur kunnen bijvoorbeeld best gescheiden zijn. Niet alleen de samenstelling van de raad van bestuur is belangrijk. Zo hebben de grootte, de vergaderfrequentie en andere kenmerken

van de raad van bestuur eveneens een impact op de werking van de raad van bestuur en daarbij dan ook de ondernemingsprestaties. De raad van bestuur kan ook gespecialiseerde comités oprichten die haar advies verlenen bij specifieke dossiers. In de meeste ondernemingen zijn bijvoorbeeld een auditcomité, een benoemingscomité of een remuneratiecomité opgericht. Naast de raad van bestuur (en haar comités) heeft de eigendomsstructuur eveneens een weerslag op de corporate governance van een onderneming. Hierbij wordt vooral geduid op het verschil tussen verspreid en geconcentreerd aandeelhouderschap. Grote aandeelhouders hebben bijvoorbeeld veel baat dat de controle van het management goed gebeurt, omdat zij veel geld geïnvesteerd hebben in de onderneming.

In België geven bepaalde wetten en codes aanbevelingen over de corporate governance van een onderneming. De belangrijkste is de *Code 2009* die op basis van negen principes die de pijlers vormen van een goede corporate governance. Hierin worden aanbevelingen gegeven over bepaalde zaken bijvoorbeeld de scheiding van de rollen van CEO en de voorzitter van de raad van bestuur, het aantal niet-uitvoerende en onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur, de oprichting en samenstelling van verschillende bestuurscomités, ... Vervolgens zijn in België ook andere wetgevingen rond specifieke zaken betreffende corporate governance. Een voorbeeld hiervan is de wet van 28 juli 2011 die vereist dat beursgenoteerde ondernemingen tegen 2017 (of 2019 voor kleine ondernemingen) de tijd hebben om ervoor te zorgen dat minstens één derde vrouwen zetelen in hun raad van bestuur.

Verschillende onderzoekers probeerden door middel van corporate governance indices te meten of een onderneming op een goede, efficiënte en verantwoorde wijze bestuurd worden. Bepaalde kenmerken van de drie belangrijkste corporate governance indices, de GIM G-index, de BCF E-index en de Gov-Score, zijn positief gecorreleerd met de ondernemingsprestaties. Is het daarom wel nuttig om alle kenmerken te vervatten in één index of is de analyse van afzonderlijke variabelen effectiever om corporate governance te meten in een onderneming. Daarom zal in deze masterproef naast het gebruik van vier corporate governance indices, namelijk één grote index (CGi) en drie deelindices (RVBi, BCi en ESi), ook het effect van de variabelen op de ondernemingsprestaties afzonderlijk geanalyseerd worden.

Hoofdstuk 3: Onderzoek

3.1 Dataverzameling

Om de bevindingen uit de wetenschappelijke literatuur te testen voor de Belgische situatie werden gegevens verzameld voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen gedurende de periode 2009-2013. De keuze voor deze periode komt voort uit het feit dat door striktere vereisten voor corporate governance komende uit de nieuwe corporate governance code van 2009 de impact van deze vereisten op de ondernemingsprestaties duidelijk kan worden. Bij deze kan beter onderzoek worden gedaan naar het effect van corporate governance mechanismen op de prestaties van de onderneming.

Voor de nodige data werd gebruik gemaakt van de database Bel-first (Bureau van Dijk). De volledige steekproef van beursgenoteerde ondernemingen in Bel-first bedroeg 210 ondernemingen. Nadat ondernemingen, die genoteerd zijn op de Luxemburgse beurs uitgesloten werden, bleven 156 ondernemingen over. Ten slotte werden ondernemingen uitgesloten die geen up-to-date informatie hadden (geen informatie over de periode 2009-2013), inactief zijn of geen financiële gegevens ter beschikking stellen. Uiteindelijk bleven 85 ondernemingen over. De lijst van 85 ondernemingen is terug te vinden in bijlage 3.

Van deze ondernemingen werd naast de jaarrekeningen van de periode 2009-2013 ook voor ieder jaar het jaarverslag of, indien deze te downloaden was op de website van de onderneming, de verklaring inzake deugdelijk bestuur verzameld. In de verklaring inzake deugdelijk bestuur kan gedetailleerde informatie gehaald worden over de grootte en samenstelling van de raad van bestuur en die van haar comités. Financiële gegevens en gegevens over de aandeelhoudersstructuur komen voort uit de jaarrekeningen uit de Bel-first database.

3.2 Variabelen

In dit deel wordt een onderscheid gemaakt tussen de verschillende variabelen. Enerzijds wordt de kwaliteit van corporate governance gemeten door middel van de onafhankelijke variabelen. Anderzijds wordt aan de hand van de afhankelijke variabelen de ondernemingsprestaties gemeten. Daarnaast worden ook de gebruikte controlevariabelen verklaard.

3.2.1 Onafhankelijke variabelen

Om corporate governance te meten, wordt in deze masterproef gebruik gemaakt van verschillende variabelen. Deze zijn kenmerken van de raad van bestuur en de door haar opgerichte comités en van de eigendomsstructuur. Hieronder vindt u een lijst van de verschillende variabelen.

- a) Aantal leden van de raad van bestuur
- b) Aantal niet-uitvoerende bestuurders
- c) Aantal onafhankelijke bestuurders
- d) Aantal vrouwen in de raad van bestuur
- e) Is de voorzitter van de raad van bestuur ook de CEO
- f) Aantal bijeenkomsten van de raad van bestuur per jaar
- g) Aanwezigheid van een auditcomité
- h) Is er een apart benoemingscomité?
- i) Is er een apart remuneratiecomité?
- j) Zijn het benoemingscomité en remuneratiecomité samengevoegd?
- k) Aantal onafhankelijke bestuurders in het auditcomité
- l) Bestaat het auditcomité enkel uit niet-uitvoerende bestuurders?
- m) Aantal onafhankelijke bestuurders in het benoemingscomité
- n) Aantal niet-uitvoerende bestuurders in het benoemingscomité
- o) Aantal onafhankelijke bestuurders in het remuneratiecomité
- p) Bestaat het remuneratiecomité enkel uit niet-uitvoerende bestuurders?
- q) Percentage aandelen gehouden door bestuurders, managers en werknemers
- r) Percentage aandelen van de grootste aandeelhouder

Bovenstaande variabelen worden samengevoegd in zelfgemaakte indices die als doel heeft de kwaliteit van de corporate governance van een onderneming te meten. Welke criteria gebruikt worden voor deze indices, komt verder aan bod. Door de correlatie tussen deze index te zoeken met de ondernemingsprestaties, kan de relatie tussen corporate governance en ondernemingsprestaties duidelijk worden. De eerste stap in deze analyse is het maken van de corporate governance index CG_i . Hieronder wordt de samenstelling van deze index uitgewerkt waarbij allereerst de algemene functie gegeven wordt.

$$CG_i = 5RVB_i + BC_i + ES_i \quad (1)$$

Waar: $i = 1, 2, \dots, n$

Omdat de raad van bestuur het belangrijkste corporate governance mechanisme is, telt dit zwaarder door in de gehele corporate governance index.

Om de variabelen afzonderlijk te bekijken, wordt gekeken naar de afzonderlijke kenmerken van corporate governance. Hierbij wordt gekeken naar kenmerken van de raad van bestuur, haar bestuurscomités en de eigendomsstructuur, waarbij voor elk van de drie een index gecreëerd wordt.

Binnen corporate governance is de raad van bestuur het belangrijkste mechanisme. Bijgevolg worden veel kenmerken bestudeerd. In deze masterproef bevat de variabele raad van bestuur (RVB_i) zes kenmerken of variabelen.

$$\mathbf{RVB}_i = \mathbf{AANTAL}_i + \mathbf{NUB}_i + \mathbf{ONB}_i + \mathbf{VROUW}_i + \mathbf{DUAL}_i + \mathbf{VERG}_i \quad (2)$$

Waar: $i = 1, 2, \dots, n$

Deze variabelen zijn alle zes binaire variabelen, die de waarde één of nul kunnen aannemen. Hieronder worden de omschrijvingen en gehanteerde criteria getoond van deze variabelen.

Variabele	Omschrijving	Criteria voor waarde 1
AANTAL_i =	Aantal bestuurders binnen de raad van bestuur	Aantal bestuurders tussen 7 en 9
NUB_i =	Aantal niet-uitvoerende bestuurders binnen de raad van bestuur	Aantal niet-uitvoerende bestuurders meer dan 70%
ONB_i =	Aantal onafhankelijke bestuurders binnen de raad van bestuur	Aantal onafhankelijke bestuurders tussen 30% en 60%
VROUW_i =	Aantal vrouwelijke bestuurders binnen de raad van bestuur	Meer dan één vrouw in de raad van bestuur
DUAL_i =	CEO-dualiteit: de voorzitter van de raad van bestuur is dezelfde als de CEO	Geen CEO-dualiteit
VERG_i =	Aantal jaarlijkse vergaderingen van de raad van bestuur	Aantal vergaderingen minder of gelijk aan 7

Tabel 4: Variabelen van de index RVB_i

Waarom gekozen wordt voor volgende criteria, wordt hieronder besproken. Ten eerste bleek uit onderzoek van Lipton & Lorsch (1992) is een raad van bestuur van acht of negen bestuurders optimaal, terwijl Jensen (1993) een grootte van zeven of acht bestuurders voorstelt. Door beide onderzoeken samen te voegen, kan gesteld worden dat de grootte van de raad van bestuur efficiënt is bij een grootte van zeven tot en met negen leden. Vervolgens zorgt de aanwezigheid van niet-uitvoerende bestuurders tot een effectievere raad van bestuur. Buitenstaanders kunnen een betere controlefunctie kunnen uitoefenen, waarbij de belangen van stakeholders worden

beschermd. Als criteria voor het aantal niet-uitvoerende bestuurders wordt dan een percentage van zeventig of hoger gebruikt. Onafhankelijke bestuurders zijn belangrijk binnen de raad van bestuur om een onafhankelijke raad van bestuur te krijgen. Te veel onafhankelijke bestuurders zijn dan ook weer niet wenselijk omdat het kostelijk kan zijn om deze voldoende te informeren. Daarom krijgen raden van bestuur met een percentage aan onafhankelijk bestuurders tussen dertig en zestig procent voor de variabele ONB_i de waarde "1". Een volgend criteria gaat over de aanwezigheid van vrouwen binnen de raad van bestuur. Vrouwen hebben vaak een andere kijk op bepaalde zaken en bezitten specifieke vaardigheden die bijdragen tot de werking van de raad van bestuur. De aanwezigheid van één vrouwelijke bestuurder kan de effectiviteit van de raad van bestuur al verbeteren. Vervolgens leidt CEO-dualiteit vaak tot minder ondernemingsprestaties, dus de aanwezigheid van gescheiden rollen in de onderneming draagt bij tot een betere corporate governance. Ten slotte bleek uit onderzoek van Vafeas (1999) dat ondernemingen met minder dan zeven bestuursvergaderingen beter presteren dan wanneer frequenter wordt vergaderd. De variabele $VERG_i$ zal hierbij dan waarde "1" krijgen wanneer minder vergaderd wordt dan zeven maal.

Omdat niet alleen de raad van bestuur invloed heeft op corporate governance, maar ook de door haar opgerichte comités, worden deze eveneens vervat in de corporate governance index CG_i . De volgende drie formules geven de kenmerken van de drie belangrijkste bestuurscomités weer.

$$BC_i = [AANWAC * (AANTALA_i + ONBA_i + NUBA_i)] + [AANWRC * (AANTALR_i + ONBR_i + NUBR_i)] + [AANWBC * (AANTALB_i + ONBB_i + NUBB_i)] \quad (3)$$

Waar: $i = 1, 2, \dots, n$

Variabele	Omschrijving	Criteria voor waarde 1
AANWAC_i	Aanwezigheid van een auditcomité	Auditcomité aanwezig
AANTALA_i	Aantal leden van het auditcomité	Aantal leden van het groter of gelijk aan drie
ONBA_i	Aantal onafhankelijke bestuurders in het auditcomité	Aantal onafhankelijke bestuurders meer dan 65%
NUBA_i	Aantal niet-uitvoerende bestuurders in het auditcomité	Enkel niet-uitvoerende bestuurders
AANWRC_i	Aanwezigheid van een remuneratiecomité	Remuneratiecomité aanwezig
AANTALR_i	Aantal leden van het remuneratiecomité	Aantal leden van het groter of gelijk aan drie
ONBR_i	Aantal onafhankelijke bestuurders in het remuneratiecomité	Aantal onafhankelijke bestuurders meer dan 65%
NUBR_i	Aantal niet-uitvoerende bestuurders in het remuneratiecomité	Enkel niet-uitvoerende bestuurders
AANWBC_i	Aanwezigheid van een benoemingscomité	Benoemingscomité aanwezig
AANTALB_i	Aantal leden van het benoemingscomité	Aantal leden van het groter of gelijk aan drie
ONBB_i	Aantal onafhankelijke bestuurders in het benoemingscomité	Aantal onafhankelijke bestuurders meer dan 65%
NUBB_i	Aantal niet-uitvoerende bestuurders in het benoemingscomité	Enkel niet-uitvoerende bestuurders

Tabel 5: Variabelen van de index BC_i

Bestuurscomités verlenen bijstand en steun aan de raad van bestuur bij specifieke zaken. De aanwezigheid van deze bestuurscomités is daarom bevorderlijk voor de gehele corporate governance van een onderneming. De werking van deze bestuurscomités is efficiënt, wanneer deze meer dan drie leden bevatten en voldoende onafhankelijke bestuurders aanwezig zijn. Bepaalde zaken, zoals de audit, de benoeming van bestuurders en hun beloning, moeten bekeken worden op een onafhankelijke manier. Bij een percentage van 65 of meer is het bestuurscomité voldoende onafhankelijk. Ook is het daarbij wenselijk om enkel niet-uitvoerende bestuurders te laten zetelen in de bestuurscomités.

De laatste variabele voor de corporate governance index handelt over de eigendomsstructuur van de onderneming. Hieronder wordt ES_i verder uitgewerkt.

$$ES_i = ADEIGEN_i + ADGROOT_i \quad (4)$$

Waar: $i = 1, 2, \dots, n$

Variabele	Omschrijving	Criteria voor waarde 1
ADEIGEN_i	% aandelen die managers, bestuurders, werknemers houden	% aandelen groter dan 10%
ADGROOT_i	% aandelen van de grootste aandeelhouder	% aandelen groter dan 50,01%

Tabel 6: Variabelen van de index ES_i

Wanneer in de onderneming aandelen gehouden worden door personen die werkzaam zijn in de onderneming, kan dit zorgen dat de controle en werkzaamheden efficiënter gaan verlopen. Zij die aandelen houden, hebben baat bij goede ondernemingsprestaties. Daarentegen kan belangenvermenging ontstaan wanneer te veel aandelen gehouden worden door interne personen. Vervolgens leidt geconcentreerd aandeelhouderschap tot betere corporate governance. Aandeelhouders die veel aandelen bezitten, willen dat ze rendement behalen op hun investering in de onderneming en willen hierbij als 'principaal' een goede controle van de 'agenten'.

3.2.2 Afhankelijke variabelen

Aangezien in deze masterproef corporate governance gerelateerd wordt aan ondernemingsprestaties, moeten deze laatste gemeten kunnen worden. Dit wordt gedaan aan de hand van drie prestatie maatstaven. In dit deel komen deze variabelen aan bod.

De eerste gehanteerde prestatie maatstaf is de winstmarge. Dit geeft aan hoeveel een onderneming aan winst kan overhouden van elke euro die binnenkomt door verkoop. Ten tweede wordt de rentabiliteit op het eigen vermogen gebruikt, ofwel *Return on Equity* (ROE). De ROE is een uitgebreide indicator van de prestaties van een bedrijf, want het geeft een indicatie weer van hoe goed managers de geïnvesteerde middelen van aandeelhouders gebruiken om rendement te genereren. Ten slotte wordt de rentabiliteit op de totale activa gehanteerd als prestatie maatstaf, ofwel *Return on Assets* (ROA). De ROA vertelt ons hoeveel winst een bedrijf in staat is om te genereren voor elke euro aan belegd vermogen (Palepu, Healy & Peek, 2010).

De ROE en ROA worden aangepast aan de industrie. De industry-adjusted ROE en industry-adjusted ROA worden verkregen door de medianen van de industrie respectievelijk af te trekken van de ROE en ROA van de onderneming. Om uit te maken tot welke industrie een onderneming hoort, wordt gebruik gemaakt van de eerste twee cijfers van de NACE-BEL code.

$$\text{Winstmarge} = \frac{\text{Nettowinst}}{\text{Omzet}} \quad (4)$$

$$\text{Industry – adjusted ROA} = \frac{\text{Nettowinst}}{\text{Totaal vermogen}} - \text{industriemediaan ROA} \quad (5)$$

$$\text{Industry – adjusted ROE} = \frac{\text{Nettowinst}}{\text{Eigen vermogen}} - \text{industriemediaan ROE} \quad (6)$$

Om de ondernemingswaarde te berekenen, wordt Tobin's Q gebruikt. Tobin's Q is een ratio geïntroduceerd door James Tobin en William Brainard in het artikel "Pitfalls in Financial Model Building" uit 1968. Het vergelijkt de marktwaarde van ondernemingen met de nieuwwaarde van hun tastbare activa. De teller representeert de marktwaardering; het is de huidige marktprijs in de markt voor bestaande activa. De noemer is de reproductiekost ofwel de marktprijs voor wanneer het product nu geproduceerd wordt. Deze ratio heeft volgens hun een aanzienlijke macro-economische betekenis en bruikbaarheid. Het geeft bijvoorbeeld het verband weer tussen financiële markten en productiemarkten (Tobin, 1969).

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Totale vermogen} + (\text{Aantal aandelen} * \text{Aandelenprijs}) - \text{Uitgestelde belastingen}}{\text{Totaal vermogen}} \quad (7)$$

3.2.3 Controlevariabelen

In deze masterproef worden twee controlevariabelen gebruikt: $\ln(\text{activa})$ en $\ln(\text{leeftijd})$. Deze worden hieronder verklaard.

Een eerste controlevariabele is $\ln(\text{activa})$ die ook door bijvoorbeeld Gompers et al. (2003) en Black et al. (2005) gebruikt wordt. Hierbij wordt een natuurlijk logaritme berekend van de activa van een onderneming. Het gebruik van een natuurlijk logaritme geeft informatie over hoe de afhankelijke variabele verandert bij een één procent verandering van een onafhankelijke variabele. Grote ondernemingen met veel activa moeten zorgen dat hun corporate governance mechanismen efficiënt werken om ervoor te zorgen dat managers deze middelen niet verkeerd besteden. Kleine ondernemingen die willen groeien en daarvoor meer externe financiering nodig hebben, zullen ook meer aandacht schenken aan corporate governance.

Daarnaast wordt ook $\ln(\text{leeftijd})$ gebruikt als controlevariabele, waarbij een natuurlijk logaritme wordt genomen van het aantal jaar dat de onderneming beursgenoteerd is. Deze wordt gebruikt naar het voorbeeld van Brown & Caylor (2004). De leeftijd van een onderneming en de bijhorende ervaring kan invloed op corporate governance. Black et al. (2005) suggereren dat jonge ondernemingen vaak sneller groeien en eventueel meer ontastbare activa bezitten.

3.2.4 Instrumentele variabelen

In dit deel wordt het probleem van endogeniteit en gebruikte instrumentele variabelen verklaard. Endogeniteit is een groot probleem in de relatie tussen corporate governance en ondernemingsprestaties: door het gebruik van instrumenten in de regressies kan dit deels gecontroleerd worden.

3.2.4.1 Endogeniteit

Ondanks de sterke theoretische ondersteuning dat de aanwezigheid van corporate governance mechanismen een positieve impact heeft op ondernemingsprestaties, is het toch moeilijk om consistent bewijs te vinden over deze relatie. De verklaring hiervoor is dat het zeer moeilijk is om deze relatie te testen rekening houdend met alle vormen van endogeniteit (Schultz, Tan & Walsh, 2010). Over het algemeen bestaan drie potentiële vormen van endogeniteit: dynamische endogeniteit, gelijktijdigheid en niet-observeerbare heterogeniteit.

1. Dynamische endogeniteit komt voor wanneer de huidige waarde van een variabele wordt beïnvloed door haar eigen waarde van een voorbije periode. Concreet voor de corporate governance-prestatie-relatie betekent dit dat wanneer de huidige corporate governance structuur, controlekenmerken en de ondernemingsprestaties bepaald worden door voorbije prestaties (Schultz, Tan & Walsh, 2010).
2. Gelijktijdigheid of omgekeerde causaliteit betekent dat twee variabelen medebepalend zijn, met andere woorden dat elke variabele gelijktijdig elkaar beïnvloeden. De corporate governance mechanismen en controlekenmerken worden dan bepaald door de prestaties van de onderneming (Schultz, Tan & Walsh, 2010).
3. Niet-observeerbare heterogeniteit komt dan weer voor wanneer twee of meerdere variabelen worden beïnvloed door een niet-observeerbare factor. Zo zouden bedrijfsspecifieke kenmerken een invloed hebben op de corporate governance structuur, controlekenmerken en de prestaties van een onderneming, maar dat deze niet-observeerbaar is voor de onderzoeker (Schultz, Tan & Walsh, 2010).

De grootste oorzaak van het endogeniteitsprobleem komt voort uit het probleem van omgekeerde causaliteit. Ondernemingen met betere ondernemingsprestaties zullen vaker betere corporate governance praktijken toepassen om zo hun prestaties verder te verbeteren. In dit geval zorgen ondernemingsprestaties voor betere corporate governance mechanismen (Zheka, 2006).

Omdat in deze masterproef de relatie onderzocht wordt van corporate governance op de prestaties van de onderneming, moet dit probleem getracht geëlimineerd te worden. De oplossing hiervoor is de instrumentele variabele methode (IV methode).

De IV methode legt haar focus op variaties in de onafhankelijke variabelen die niet correleren met de foutterm en de variaties in de onafhankelijke variabelen negeren die vertekening geven. Het vertrouwt daarvoor op andere variabelen, 'instrumenten' om het causale effect van de onafhankelijke op de afhankelijke variabele te schatten (Bascle, 2008).

Het probleem hierbij is dat vaststelling van zulke instrumenten in de corporate governance literatuur niet triviaal is. Deze instrumenten mogen niet beïnvloed worden door de ondernemingsprestaties. Het is daarnaast nuttig dat ze sterk correleren met het corporate governance mechanisme. Tenslotte moet de instrumentele variabele een invloed hebben de ondernemingsprestaties, maar enkel door haar effect op de corporate governance variabele en dus niet direct (Zheka, 2006).

3.2.4.2 Instrumentele variabelen

De keuze van geschikte instrumentele variabelen is niet eenvoudig en zeer moeilijk voor de relatie tussen corporate governance en ondernemingsprestaties. In deze masterproef zal gebruikt gemaakt worden van drie instrumenten: *actieve CEO's in de raad van bestuur*, *CEO mandaat-leeftijd* en *Altman Z-score*.

Een eerste instrumentele variabele die gebruikt wordt is het aantal *actieve CEO's in de raad van bestuur*. Deze variabele wordt ook in gebruikt in werk van Bhagat en Bolton (2008). Leden van een raad van bestuur die in een andere onderneming de rol van gedelegeerd bestuurder hebben een nadelige impact op het bestuur van de onderneming. De reden hiervoor is dat deze bestuurders sociaal gedistantieerd zijn met de onderneming. Daarnaast is er geen reden om te geloven dat deze variabele correleert met de ondernemingsprestaties. Deze variabele is een instrument voor de raad van bestuur en haar comités (Bhagat & Bolton, 2008).

Als instrument voor de eigendomsstructuur wordt *CEO mandaat-leeftijd* gebruikt. Een CEO die reeds voor een periode van vijf jaar CEO is van een onderneming op een leeftijd van 65 jaar zorgt voor een verschillende kwaliteit dan een CEO die vijf jaar CEO is op een leeftijd van 50 jaar. De eerste groep CEO's heeft een verschillende motivatie, reputatie en carrièrebezorgdheid. Bijgevolg wordt deze variabele gebruikt om de kwaliteit van de CEO te meten. De variabele wordt verkregen door het CEO mandaat te delen door de leeftijd van de CEO. *CEO mandaat-leeftijd* heeft een effect op de eigendomsstructuur (CEO's die langer aan het hoofd staan van een onderneming, zullen vaker meer aandelen bezitten door bijvoorbeeld aandeelopties), maar het heeft geen direct effect op de ondernemingsprestaties (Bhagat & Bolton, 2008).

Een laatste instrumentele variabele is *Altman Z-score* wat gebruikt wordt als een instrument voor *leverage*. Hoe lager de *Altman Z-score*, hoe meer financiële problemen aanwezig zijn bij de onderneming (Bhagat & Bolton, 2008). De score wordt als volgt berekend (Altman, 1968):

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5 \quad (8)$$

Waar

X_1 = Werkkapitaal / Totale activa

X_2 = Ingehouden winsten / Totale activa

X_3 = EBIT / Totale activa

X_4 = Marktwaarde van eigen vermogen / Boekwaarde van totale passiva

X_5 = Verkopen / Totale activa

Z = Globale index

Hoofdstuk 4: Resultaten

In dit hoofdstuk zal de samenhang tussen corporate governance en ondernemingsprestaties aan de hand van analyses duidelijk gemaakt. Ten eerste zal de onafhankelijke en afhankelijke variabelen afzonderlijk bestudeerd worden. Hierbij wordt gekeken naar de evolutie van het gemiddelde en de spreiding in de periode 2009-2013. Vervolgens wordt de samenhang bekeken tussen verschillende variabelen. Ten slotte zal de correlatie geanalyseerd worden tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabelen. Om dit te realiseren zijn enerzijds corporate governance indices gecreëerd worden voor de kwaliteit van corporate governance van de ondernemingen te meten. Anderzijds wordt ook de relatie tussen afzonderlijke variabelen en de ondernemingsprestaties geanalyseerd. Uit de wetenschappelijke literatuur blijkt dat afzonderlijke variabelen in sommige gevallen beter zijn dan indices om de invloed van corporate governance op ondernemingsprestaties te meten.

4.1 Onafhankelijke variabelen

4.1.1 Analyse afzonderlijke variabelen

Vooraleer de samenhang tussen corporate governance en ondernemingsprestaties bekeken wordt, worden de verschillende onafhankelijke variabelen apart bekeken met betrekking tot hun tendens in de periode 2009-2013. Hierbij wordt gezocht naar mogelijke verklaringen voor onder andere veranderingen doorheen de tijd. Om hiertoe te komen wordt gebruik gemaakt van beschrijvende statistiek, waarbij het gemiddelde, de standaarddeviatie en percentielen voor elke variabele voor elk jaar (2009 tot en met 2013) berekend wordt. Hierbij werden gegevens uit de jaarverslagen (en informatie uit de jaarrekeningen voor de eigendomsstructuurvariabelen) van 85 beursgenoteerde ondernemingen.

Grootte van de raad van bestuur

Voor de tendens in de grootte van de raad van bestuur vinden we volgende gegevens.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	8,98	8,98	9,16	9,13	9,14
Standaarddeviatie	3,440	3,461	3,470	3,258	3,299
Minimum	3	3	3	3	3
Q1	6,50	7	7	7	7
Mediaan	8	9	9	9	9
Q3	10	10	11	11	11
Maximum	24	24	24	21	22
Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 7: Aantal bestuurders: beschrijvende statistiek

Tussen de periode 2009-2013 zien we een kleine stijging in het aantal bestuurders. Een grootte van gemiddeld negen bestuurders komt het meest voor bij deze beursgenoteerde ondernemingen. Uit de wetenschappelijke literatuur bleek een raad van bestuur van zeven tot negen optimaal (Lipton & Lorsch, 1992; Jensen, 1993). Uit de huidige gegevens blijkt dat de gemiddelde grootte van de raad van bestuur hierrond zit. Het meest opvallend in deze gegevens zijn de vrij grote standaarddeviatie en aanzienlijke verschillen tussen de minima en maxima, wat wijst op grote verschillen in de verschillende raden van bestuur tussen de ondernemingen. De grootste raden van bestuur komen vaker voor bij ondernemingen in de BEL20. Zo vinden we de maxima bij Solvay en Bekaert en hebben andere grote ondernemingen zoals AB Inbev en Delhaize over het algemeen raden van bestuur van ver boven de tien bestuurders. Ook onderzoek van Guberna in samenwerking met VBO (2013) wijst op de voorkeur voor grote raden van bestuur bij ondernemingen in de BEL20. Raden van bestuur van de BEL20 tellen gemiddeld meer dan 12 bestuurders, raden van bestuur van BEL Mid (9) en BEL Small (8) een pak minder. Bij kwalitatieve bevragingen van BEL Mid ondernemingen waren velen van mening dat een kleine raad van bestuur efficiënter functioneert, werkbaarder is en de interactie bevordert.

Niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur

Binnen de raad van bestuur kunnen zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders zetelen. Hierboven werd al besproken dat niet-uitvoerende bestuurders door hun onafhankelijkheid een betere controlefunctie kunnen uitoefenen. De aanwezigheid van hun is zeker belangrijk in de raad van bestuur.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	7,40	7,36	7,58	7,53	7,60
Standaarddeviatie	3,506	3,638	3,636	3,456	3,451
Minimum	2	2	2	2	2
Q1	5	5	5	5	5
Mediaan	7	7	7	7	7
Q3	9	9	9	9	9
Maximum	24	24	22	21	22
Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 8: Aantal niet-uitvoerende bestuurders: beschrijvende statistiek

Over het algemeen zijn er steeds meer niet-uitvoerende bestuurders aanwezig zijn in de raden van bestuur over de jaren heen. Omdat dit weinig zegt over de verdeling binnen de verschillende raden van bestuur, is het aangewezen op het aantal niet-uitvoerende bestuurders te vergelijken met het totale aantal bestuurders binnen de raad van bestuur. Deze gegevens kan u in de volgende tabel vinden.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	81,23%	80,19%	81,05%	80,93%	81,99%
Standaarddeviatie	0,128	0,135	0,138	0,143	0,143
Minimum	45,45%	42,86%	36,36%	36,36%	36,36%
Q1	71,43%	71,43%	75%	73,22%	75%
Mediaan	83,33%	83,33%	85,71%	85,71%	85,71%
Q3	90%	89,45%	90%	90%	90%
Maximum	100%	100%	100%	100%	100%
Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 9: Percentage niet-uitvoerende bestuurders: beschrijvende statistiek

Gemiddeld bestaat de raad van bestuur uit meer dan 80 procent uit niet-uitvoerende bestuurders. In 2013 bestaan zes ondernemingen zelfs volledig uit niet-uitvoerende bestuurders. De richtlijn van de *Code 2009* dat de helft van de raad van bestuur uit niet-uitvoerende bestuurders moet bestaan wordt hier gemakkelijk behaalt. De kleine standaarddeviatie wijst op een klein verschil tussen de verschillende ondernemingen.

Onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur

Naast niet-uitvoerende zijn onafhankelijke bestuurders ook nuttig in de raad van bestuur. Zij handelen alleen maar in het belang van de onderneming en waarbij hun oordeel niet beïnvloed wordt door belangenconflicten. Hieronder worden de absolute aantallen getoond van de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders binnen de raden van bestuur.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	3,45	3,59	3,53	3,51	3,51
Standaarddeviatie	1,715	1,910	1,810	1,887	1,913
Minimum	0	0	0	0	0
Q1	2	3	2	2	3
Mediaan	3	3	3	3	3
Q3	4	4	4	4	4
Maximum	8	12	12	12	12
Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 10: Aantal onafhankelijke bestuurders: beschrijvende statistiek

Over het aantal onafhankelijke bestuurders binnen de raad van bestuur staat in de *Code 2009* dat er vanaf 1 juli 2011 minstens drie onafhankelijke bestuurders moeten aanwezig zijn. Uit de gegevens blijkt dat de raad van bestuur gemiddeld bestaat uit drie tot vier onafhankelijke bestuurders. Ongeveer een kwart van de ondernemingen haalt de norm van de *Code 2009* niet. Wanneer deze cijfers afgewogen worden tegen het aantal bestuurders in de raad van bestuur vinden we volgende percentages.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	39,03%	40,16%	39,09%	38,51%	38,55%
Standaarddeviatie	0,165	0,174	0,160	0,162	0,162
Minimum	0%	0%	0%	0%	0%
Q1	29,29%	30,77%	28,57%	27,27%	27,27%
Mediaan	37,5%	37,5%	37,5%	37,5%	37,5%
Q3	50%	50%	50%	50%	50%
Maximum	83,33%	85,71%	85,71%	83,33%	85,71%
Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 11: Percentages onafhankelijke bestuurders: beschrijvende statistiek

Over de periode 2009-2013 is het percentage aan onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuurders redelijk stabiel: rond de 40 procent van het aantal bestuurders is onafhankelijk volgens de onafhankelijkheidscriteria van de *Code 2009*. Wanneer dit vergeleken wordt met het percentage niet-uitvoerende bestuurders, blijkt dat ongeveer de helft van de niet-uitvoerende bestuurders onafhankelijk zijn. Samengevat geeft de onderstaande tabel de gemiddelde samenstelling van de raden van bestuur.

	2009	2010	2011	2012	2013
Uitvoerende bestuurders	19,84%	19,36%	19,47%	19,98%	19,23%
Niet-uitvoerende bestuurders	80,16%	80,64%	80,53%	80,02%	80,77%
Onafhankelijke bestuurders	41,29%	42,98%	41,50%	40,34%	40,45%

Tabel 12: Samenvattende tabel samenstelling raad van bestuur

Over het algemeen blijft de verdeling hetzelfde over de periode 2009-2013. Toch zien we dat uitvoerende en onafhankelijke bestuurders vaker worden vervangen door niet-uitvoerende bestuurders.

Vrouwen in de raad van bestuur

De laatste jaren komt genderdiversiteit binnen de raad van bestuur vaak ter sprake. Beursgenoteerde ondernemingen zijn verplicht om minstens één derde vrouwelijke bestuursleden te hebben in de raad van bestuur. Tegen 2017 zouden de meeste ondernemingen dit cijfer moeten halen, kleinere ondernemingen hebben twee jaar langer de tijd.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	1,07	1,16	1,16	1,25	1,36
Standaarddeviatie	1,289	1,308	1,233	1,243	1,344
Minimum	0	0	0	0	0
Q1	0	0	0	0	0
Mediaan	1	1	1	1	1
Q3	1,5	2	2	2	2
Maximum	8	8	7	7	8
Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 13: Aantal vrouwen in de raad van bestuur: beschrijvende statistiek

Uit deze gegevens blijkt een opwaartse trend in het aantal vrouwen binnen de raad van bestuur. Waar in 2009 het gemiddelde nog onder één vrouw per raad van bestuur lag, is deze nu sterk boven de één (nl. 1,36) gestegen. Het totaal aantal vrouwen in de raden van bestuur binnen deze steekproef nam toe van 91 vrouwen in 2009 tot 106 vrouwen vorig boekjaar. Om deze cijfers met de norm van één derde vrouwelijke bestuurders te vergelijken, moeten ze bekeken worden ten opzichte van het totaal aantal bestuurders binnen de raad van bestuur. Deze gegevens worden in onderstaande tabel getoond.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	11,28%	12,34%	12,27%	13,02%	14,15%
Standaarddeviatie	0,111	0,115	0,112	0,111	0,119
Minimum	0%	0%	0%	0%	0%
Q1	0%	0%	0%	0%	0%
Mediaan	10,00%	11,11%	11,11%	12,50%	14,29%
Q3	17,43%	21,11%	19,09%	20,00%	22,22%
Maximum	50%	50%	50%	50%	50%
Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 14: Percentages vrouwen in de raad van bestuur: beschrijvende statistiek

De opwaartse trend van de laatste jaren blijkt ook uit deze tabel: raden van bestuur van beursgenoteerde ondernemingen bestaan in 2013 uit bijna drie procent meer vrouwen dan in 2009. Toch liggen deze cijfers nog ver van de norm van één derde vrouwelijke bestuurders. Er is bijgevolg nog veel werk voor de meeste ondernemingen om de norm te halen voor 2017 (en 2019 voor kleinere ondernemingen).

Worden de raden van bestuur groter wanneer meer vrouwen zetelen in de raad van bestuur of worden mannen vervangen om plaats te maken voor vrouwelijke bestuurders? In drie vierde van de gevallen wordt de raad van bestuur niet groter bij de aanwerving van vrouwelijke bestuurders. Dit bleek ook al deel uit Tabel 14, die een stijging van het percentage vrouwelijke bestuurders aangeeft.

Bij Belgacom werden bijvoorbeeld twee mannelijke onafhankelijke bestuurders, Pierre-Alain De Smedt en Oren G. Shaffer, vervangen door twee vrouwelijke onafhankelijke bestuurders, namelijk Agnès Touraine en Catherine Vandenborre. Ook de CEO is sinds kort een vrouw: Dominique Leroy werd dit jaar CEO van Belgacom.

CEO-dualiteit

Volgens de wetenschappelijke literatuur kan het wenselijk zijn om de taken van gedelegeerd bestuurder en voorzitter van de raad van bestuur te scheiden (Boyd, 1995). Ook de *Code 2009* beveelt dat beide rollen gescheiden moeten zijn aan. Onderstaande tabel geeft aan in hoeveel ondernemingen een scheiding is tussen de voorzittersrol en CEO-rol.

	2009	2010	2011	2012	2013
CEO-dualiteit	7	6	6	6	6
Geen CEO-dualiteit	78	79	79	79	79
Percentage CEO-dualiteit	8,24%	7,06%	7,06%	7,06%	7,06%
Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 15: CEO-dualiteit

Hieruit blijkt dat een duidelijke meerderheid van de ondernemingen twee verschillende personen hebben enerzijds als gedelegeerd bestuurder en anderzijds als voorzitter van de raad van bestuur. Slechts zes ondernemingen uit de steekproef van 85 ondernemingen heeft in 2013 een CEO die ook voorzitter is. Gedelegeerd bestuurders die ook de rol van voorzitter van de raad van bestuur voor hun rekening nemen zijn bij deze ondernemingen vaak de oprichter van de onderneming of directe familie van de oprichter. Het bekendste voorbeeld van CEO-dualiteit is dat van Jef Colruyt, CEO en voorzitter van de raad van bestuur van de Colruyt Group en tevens de zoon van oprichter Franz Colruyt. In het jaarverslag van de Colruyt Group wordt de dubbele rol van Jef Colruyt als volgt omschreven:

“In de lijn van de jarenlange traditie bij Colruyt Group is de Heer Jef Colruyt tegelijkertijd Voorzitter van de Raad van Bestuur en Voorzitter van de Directieraad Colruyt Group en van de Toekomstraad. Deze afwijking van de aanbevelingen van de Belgische Corporate Governance Code voor beursgenoteerde vennootschappen is verantwoord, gezien de geschiedenis van Colruyt Group en de wens van de referentieaandeelhouders om de leiding van de Directieraad aan een van hen toe te vertrouwen” (p. 142 Jaarverslag Colruyt Group, 2014).

Aantal bijeenkomsten van de raad van bestuur

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	7,89	7,32	7,74	7,49	7,22
Standaarddeviatie	4,154	3,229	3,564	3,975	3,259
Minimum	3	2	2	2	2
Q1	5	5	5	5	5
Mediaan	7	7	7	6	7
Q3	9	9	9	9	9
Maximum	26	22	20	26	17
Aantal waarnemingen (N)	79	79	80	80	77
Geen data gevonden	6	6	5	5	8

Tabel 16: Aantal bijeenkomsten van de raad van bestuur: beschrijvende statistiek

Gemiddeld vergaderen raden van bestuur tussen zeven en acht maal per jaar. Uit deze tabel blijkt een neerwaartse trend in vergaderfrequentie: raden van bestuur vergaderen in 2013 8% minder dan vijf jaar geleden. De grote standaarddeviatie en aanzienlijke verschillen tussen het minimum en maximum wijst op grote verschillen in vergaderfrequentie van raden van bestuur van beursgenoteerde ondernemingen. Toch zijn deze grote verschillen doorheen de periode vlakker geworden wat blijkt uit de forse daling van de standaarddeviatie en het verschil tussen minima en maxima. Wanneer we de vergaderfrequentie van grote ondernemingen vergelijken met die van kleinere beursgenoteerde ondernemingen, vinden we geen significant verschil. Ook blijkt uit de data dat de vergaderfrequentie vaak gelijk wordt gehouden binnen een onderneming.

Auditcomité

Volgens het Wetboek van Vennootschappen zijn ondernemingen verplicht om een auditcomité op te richten tenzij ze aan ten minste twee van de volgende drie criteria voldoen :

- gemiddeld aantal werknemers tijdens het boekjaar van minder dan 250 personen,
- balanstotaal van minder dan of gelijk aan 43 000 000 euro,
- jaarlijkse netto-omzet van minder dan of gelijk aan 50 000 000 euro.

Zij kunnen in dat geval de aan het auditcomité toegewezen taken laten uitvoeren door de raad van bestuur als geheel (artikel 526bis §3 van het Wetboek van Vennootschappen). In onderstaande tabel wordt getoond hoeveel ondernemingen een auditcomité hebben opgericht, degene die er geen hebben opgericht komen hierna aan bod.

	2009	2010	2011	2012	2013
Auditcomité	73	73	73	73	73
Geen auditcomité	12	12	12	12	12
Percentage auditcomité	85,88%	85,88%	85,88%	85,88%	85,88%
Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 17: Aanwezigheid auditcomité

Zoals verwacht is er in de meeste beursgenoteerde ondernemingen een auditcomité aanwezig, omdat ze door hun grootte veel werknemers en hoge balanstotalen en jaarlijkse netto-omzetten hebben. Ondernemingen die geen auditcomité hebben opgericht zijn ondernemingen met een beperkt personeelsbestand: zo hebben bijvoorbeeld Eckert & Ziegler, Think-Media, BSB-International en 4Energy Invest minder dan tien werknemers. Ook hun balanstotaal en netto-omzet zijn niet al te groot. Meestal voldoen ze aan alle drie de criteria beschreven in artikel 526bis §3 van het Wetboek van Vennootschappen. De raad van bestuur neemt de taken van het auditcomité over. In het jaarverslag van 2013 van 4Energy Invest wordt dit als volgt omschreven:

“Gezien de beperkte omvang van het bedrijf en de veranderingen die het ondergaat, heeft de raad van bestuur de taken en verantwoordelijkheid terug naar zich toegetrokken, om zo de kosten te drukken en de besluitvorming te verbeteren en te versnellen. Deze aanpak zal waarschijnlijk aangehouden worden in 2014. Hierna worden de samenstellen en het functioneren van deze comités besproken, zo ze wel zouden bestaan.”

Niet-uitvoerende en onafhankelijke bestuurders in het auditcomité

Wanneer een beursgenoteerde onderneming wel een auditcomité heeft, mag dit enkel bestaan uit niet-uitvoerende bestuurders volgens de *Code 2009*. Hiernaast moet minstens de helft van het auditcomité onafhankelijke bestuurders zijn. In volgende tabellen wordt de samenstelling van het auditcomité weergegeven. Tabel 18 geeft de grootte van het auditcomité weer in de periode 2009-2013.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	3,30	3,30	3,42	3,45	3,48
Standaarddeviatie	0,982	0,967	1,026	1,106	1,119
Minimum	1	1	1	1	1
Q1	3	3	3	3	3
Mediaan	3	3	3	3	3
Q3	4	4	4	4	4
Maximum	6	7	7	8	8
Aantal waarnemingen (N)	73	73	73	73	73

Tabel 18: Aantal leden auditcomité: beschrijvende statistiek

Omdat een auditcomité enkel uit niet-uitvoerende bestuurders mag bestaan, wordt in volgende tabel aangetoond hoeveel ondernemingen effectief deze norm halen.

	2009	2010	2011	2012	2013
Enkel niet-uitvoerende bestuurders	69	69	70	70	69
Niet enkel niet-uitvoerende bestuurders	4	4	3	3	4
Percentage enkel niet-uitvoerende bestuurders	94,52%	94,52%	95,89%	95,89%	94,52%
Aantal waarnemingen (N)	73	73	73	73	73

Tabel 19: Niet-uitvoerende bestuurders in het auditcomité

De norm dat enkel niet-uitvoerende bestuurders mogen zetelen in het auditcomité wordt ook elke beursgenoteerde onderneming met een auditcomité nageleefd, de norm in verband met de onafhankelijkheid van het auditcomité wordt door de meeste ondernemingen gevolgd.

Om de onafhankelijkheid van het auditcomité te meten, wordt er gekeken naar het aantal onafhankelijke bestuurders binnen het auditcomité. Zoals hierboven al reeds beschreven beveelt de *Code 2009* aan dat minstens de helft van het auditcomité bestaat uit onafhankelijke bestuurders. Volgende tabellen geven de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders aan: allereerst geeft Tabel 20 de absolute cijfers, waarna Tabel 21 deze cijfers procentueel vergelijkt met het totaal aantal leden van het auditcomité.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	2,05	2,08	2,11	2,03	3,51
Standaarddeviatie	0,780	0,846	0,774	0,781	1,913
Minimum	0	0	0	0	0
Q1	2	2	2	2	3
Mediaan	2	2	2	2	3
Q3	3	3	3	2,5	4
Maximum	4	4	4	4	12
Aantal waarnemingen (N)	73	73	73	73	73

Tabel 20: Onafhankelijke bestuurders in het auditcomité: beschrijvende statistiek

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	66,44%	67,16%	64,59%	62,44%	64,60%
Standaarddeviatie	0,244	0,241	0,223	0,228	0,229
Minimum	0%	0%	0%	0%	0%
Q1	50%	51,79%	50%	50%	50%
Mediaan	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%
Q3	93,75%	93,75%	75,00%	66,67%	72,92%
Maximum	100%	100%	100%	100%	100%
Aantal waarnemingen (N)	73	73	73	73	73

Tabel 21: Percentage onafhankelijke bestuurders in het auditcomité: beschrijvende statistiek

Over de periode 2009-2013 blijft de samenstelling van het auditcomité grotendeels hetzelfde voor beursgenoteerde ondernemingen. Gemiddeld bestaat een auditcomité uit drie leden, waarvan er twee onafhankelijk zijn. Wijzigingen in de samenstelling van het auditcomité komen slechts zelden voor. Leden van het auditcomité beschikken over voldoende relevante kennis en expertise op het gebied van boekhouding, audit en financiële aangelegenheden. Om andere bestuurders te laten zetelen in het auditcomité, moeten zij over dezelfde expertise beschikken. Het is dan nuttiger om de samenstelling van het auditcomité onberoerd te laten.

Remuneratiecomité

Naast dat de raad van bestuur zich laat bijstaan door het auditcomité met betrekking tot financiële zaken, richt zij ook een remuneratiecomité op voor beslissingen rond bezoldigingen van bestuurders, de gedelegeerd bestuurder en andere leden van het uitvoerend comité. Volgens het Wetboek van Vennootschappen moeten beursgenoteerde ondernemingen een remuneratiecomité opzetten binnen hun raad van bestuur. Onderstaande tabel geeft de aanwezigheid van een remuneratiecomité weer in de periode 2009-2013.

	2009	2010	2011	2012	2013
Remuneratiecomité	66	68	71	71	71
Geen remuneratiecomité	19	17	14	14	14
Percentage remuneratiecomité	77,65%	80%	83,53%	83,53%	83,53%
Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 22: Aanwezigheid remuneratiecomité

Bij de meerderheid van de beursgenoteerde ondernemingen is een remuneratiecomité aanwezig. Over het algemeen worden in 2013 meer remuneratiecomités opgericht in vergelijking met in 2009.

Net zoals bij het auditcomité zijn ondernemingen die aan minstens twee van de drie criteria, beschreven in artikel 526bis §3 van het Wetboek van Vennootschappen, voldoen niet verplicht een remuneratiecomité op te richten. Zij moeten de aan het remuneratiecomité toegewezen taken laten uitvoeren door de raad van bestuur als geheel.

Niet-uitvoerende en onafhankelijke bestuurders in het remuneratiecomité

Net zoals het auditcomité mag het remuneratiecomité enkel bestaan uit niet-uitvoerende bestuurders en moet minstens de helft bestaan uit onafhankelijke bestuurders. Naar analogie met het auditcomité tonen volgende tabellen de samenstellingen van het remuneratiecomité.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	3,25	3,28	3,38	3,39	3,46
Standaarddeviatie	0,841	0,938	1,119	1,082	1,040
Minimum	0	0	0	0	2
Q1	3	3	3	3	3
Mediaan	3	3	3	3	3
Q3	4	4	3	3	4
Maximum	6	7	8	8	9
Aantal waarnemingen (N)	66	68	71	71	71

Tabel 23: Aantal leden remuneratiecomité: beschrijvende statistiek

	2009	2010	2011	2012	2013
Enkel niet-uitvoerende bestuurders	59	63	66	66	66
Niet enkel niet-uitvoerende bestuurders	8	6	6	6	5
Percentage enkel niet-uitvoerende bestuurders	89,39%	92,65%	92,96%	92,96%	92,96%
Aantal waarnemingen (N)	66	68	71	71	71

Tabel 24: Niet-uitvoerende bestuurders in het remuneratiecomité

Volgende tabellen geven de onafhankelijkheid van het remuneratiecomité aan: Tabel 25 geeft het aantal onafhankelijke bestuurders aan. Tabel 26 vergelijkt deze gegevens met de totaal aantal leden.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	1,85	2,00	2,15	2,22	2,34
Standaarddeviatie	0,857	0,907	0,883	0,843	0,827
Minimum	0	0	0	0	0
Q1	1	2	2	2	2
Mediaan	2	2	2	2	2
Q3	2	2	2,75	3	3
Maximum	4	5	5	5	6
Aantal waarnemingen (N)	66	68	71	71	71

Tabel 25: Onafhankelijke bestuurders in het remuneratiecomité: beschrijvende statistiek

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	58,59%	62,20%	64,81%	66,36%	68,31%
Standaarddeviatie	0,248	0,231	0,203	0,185	0,173
Minimum	0%	0%	0%	0%	0%
Q1	45,83%	50%	60%	66,67%	66,67%
Mediaan	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%
Q3	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%
Maximum	100%	100%	100%	100%	100%
Aantal waarnemingen (N)	66	68	71	71	71

Tabel 26: Percentage onafhankelijke bestuurders in het remuneratiecomité: beschrijvende statistiek

Uit bovenstaande tabellen blijkt dat niet alle ondernemingen de norm haalt om het remuneratiecomité enkel uit niet-uitvoerende bestuurders te laten bestaan. Enkele ondernemingen, namelijk zes in 2013, hebben ook uitvoerende bestuurders in het remuneratiecomité. Meestal zetelt bij deze ondernemingen één uitvoerende bestuurder en bestaat de rest uit niet-uitvoerende bestuurders. Ook niet alle ondernemingen hebben minstens de helft onafhankelijke bestuurders. Toch is hier een grote verbetering zichtbaar ten opzichte van 2009. Gemiddeld bestaat het remuneratiecomité uit drie leden, die meestal alle drie niet-uitvoerende bestuurders zijn. Gemiddeld meer dan twee hiervan zijn onafhankelijk volgens de onafhankelijkheidscriteria van de Code 2009 beschreven in bijlage 1.

Benoemingscomité

Naast een audit- en remuneratiecomité, beveelt de *Code 2009* ook de oprichting van een benoemingscomité aan. In tegenstelling tot de twee andere comités, is deze niet verplicht door het Wetboek van Vennootschappen. Toch is het wenselijk om een benoemingscomité op te richten om ervoor te zorgen dat het benoemings- en herbenoemingsproces objectief en professioneel verloopt. In volgende tabel wordt een overzicht weergegeven van de aanwezigheid van een benoemingscomité binnen de onderneming.

	2009	2010	2011	2012	2013
Benoemingscomité	58	59	57	57	56
Geen benoemingscomité	27	26	28	28	29
Percentage benoemingscomité	68,24%	69,41%	67,06%	67,06%	65,88%
Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 27: Aanwezigheid benoemingscomité

In ongeveer twee derde van de onderzochte ondernemingen heeft de raad van bestuur een benoemingscomité opgericht om haar bij te staan bij de benoeming en herbenoeming van bestuurders, de CEO en andere leden van het uitvoerend management. Vooral in kleinere beursgenoteerde ondernemingen vinden we geen benoemingscomité terug. Hier worden de benoemings- en herbenoemingstaken door de raad van bestuur uitgevoerd. Uit de tabel blijkt ook een lichte daling in aantal benoemingscomités in de periode 2009-2013.

Een richtlijn in de Belgische corporate governance code geeft aan dat het benoemingscomité uit minstens de helft aan onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders moet bestaan. Onderstaande tabellen geven de samenstelling weer van benoemingscomités van beursgenoteerde ondernemingen in periode 2009-2013.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	3,31	3,38	3,55	3,63	3,75
Standaarddeviatie	0,933	1,166	1,366	1,496	1,338
Minimum	0	0	0	0	3
Q1	3	3	3	3	3
Mediaan	3	3	3	3	3
Q3	4	4	4	4	4
Maximum	6	7	8	8	9
Aantal waarnemingen (N)	59	60	58	59	56

Tabel 28: Aantal leden benoemingscomité: beschrijvende statistiek

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	3,17	3,30	3,50	3,58	3,68
Standaarddeviatie	0,985	1,183	1,341	1,465	1,266
Minimum	0	0	0	0	2
Q1	3	3	3	3	3
Mediaan	3	3	3	3	3
Q3	4	4	4	4	4
Maximum	6	7	8	8	9
Aantal waarnemingen (N)	59	60	58	59	56

Tabel 29: Aantal niet-uitvoerende bestuurders in het benoemingscomité: beschrijvende statistiek

Wanneer beide tabellen naast elkaar worden gelegd, is het duidelijk dat de meeste benoemingscomités volledig uit niet-uitvoerende bestuurders bestaat.

Om de richtlijn van de Belgische corporate governance code te toetsen, moeten we kijken naar het aantal onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders aan binnen het benoemingscomité. Tabel 30 geeft de absolute aantallen weer, Tabel 31 het procentuele aandeel van onafhankelijke bestuurders binnen het benoemingscomité.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	1,83	2,00	2,12	2,20	2,30
Standaarddeviatie	0,854	0,974	0,957	0,961	1,008
Minimum	0	0	0	0	0
Q1	1	1	2	2	2
Mediaan	2	2	2	2	2
Q3	2	2	2,25	3	3
Maximum	4	5	5	5	6
Aantal waarnemingen (N)	59	60	58	59	56

Tabel 30: Onafhankelijke bestuurders in het benoemingscomité: beschrijvende statistiek

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	57,76%	61,73%	62,85%	63,53%	63,83%
Standaarddeviatie	0,249	0,247	0,235	0,224	0,227
Minimum	0%	0%	0%	0%	0%
Q1	50%	50%	59%	60%	60%
Mediaan	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%
Q3	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%	66,67%
Maximum	100%	100%	100%	100%	100%
Aantal waarnemingen (N)	59	60	58	59	56

Tabel 31: Percentage onafhankelijke bestuurders in het benoemingscomité: beschrijvende statistiek

Bovenstaande tabellen geven aan dat meer en meer onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders zetelen in het benoemingscomité van beursgenoteerde ondernemingen. In 2009 waren er negen ondernemingen die de norm van de *Code 2009* niet haalden, in 2013 waren dat er nog maar drie. De grote standaarddeviatie geeft dan weer een groot verschil aan tussen de verschillende ondernemingen. Sommige benoemingscomités bestaan volledig uit onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders, terwijl andere bestaan uit geen enkele onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurder.

Een opmerking die gemaakt moet worden bij de bovenstaande cijfers van het remuneratie- en benoemingscomité is dat veel ondernemingen beide comités vervatten in één overkoepelend comité, namelijk het "benoemings- en remuneratiecomité". Deze cijfers bevatten ook die van het overkoepelend comité. Hieronder wordt een overzicht getoond van het aantal ondernemingen waar er één comité is opgericht voor beide taken.

	2009	2010	2011	2012	2013
"Benoeemings- en remuneratiecomité"	52	51	49	48	49
Aparte comités	6	11	9	8	6
Percentage "Benoeemingscomité-en remuneratiecomité"	89,66%	82,26%	84,48%	85,71%	89,09%
Aantal waarnemingen (N)	58	62	58	56	55

Tabel 32: Benoemings-en remuneratiecomité

Uit deze cijfers blijkt inderdaad dat veel ondernemingen een overkoepelend "benoemings-en remuneratiecomité" hebben binnen de onderneming. Dit was te verwachten wanneer men de samenstelling van het benoemingscomité naast die van het remuneratiecomité legt. Beide samenstellingen komen zeer sterk overeen.

Wel hebben ondernemingen met een "benoemings-en remuneratiecomité" aparte vergaderingen voor de benoemings- en herbenoemingsbeslissingen én die in verband met remuneratiebeslissingen, waardoor beide taken toch verdeeld zijn.

Percentage aandelen gehouden door werknemers en managers

Om een zicht te krijgen op de eigendomsstructuur van een onderneming, wordt gebruik gemaakt van twee variabelen. Enerzijds wordt gekeken naar het aantal aandelen dat de onderneming zelf bezit, dus aandelen gehouden door werknemers en managers, anderzijds naar het percentage aandelen van de grootste aandeelhouder.

In onderstaande tabel wordt gekeken naar de verdeling en tendens in het percentage aandelen gehouden door de werknemers en managers over de periode 2009-2013. De gegevens werden gehaald uit de jaarrekeningen (Bel-First database), waarbij aandelen die als 'self-owned' worden omschreven opgeteld worden bij aandelen van bepaalde personen die ook managers zijn.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	7,56%	8,15%	8,76%	8,71%	8,82%
Standaarddeviatie	17,683	19,383	19,282	19,249	18,885
Minimum	0%	0%	0%	0%	0%
Q1	0%	0%	0%	0,00%	0%
Mediaan	0%	0%	0%	0%	0%
Q3	4%	4%	5%	6%	6%
Maximum	79%	90%	90%	90%	90%
Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 33: Percentage aandelen gehouden door werknemers en managers: beschrijvende statistiek

Uit bovenstaande gegevens blijkt dat in weinig ondernemingen aandelen gehouden worden door werknemers of managers. Zelfs in meer dan de helft van de ondernemingen worden geen aandelen gehouden door werknemers of managers. De algemene tendens is dat in 2013 minder aandelen in het bezit zijn van de onderneming dan in 2009.

Percentage aandelen van de grootste aandeelhouder

In de literatuurstudie kwam het soort aandeelhouderschap al aan bod, namelijk dat het aandeelhouderschap geconcentreerd of verspreid kon zijn. Door middel van de variabele 'percentage aandelen van de grootste aandeelhouder' wordt gekeken of in een onderneming geconcentreerd of verspreid aandeelhouderschap aanwezig is. Wanneer het percentage aandelen van de grootste aandeelhouder boven de 50,01 procent ligt, met andere woorden meer dan de helft is, kan gesproken worden van geconcentreerd aandeelhouderschap. In het andere geval spreekt men van verspreid aandeelhouderschap: de aandelen zijn dan meer verspreid onder verschillende aandeelhouders. In onderstaande tabel wordt gekeken naar de verdeling en tendens in het soort aandeelhouderschap.

	2009	2010	2011	2012	2013
Gemiddelde	39,71%	40,52%	40,32%	41,36%	43,08%
Standaarddeviatie	21,623	21,055	21,438	21,780	21,771
Minimum	0%	0%	0%	0%	0%
Q1	24%	25%	25%	24,50%	25%
Mediaan	41%	41%	41%	44%	45%
Q3	51%	52%	53%	54%	56,50%
Maximum	100%	100%	100%	100%	90%
Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 34: Percentage aandelen van de grootste aandeelhouder: beschrijvende statistiek

Uit bovenstaande tabel blijkt dat in de gemiddelde onderneming uit de steekproef verspreid aandeelhouderschap aanwezig is. Over het algemeen stijgt het percentage aan aandelen van de grootste aandeelhouder over de periode 2009-2013. De hoge standaarddeviatie wijst op grote verschillen tussen ondernemingen op vlak van aandelen van de grootste aandeelhouder.

Conclusie

Uit de analyse van de onafhankelijke variabelen afzonderlijk werd een beeld gemaakt van de tendens en de spreiding van de verschillende kenmerken van de corporate governance mechanisme in de periode 2009-2013. Het eerste mechanisme dat aan bod kwam is de raad van bestuur.

Deze telt gemiddeld negen bestuurders, maar tussen de ondernemingen blijken grote verschillen. Ondernemingen uit de BEL20 hebben vaak veel grotere raden van bestuur dan kleinere ondernemingen, die het soms zelfs doen met het minimumaantal aan bestuurders (3). Vervolgens telt de raad van bestuur grotendeels uit niet-uitvoerende bestuurders, namelijk meer dan tachtig procent. Vaak zetelt de CEO als uitvoerende bestuurder in de raad van bestuur. De *Code 2009* beveelt aan dat een raad van bestuur gemiddeld uit drie onafhankelijke bestuurders moet bestaan. Deze norm wordt grotendeels behaald, want het gemiddelde van de beursgenoteerde ondernemingen is 3,5. Dit komt ongeveer neer dat veertig procent van de bestuurders onafhankelijk is volgens de onafhankelijkheidscriteria van het Wetboek van Vennootschappen.

De huidige debatten over genderdiversiteit zorgden voor een positieve trend in het aantal vrouwen in de raad van bestuur. Van 2009 tot vorig jaar steeg het aandeel aan vrouwen van elf tot veertien procent. Om de norm te behalen dat één derde van de raad van bestuur uit vrouwen moeten bestaan, moeten ondernemingen wel nog inspanningen doen op dit vlak. Ondernemingen zijn hierbij wel op de goede weg. Vervolgens beveelt de *Code 2009* aan dat de functies van CEO en voorzitter van de raad van bestuur gescheiden moeten zijn. In meer dan negentig procent van de gevallen is dit het geval. Enkel bij enkele kleine ondernemingen of bij ondernemingen waar CEO-dualiteit als sinds jaar en dag een feit is, gebeurt dit niet. Een bekend voorbeeld van dit laatste is Jef Colruyt van Colruyt Groep.

Ten slotte vergadert de raad van bestuur gemiddeld zeven tot acht maal per jaar. Tussen de verschillende ondernemingen bestaat veel spreiding in de vergaderfrequentie. Wel worden deze onderlinge verschillen wat vlakker.

In bijna alle ondernemingen worden gespecialiseerde comités opgericht door de raad van bestuur om haar bij te staan bij bepaalde zaken. Bij kleinere ondernemingen kan het wel eens voorkomen dat door de beperkte omvang van de onderneming de taken die normaal bestemd zijn voor bestuurscomités door de raad van bestuur zelf worden gedaan. In de meeste gevallen bestaat een bestuurscomité enkel uit niet-uitvoerende bestuurders en uit meer als de helft onafhankelijke bestuurders. De *Code 2009* beveelt dit immers aan voor het audit- en remuneratiecomité. In het benoemingscomité is dit meestal ook het geval. Een reden voor dit is dat in veel ondernemingen het benoemings- en remuneratiecomité vervat zijn in één bestuurscomité.

De analyse van de kenmerken van de eigendomsstructuur geven volgende conclusies. Over de periode 2009-2013 worden steeds minder aandelen gehouden door bestuurders, managers en werknemers. Vervolgens is in de meeste ondernemingen sprake van verspreid aandeelhouderschap. Toch zijn hier veel verschillen tussen de ondernemingen.

Veel bovenstaande resultaten komen voort uit bepaalde aanbevelingen van de *Code 2009* die gevolgd worden door de meeste ondernemingen. Kleinere of traditionele ondernemingen (bijvoorbeeld Colruyt Group) wijken af van sommige bepalingen. Grote verschillen tussen de beursgenoteerde ondernemingen in bepaalde zaken is vooral te wijten aan de grootte van de onderneming.

4.1.2 Samenhang tussen onafhankelijke variabelen

In dit deel wordt gekeken naar de samenhang tussen de verschillende onafhankelijke variabelen. In Tabel 35, op de volgende bladzijde, wordt de correlatiematrix getoond van de kenmerken van de raad van bestuur en haar comités en die van de eigendomsstructuur.

In de raad van bestuur en haar bestuurscomités bestaat een grote correlatie tussen de grootte en het aantal niet-uitvoerende bestuurders. Dit is een logische relatie, omdat een raad van bestuur grotendeels uit niet-uitvoerende bestuurders bestaat. In de analyse van de deze variabele bleek dat raden van bestuur gemiddeld uit meer dan 80% niet-uitvoerende bestuurders bestaat. Wanneer een raad van bestuur meer leden telt, zal het aantal niet-uitvoerende bestuurders ook stijgen. Hetzelfde blijkt voor de bestuurscomités. De *Code 2009* beveelt aan dat het audit- en remuneratiecomité enkel uit niet-uitvoerende bestuurders mag bestaan. Een groter bestuurscomité leidt dan automatisch tot meer niet-uitvoerende bestuurders. Ook bij het benoemingscomité blijkt deze trend.

Tussen de verschillende bestuurscomités is eveneens sprake van sterke correlaties. Er bestaat een sterke samenhang tussen de samenstelling van het benoemings- en remuneratiecomité. Een belangrijke reden hiervoor is dat in bijna negen van de tien ondernemingen (met beide comités) deze comités vervat zijn in één enkel comité, namelijk een "benoemings- en remuneratiecomité".

		Raad van bestuur					Auditcomité			Benoemingscomité			Remuneratiecomité			Eigendoms-structuur	
		Grootte	Niet-uitvoerende bestuurders	Onafhankelijke bestuurders	Aantal vrouwen	Aantal vergaderingen	Grootte	Niet-uitvoerende bestuurders	Onafhankelijke bestuurders	Grootte	Niet-uitvoerende bestuurders	Onafhankelijke bestuurders	Grootte	Niet-uitvoerende bestuurders	Onafhankelijke bestuurders	Eigen aandelen	Grootste aandeelhouder
Raad van bestuur	Grootte	1															
	Niet-uitvoerende bestuurders	0,9593	1														
	Onafhankelijke bestuurders	0,5321	0,5494	1													
	Aantal vrouwen	0,4864	0,4669	0,4896	1												
	Aantal vergaderingen	-0,0062	0,0582	-0,0898	-0,0863	1											
Auditcomité	Grootte	0,6720	0,6992	0,4321	0,4147	0,0903	1										
	Niet-uitvoerende bestuurders	0,6746	0,6987	0,4410	0,4113	0,0823	0,9841	1									
	Onafhankelijke bestuurders	0,1518	0,1667	0,5608	0,2005	0,0059	0,3839	0,4174	1								
Benoemingscomité	Grootte	0,6575	0,6767	0,4749	0,3398	0,0508	0,6845	0,6672	0,2998	1							
	Niet-uitvoerende bestuurders	0,6331	0,6569	0,5164	0,3516	0,0308	0,6648	0,6624	0,3548	0,9803	1						
	Onafhankelijke bestuurders	0,2402	0,2324	0,6465	0,2720	-0,0144	0,3206	0,3545	0,5773	0,4540	0,5278	1					
Remuneratiecomité	Grootte	0,5579	0,5931	0,6138	0,4602	-0,0056	0,6590	0,6431	0,3902	0,8120	0,8294	0,5613	1				
	Niet-uitvoerende bestuurders	0,5585	0,5914	0,6314	0,4501	-0,0063	0,6501	0,6523	0,4361	0,7906	0,8322	0,5990	0,9838	1			
	Onafhankelijke bestuurders	0,3268	0,3238	0,6552	0,2984	-0,0841	0,3875	0,4224	0,6418	0,4803	0,5330	0,9006	0,6031	0,6432	1		
Eigendomsstructuur	Eigen aandelen	0,1016	0,0827	0,1786	0,0288	-0,0879	0,0929	0,0856	0,1618	0,1066	0,1272	0,1473	0,0180	0,1874	0,1359	1	
	Grootste aandeelhouder	0,1012	0,0484	0,1385	0,2074	-0,1508	0,0760	0,0826	0,1081	0,1019	0,1091	0,1994	0,1336	0,1298	0,1823	0,1982	1

Tabel 35: Correlatie tussen onafhankelijke variabelen

4.2 Afhankelijke variabelen

In onderstaande tabel wordt de beschrijvende statistiek van de drie prestatemaatstaven getoond voor de periode 2009-2013 voor de ondernemingen uit de steekproef. De prestatemaatstaven komen voort uit de jaarrekeningen, verzameld via de Bel-first database.

		2009	2010	2011	2012	2013
Industry-adjusted ROA	Gemiddelde	0,01%	-0,79%	0,14%	-0,35%	-0,03%
	Standaarddeviatie	0,013	0,073	0,019	0,059	0,023
	Minimum	-5,76%	-64,28%	-13,28%	-52,34%	-13,21%
	Q1	-0,19%	-0,15%	-0,07%	-0,11%	-0,20%
	Mediaan	0,06%	0,16%	0,24%	0,20%	0,09%
	Q3	0,37%	0,58%	0,60%	0,59%	0,43%
	Maximum	4,60%	5,07%	5,12%	5,57%	4,05%
	Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85
Industry-adjusted ROE	Gemiddelde	-0,21%	-1,03%	0,39%	0,46%	0,37%
	Standaarddeviatie	0,034	0,112	0,053	0,040	0,030
	Minimum	-11,84%	-64,46%	-39,46%	-17,75%	-12,05%
	Q1	-0,91%	0,01%	-0,26%	-0,30%	-0,44%
	Mediaan	0,23%	0,52%	0,45%	0,66%	0,24%
	Q3	1,28%	1,86%	1,78%	1,34%	0,96%
	Maximum	15,12%	14,68%	13,25%	14,28%	10,24%
	Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85
Winstmarge	Gemiddelde	0,18%	0,62%	0,59%	0,32%	0,52%
	Standaarddeviatie	0,031	0,023	0,023	0,026	0,028
	Minimum	-9,86%	-8,82%	-7,16%	-8,97%	-7,80%
	Q1	-0,12%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	Mediaan	0,00%	0,15%	0,03%	0,00%	0,03%
	Q3	0,77%	1,02%	0,75%	0,87%	1,58%
	Maximum	9,45%	9,62%	8,17%	9,21%	9,19%
	Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85
Tobin's Q	Gemiddelde	1,53	1,44	1,59	3,63	5,26
	Standaarddeviatie	2,718	2,520	4,016	20,389	35,093
	Minimum	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	Q1	0,29	0,31	0,30	0,30	0,30
	Mediaan	0,76	0,72	0,68	0,69	0,68
	Q3	1,65	1,67	1,36	1,39	1,28
	Maximum	22,06	19,51	34,92	186,69	320,53
	Aantal waarnemingen (N)	85	85	85	85	85

Tabel 36: Prestatie-maatstaven: beschrijvende statistiek

Tussen de verschillende ondernemingen en over de periode 2009-2013 bestaan grote verschillen. Dit blijkt uit de grote standaarddeviaties en veranderingen in de gemiddelden over tijd. Of deze verschillen een gevolg zijn van wijzigingen in de corporate governance van een onderneming, wordt in een volgend deel onderzocht. De samenhang tussen de verschillende prestatie-indicatoren wordt in Tabel 37 getoond.

	Industry- adjusted ROA	Industry- adjusted ROE	Winstmarge	Tobin's Q
Industry- adjusted ROA	1			
Industry- adjusted ROE	0,5376	1		
Winstmarge	0,2126	0,1610	1	
Tobin's Q	-0,0382	-0,0529	-0,0762	1

Tabel 37: Samenhang afhankelijke variabelen

Industry-adjusted ROA en industry-adjusted ROE zijn redelijk gecorreleerd met elkaar. Tobin's Q is dan weer negatief gecorreleerd met de drie andere prestatie-indicatoren.

4.3 Regressies

In dit deel wordt gekeken naar de samenhang tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabelen, met andere woorden welke invloed heeft corporate governance op de prestaties van een onderneming.

Door middel van panel data wordt de relatie tussen de vier indices (CG_i , RVB_i , BC_i en ES_i) en de vier prestatie-indicatoren (industry-adjusted ROA, industry-adjusted ROE, winstmarge en Tobin's Q) gezocht. In Tabel 38 worden de coëfficiënten, met daarbij de standaardfout getoond voor de van de index CG_i , in Tabel 39 die van de drie deelindices. De coëfficiënten worden geschat door middel van *Two-Stage Least Squares Regression (2SLS)*. Deze techniek is een uitbreiding van de *Ordinary Least Squares (OLS)*. Bij 2SLS worden instrumentele variabelen verwerkt in de regressie, waardoor rekening gehouden wordt met mogelijke endogeniteit in de relatie. Omdat endogeniteit bestaat in de relatie tussen corporate governance en ondernemingsprestaties, wordt deze methode gebruikt om de coëfficiënten te schatten. De twee controlevariabelen *ln(activa)* en *ln(leeftijd)* worden toegevoegd aan de regressie. De gehanteerde instrumentele variabelen zijn *Actieve CEO's in de raad van bestuur*, *CEO mandaat-leeftijd* en *Altman Z-score*.

	Industry- adjusted ROA	Industry- adjusted ROE	Winstmarge	Tobin's Q
CG_i	0,0005* (0,0003)	0,0005 (0,0006)	0,0001 (0,0002)	0,0395 (0,1481)
ln(activa)	-0,0011 (0,0010)	-0,0015 (0,0015)	0,0002 (0,0005)	-2,1107* (0,5026)
ln(leeftijd)	0,0008 (0,0024)	0,0039 (0,0040)	-0,0006 (0,0014)	-0,8596 (1,2704)
Constante	-0,0011 (0,0195)	-0,0024 (0,0328)	-0,0023 (0,0118)	44,3479 (10,2625)
Aantal waarnemingen (N)	285	285	285	285

* statistisch significant op 5% ** statistisch significant op 1%

Tabel 38: Relatie CG_i en ondernemingsprestaties

Uit bovenstaand onderzoek blijken zeer licht positieve relaties tussen de corporate governance index CG_i en de prestatie-indicatoren: industry-adjusted ROA (deze relatie is significant op 5%), industry-adjusted ROE, winstmarge en Tobin's Q. De coëfficiënten liggen hierbij zeer dicht bij nul.

	Industry- adjusted ROA	Industry- adjusted ROE	Winstmarge	Tobin's Q
RVB_i	0,0005 (0,0020)	-0,0010 (0,0038)	-0,0002 (0,0014)	0,6743 (1,0559)
BC_i	0,0015* (0,0007)	0,0020 (0,0013)	0,0004 (0,0005)	-0,1942 (0,3480)
ES_i	0,0084* (0,0041)	0,0198* (0,0082)	0,0072* (0,0031)	3,2142 (2,1917)
ln(activa)	-0,0011 (0,0009)	-0,0014 (0,0015)	0,0002 (0,0005)	-2,0750* (0,5034)
ln(leeftijd)	0,0011 (0,0024)	0,0043 (0,0040)	-0,0004 (0,0014)	-1,0638 (1,2808)
Constate	-0,0005 (0,0195)	-0,0054 (0,0327)	-0,0053 (0,0118)	120,0930 (46,3123)
Aantal waarnemingen (N)	285	285	285	285

* statistisch significant op 5% ** statistisch significant op 1%

Tabel 39: Relatie RVB_i, BC_i en ES_i én ondernemingsprestaties

Bij de drie deelindices wordt er over het algemeen een positieve relatie tussen de verschillende prestatie-indicatoren gevonden. Volgende relaties tussen de deelindices en de prestatie-indicatoren zijn statistisch significant op 5%:

- BC_i en industry-adjusted ROA (0,0015)
- ES_i en industry-adjusted ROA (0,0084)
- ES_i en industry-adjusted ROE (0,0198)
- ES_i en winstmarge (0,0072)

Opvallend zijn de zeer kleine coëfficiënten in Tabel 38 en Tabel 39. Er is dus een zeer kleine impact van corporate governance (en de verschillende corporate governance mechanismen) op de ondernemingsprestaties, ofwel is deze niet statistisch significant. Het kan bijgevolg nuttig zijn om het effect van de verschillende onafhankelijke variabelen op de vier prestatie-indicatoren te meten. Deze analyse wordt getoond in onderstaande tabellen. Net als hierboven wordt ook gebruik gemaakt van 2SLS.

Door de analyse van de relatie tussen afzonderlijke variabelen en de ondernemingsprestaties, kan een beeld gecreëerd worden van de impact van bepaalde kenmerken van de raad van bestuur, de bestuurscomités en de eigendomsstructuur op de ondernemingsprestaties. Volgende conclusies kunnen getrokken worden uit deze analyse.

	Industry- adjusted ROA	Industry- adjusted ROE	Winstmarge	Tobin's Q
Grootte	-0,0009 (0,0008)	0,0000 (0,0014)	0,0007 (0,0006)	0,6757 (0,4218)
Percentage niet-uitvoerende bestuurders	0,0250 (0,0194)	0,0257 (0,0350)	-0,0041 (0,0142)	-17,7490 (10,6438)
Percentage onafhankelijke bestuurders	-0,0353* (0,0163)	-0,0721* (0,0295)	0,0053 (0,0119)	-0,6561 (8,9357)
Percentage vrouwen	0,0203 (0,0216)	0,0428 (0,0398)	-0,0116 (0,0163)	18,1486 (11,8033)
CEO-dualiteit	-0,0470** (0,0115)	-0,0432* (0,0218)	-0,0053 (0,0093)	-8,6835 (6,3157)
Aantal vergaderingen	-0,0003 (0,0007)	-0,0008 (0,0012)	-0,0010* (0,0005)	-0,0427 (0,3717)
In(activa)	-0,0019 (0,0010)	0,0021 (0,0015)	0,0004 (0,0006)	-2,2927* (0,5351)
In(leeftijd)	0,0018 (0,0025)	-0,0046 (0,0040)	-0,0005 (0,0015)	0,7132 (1,3457)
Constante	0,0314 (0,0252)	0,0430 (0,0427)	0,0022 (0,0168)	55,7837 (13,8007)
Aantal waarnemingen (N)	268	268	268	268

Tabel 40: Relatie tussen raad van bestuur en ondernemingsprestaties

De grootte van de raad van bestuur heeft bijna geen invloed op de vier prestatie-indicatoren. Omdat deze relatie beter zichtbaar wordt, wordt in het vervolg van dit hoofdstuk nog gekeken welke grootte van de raad van bestuur wel bevorderlijk is voor de ondernemingsprestaties. Dit zal ook gebeuren voor twee andere kenmerken van de raad van bestuur, namelijk het aandeel aan onafhankelijke bestuurders en de vergaderfrequentie. Over het algemeen heeft de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders een negatieve impact op de ondernemingsprestaties. Het negatieve effect van onafhankelijke bestuurders op de industry-adjusted ROA en industry-adjusted ROE is statistisch significant op 5%. Welk aandeel onafhankelijke bestuurders wel positief is voor de ondernemingsprestaties, zal verder in dit hoofdstuk nog duidelijk worden. Hoe groter het percentage aan niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur, hoe gunstiger het effect op de industry-adjusted ROA en industry-adjusted ROE, maar deze relatie is niet significant.

De aanwezigheid van vrouwelijke bestuurders heeft een positief effect op de prestatie-indicatoren, exclusief op de winstmarge. Deze relaties zijn evenwel niet significant. De scheiding van de rollen van gedelegeerd bestuurder en voorzitter van de raad van bestuur heeft dan wel een duidelijk positief effect op de ondernemingsprestaties. CEO-dualiteit heeft dan weer een negatief effect op de ondernemingsprestaties. Wanneer de gedelegeerd bestuurder ook als voorzitter van de raad van bestuur fungeert heeft dit een negatieve impact op de vier prestatie-indicatoren. De relatie tussen CEO-dualiteit en de industry-adjusted ROA en de industry-adjusted ROE is significant op respectievelijk 1% en 5%. Het laatste kenmerk van de raad van bestuur, namelijk de vergaderfrequentie, heeft dan weer een negatieve impact op de ondernemingsprestaties. Welke vergaderfrequentie toch bijdraagt tot de ondernemingsprestaties, zal uit een verdere analyse nog blijken.

Bij het bekijken van de resultaten moet in het achterhoofd gehouden worden dat wanneer de relaties met Tobin's Q afwijkende resultaten geeft, dit kan zijn doordat financiële markten meer aanpassingstijd nodig hebben dan het boekjaar van de onderneming. Financiële markten werken meer op lange termijn, terwijl boekhoudkundige cijfers sneller veranderen.

De samenhang tussen de verschillende variabelen en ondernemingsprestaties is nu gekend, maar er is weinig informatie over de ideale grootte van de raad van bestuur, het aandeel van een bepaald aantal onafhankelijke bestuurders en de ideale vergaderfrequentie van een onderneming. Deze analyses worden getoond in de tabellen die terug te vinden zijn in bijlage 4.

Wanneer gekeken wordt naar welke grootte van de raad van bestuur optimaal is voor de verschillende prestatie-indicatoren, blijkt dat een raad van bestuur van twaalf leden het meest bevorderlijk is voor de industry-adjusted ROA, de industry-adjusted ROE en de winstmarge van de onderneming. Ondernemingen met een raad van bestuur van zes leden presteerden het minst goed in dit onderzoek. Deze resultaten zijn wel niet statistisch significant op 5%.

Onafhankelijke bestuurders hebben volgens Tabel 40 een negatief effect op de meeste prestatie-indicatoren. Toch zijn onafhankelijke bestuurders nodig in een onderneming. Of een bepaald aantal onafhankelijke bestuurders toch een meerwaarde heeft voor de ondernemingsprestaties, is daarom ook onderzocht. De meest significante samenhang is die tussen het aantal onafhankelijke

bestuurders en de winstmarge van een onderneming. Uit Tabel 40 bleek al dat de relatie tussen beiden positief is. Dit is ook duidelijk uit deze analyse. Een raad van bestuur van vijf en zeven onafhankelijke bestuurders heeft een negatief effect op de industry-adjusted ROA en industry-adjusted ROE. Wanneer een onderneming één onafhankelijke bestuurder heeft in de raad van bestuur heeft dit dan weer een groot positief effect op Tobin's Q, die ook statistisch significant is op 1%.

Welke invloed heeft het aantal vergaderingen van een raad van bestuur op de prestaties van een onderneming? Uit Tabel 40 blijkt dat over het algemeen de relatie negatief is. Wanneer dezelfde analyse wordt uitgevoerd dan bij de variabelen hierboven, worden volgende resultaten bekomen. Bij de samenhang tussen de vergaderfrequentie en de industry-adjusted ROA en industry-adjusted ROE blijkt dat een vergaderfrequentie met maximaal acht tot negen jaarlijkse vergaderingen de meest positieve impact heeft die prestatie-indicatoren. Ook wanneer gekeken wordt naar de winstmarge, blijkt dat ondernemingen met weinig jaarlijkse vergaderingen een betere winstmarge hebben. De conclusies in verband met de industry-adjusted ROA en industry-adjusted ROE zijn statistisch significant, de samenhang met de winstmarge dan weer niet.

	Industry- adjusted ROA	Industry- adjusted ROE	Winstmarge	Tobin's Q
Aanwezigheid	0,0235** (0,0074)	0,0298* (0,0147)	0,0093 (0,0055)	2,0618 (0,5076)
Grootte	0,0030** (0,0011)	0,0082 (0,0050)	0,0013 (0,0020)	1,7780 (1,6261)
Enkel niet- uitvoerende bestuurders	-0,0019 (0,0066)	-0,0019 (0,0308)	-0,0158 (0,0127)	1,2570 (10,8822)
Percentage onafhankelijke bestuurders	0,0096* (0,0046)	-0,0021 (0,0215)	0,0046 (0,0089)	8,8761 (7,3936)
ln(activa)	0,0002 (0,0002)	0,0003 (0,0014)	0,0004 (0,0006)	-2,4542* (0,5826)
ln(leeftijd)	-0,0003 (0,0007)	0,0028 (0,0036)	-0,0008 (0,0016)	-0,6990 (1,4787)
Constante	-0,0157 (0,0091)	-0,0378 (0,0436)	0,0078 (0,0185)	38,9049 (16,2917)
Aantal waarnemingen (N)	244	244	244	244

* statistisch significant op 5% ** statistisch significant op 1%

Tabel 41: Relatie tussen auditcomité en ondernemingsprestaties

Vervolgens wordt gekeken naar de relatie tussen de kenmerken van de verschillende bestuurscomités op de ondernemingsprestaties te beginnen met die van het auditcomité. De aanwezigheid van een auditcomité heeft een positief effect op de boekhoudkundige prestaties van een onderneming, waarvan zelfs een significante impact op de industry-adjusted ROA en de industry-adjusted ROE. Ook het aantal leden van het auditcomité is positief gerelateerd met de ondernemingsprestaties. Hierbij is de positieve impact van meer leden in het auditcomité op de industry-adjusted ROA statistisch significant op 1%. De aanwezigheid van enkel niet-uitvoerende bestuurders heeft dan weer een negatief effect op de ondernemingsprestaties. Wel is het belangrijk om onafhankelijke bestuurders te hebben binnen het auditcomité. Niet enkel is dit goed voor de werking, maar het heeft ook een positieve impact op de industry-adjusted ROA (statistisch significant op 5%), de winstmarge en Tobin's Q.

	Industry- adjusted ROA	Industry- adjusted ROE	Winstmarge	Tobin's Q
Aanwezigheid	0,0056 (0,0054)	0,0021 (0,0109)	0,0013 (0,0041)	3,1753 (2,8261)
Grootte	0,0017 (0,0012)	0,0040 (0,0052)	0,0006 (0,0017)	-2,2486 (1,7813)
Enkel niet- uitvoerende bestuurders	0,0093 (0,0118)	0,0189 (0,0538)	0,0180 (0,0190)	5,5302 (21,2906)
Percentage onafhankelijke bestuurders	-0,0045 (0,0052)	-0,0282 (0,0234)	-0,0056 (0,0081)	4,1149 (8,7958)
ln(activa)	0,0007 (0,0004)	0,0002 (0,0017)	0,0001 (0,0006)	-3,2902* (0,7345)
ln(leeftijd)	0,0000 (0,0010)	0,0044 (0,0045)	0,0007 (0,0016)	-0,8705 (1,8629)
Constante	-0,0130 (0,0141)	-0,0315 (0,0642)	-0,0130 (0,0226)	69,1822 (25,2303)
Aantal waarnemingen (N)	194	194	194	194

* statistisch significant op 5% ** statistisch significant op 1%

Tabel 42: Relatie tussen benoemingscomité en ondernemingsprestaties

De aanwezigheid van een benoemingscomité zorgt ook voor een positief effect op de ondernemingsprestaties. Niet-uitvoerende bestuurders hebben binnen het benoemingscomité een negatieve impact op de meeste prestatie-indicatoren, terwijl de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders het tegenover effect heeft. Geen enkele van deze relaties is statistisch significant.

	Industry- adjusted ROA	Industry- adjusted ROE	Winstmarge	Tobin's Q
Aanwezigheid	0,0158* (0,0064)	0,0162 (0,0121)	0,0116** (0,0045)	2,8748 (3,3831)
Grootte	0,0011 (0,0012)	0,0031 (0,0051)	0,0027 (0,0018)	-1,8844 (1,7269)
Enkel niet- uitvoerende bestuurders	0,0032 (0,0042)	0,0040 (0,0182)	-0,0014 (0,066)	2,3943 (6,2758)
Percentage onafhankelijke bestuurders	-0,0024 (0,0048)	-0,0257 (0,0212)	-0,0047 (0,0078)	4,9913 (7,6819)
In(activa)	0,0001 (0,0003)	0,0005 (0,0015)	0,0003 (0,0006)	-2,7770* (0,6179)
In(leeftijd)	-0,0004 (0,0008)	0,0021 (0,0037)	-0,0006 (0,0014)	-0,4896 (1,5047)
Constante	-0,0045 (0,0090)	-0,0102 (0,0397)	-0,0040 (0,0148)	58,8834 (14,8824)
Aantal waarnemingen (N)	236	236	236	236

* statistisch significant op 5% ** statistisch significant op 1%

Tabel 43: Relatie tussen remuneratiecomité en ondernemingsprestaties

Ten slotte heeft de aanwezigheid van een remuneratiecomité een positieve significante relatie met de industry-adjusted ROA en de winstmarge. Naar analogie met het benoemingscomité hebben niet-uitvoerende bestuurders een positief en onafhankelijke bestuurders dan weer een negatief effect op de ondernemingsprestaties, maar deze relaties zijn evenwel niet significant.

	Industry- adjusted ROA	Industry- adjusted ROE	Winstmarge	Tobin's Q
Eigen aandelen	0,0001 (0,0001)	0,0000 (0,0003)	0,0001 (0,0000)	-0,0502 (0,6984)
Grootste aandeelhouder	0,0001 (0,0001)	0,0005* (0,0002)	0,0001 (0,0001)	0,0776 (0,0594)
ln(activa)	-0,0009 (0,0010)	-0,0013 (0,0015)	0,0002 (0,0005)	-2,0943* (0,5034)
ln(leeftijd)	0,0003 (0,0024)	0,0036 (0,0040)	-0,0005 (0,0014)	-0,9378 (1,2611)
Constante	0,0096 (0,0189)	-0,0062 (0,0305)	-0,0032 (0,0109)	42,6387 (9,8716)
Aantal waarnemingen (N)	285	285	285	285

* statistisch significant op 5% ** statistisch significant op 1%

Tabel 44: Relatie tussen eigendomsstructuur en ondernemingsprestaties

De kenmerken van de eigendomsstructuur van een onderneming hebben dan weer weinig invloed op de ondernemingsprestaties. Over het algemeen hebben het aantal aandelen wat gehouden wordt door bestuurders, managers en werknemers van de onderneming en het percentage aandelen van de grootste aandeelhouder een zeer licht positief effect op de boekhoudkundige prestaties. De relatie tussen het aantal aandelen gehouden door de grootste aandeelhouder en die van de industry-adjusted ROE (0,0005) is statistisch significant op 5%, maar zoals hierboven vermeld is dit een verwaarloosbaar effect.

Endogeniteit

In de relatie tussen corporate governance en ondernemingsprestaties is sprake van endogeniteit. In dit deel zal gecontroleerd worden voor endogeniteit. Hierbij zullen de instrumenten (*Actieve CEO's in de raad van bestuur*, *CEO-mandaat-leeftijd* en *Altman Z-score*) gecontroleerd worden op hun relevantie met behulp van verschillende testen.

In het geval van de relatie tussen corporate governance en ondernemingsprestaties is er sprake van gelijktijdige causaliteit. Daarom zal gebruik gemaakt worden van de instrumentele variabele-methode. Hierbij wordt gekeken of de instrumenten zwak of sterk zijn. Dit wordt gedaan door

middel van kritische waarden voor zwakke instrumenten die besproken worden in Stock & Yogo (2004). Door middel van de code *ivreg2* met optie *ffirst* te gebruiken in STATA wordt een overzicht getoond van de relevantie van de instrumenten (Bascle, 2008).

Deze test geeft aan dat de F-waarde voor de instrumenten 3,26 is. Deze waarde is lager dan de kritische waarde van 9,08 (Stock & Yogo, 2004). Dit geeft aan dat de instrumenten zwak zijn.

Omdat de instrumenten zwak zijn, wordt vervolgens *ivreg2* met optie *fuller(4)* gevoerd. Stock & Yogo (2004) vinden dat de *FULL estimation* meer bestand is tegen zwakke instrumenten dan de *2SLS* schatting en goed presteert ingeval van meerdere zwakke instrumenten (Bascle, 2008).

Door deze test uit te voeren, blijkt dat de Cragg-Donald Wald F-statistiek 3,210 bedraagt, wat lager is dan kritische waarde van 7,90.

De gebruikte instrumenten zijn bijgevolg zwakke instrumenten, maar er moet nogmaals benadrukt worden dat het zoeken van goede en sterke instrumenten zeker geen eenvoudige opdracht is. Het vinden van zulke sterke instrumenten vergt veel tijd, ervaring en onderzoek.

Conclusie

Dit onderzoek vindt een licht positieve relatie tussen corporate governance en de boekhoudkundige prestatie-indicatoren. Ook de relatie tussen de drie indices, RVB_i , BC_i en ES_i , en deze prestatie-indicatoren is vooral positief. Van deze relaties zijn sommigen significant op 5%. De eigendomsstructuur heeft dan weer de grootste impact op de ondernemingsprestaties.

Wanneer de relatie van de variabelen afzonderlijk met de ondernemingsprestaties bekeken worden, wordt duidelijk dat de grootte van de raad van bestuur slechts een kleine impact heeft. Een raad van bestuur van twaalf bestuurders presteert vaak het beste. Onafhankelijke bestuurders hebben vooral een negatieve relatie met de ondernemingsprestaties, enkel op de winstmarge is deze relatie positief. De aanwezigheid van een bestuurscomité heeft een positief effect op de ondernemingsprestaties.

De afzonderlijke kenmerken van de eigendomsstructuur hebben weinig impact op de prestaties, terwijl ze samen wel sterker positief gerelateerd zijn aan de prestatie-indicatoren.

Hoofdstuk 5: Conclusie

5.1 Algemene conclusies

In de probleemstelling werd de vraag gesteld of corporate governance iets kan bijbrengen voor ondernemingen, buiten enkel het vermijden van frauduleuze zaken binnen een onderneming. De bedoeling van deze masterproef was onderzoek te doen naar de invloed van corporate governance (ofwel deugdelijk bestuur) op de prestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Hierbij werd gekeken naar zowel boekhoudkundige prestaties als naar de ondernemingswaarde (Tobin's Q). Daarnaast werd gekozen voor onderzoeksperiode van vijf jaar, namelijk van 2009 tot en met 2013.

Vooraleer onderzoek wordt gedaan naar de relatie van corporate governance en de ondernemingsprestaties, is het van belang om te weten wat corporate governance nu precies inhoudt. Het is een term die aanduidt hoe een onderneming goed, efficiënt en duurzaam bestuurd kan worden. Het belang van deugdelijk bestuur kan verklaard worden door verschillende theorieën. In deze masterproef wordt de focus gelegd op de *agency theory*, de *stakeholder theory* en de *stewardship theory*.

Door de scheiding van eigendom en controle ontstaan agency problemen. De manager (agent) streeft hierbij niet enkel de belangen van de aandeelhouders (principaal) na. De aandeelhouders zijn niet volledig in staat om dit te controleren. Om deze agency problemen te verhelpen, kan het nuttig zijn om bepaalde stappen in het beslissingsproces op te splitsen onder verschillende agenten. Zo is het in grotere ondernemingen efficiënt om *decision management* (de initiatie en implementatie van beslissingen) te scheiden van *decision control* (de keuze en de controle van beslissingen) (Fama & Jensen, 1983).

De *stakeholder theory* van Freeman (1984) suggereert dat een onderneming waarde kan creëren door sterke relaties op te bouwen met haar stakeholders. Het is één van de taken van de raad van bestuur om de soms conflicterende belangen van de stakeholders te balanceren. Dit komt de onderneming dan ten goede.

Ten slotte suggereert de *stewardship theory* dat wanneer het management de kans krijgt om op zelfstandige wijze te handelen, ze in het belang van de aandeelhouders zullen handelen. (Argyris, 1973).

In een onderneming zijn er verschillende corporate governance mechanismen die nuttig zijn in het oplossen van agency problemen of bij het helpen van diverse zaken. In deze masterproef kwamen twee grote corporate governance mechanismen aan bod, namelijk de raad van bestuur en haar bestuurscomités én de eigendomsstructuur van een onderneming. De raad van bestuur is het belangrijkste corporate governance mechanisme van een onderneming. Zo moet de raad van bestuur:

- het management controleren (*controlerol*)
- de onderneming linken met de omgeving (*netwerkrol*)
- de verschillende stakeholders coördineren (*coördinatierol*)
- strategieën uitzetten en het management begeleiden om haar doelstellingen te bereiken (*strategierol*)
- de onderneming de externe omgeving leren begrijpen (*onderhoudsrol*)
- het leidend management ondersteunen (*ondersteuningsrol*) (Hung, 1998)

Om dit te kunnen realiseren is het belangrijk dat de raad van bestuur op een goede en efficiënte manier is samengesteld. Allereerst wordt een onderscheid gemaakt tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Een uitvoerende bestuurder is iemand die uitvoerende taken vervult binnen de onderneming. Niet-uitvoerende bestuurders kunnen doordat ze een mindere persoonlijke relatie hebben met de raad van bestuur objectiever en onafhankelijker handelen. Volgens de *Code 2009*² moet minstens de helft van de raad van bestuur uit niet-uitvoerende bestuurders bestaan. Hiervan moet volgens diezelfde code drie onafhankelijke bestuurders zetelen in de raad van bestuur. Bestuurders zijn onafhankelijk wanneer zij aan de onafhankelijkheidscriteria uit het Wetboek van Venootschappen (artikel 526ter W.Venn) voldoen. Onafhankelijke bestuurders zijn nuttig in een raad van bestuur omdat zij kunnen zorgen voor een effectievere werking, waken over het vennootschapsbelang en zorgen voor een breder perspectief door hun expertise en ervaring. Daarnaast kunnen andere bestuurders gebruik maken van hun kennis.

Een andere onderdeel van de samenstelling van de raad van bestuur, namelijk genderdiversiteit, heeft de voorbije jaren veel aandacht gekregen in de media. Een nieuwe wet van 2011 verplicht beursgenoteerde ondernemingen om tegen 2017 minstens één derde vrouwen in hun raad van bestuur op te nemen. Kleinere ondernemingen hebben twee jaar langer tijd. De aanwezigheid van meer vrouwen in de raad van bestuur zorgt voor meer diversiteit en meer perspectieven.

Tenslotte is het begrip CEO-dualiteit eveneens een belangrijk onderwerp binnen de samenstelling van de raad van bestuur. Hierbij wordt verwezen naar de situatie waar één persoon zowel de rol van CEO als die van voorzitter van de raad van bestuur behelst. De *Code 2009* bepaalt dat deze functies gescheiden moeten worden. CEO-dualiteit kan de onafhankelijkheid van de raad van bestuur bedreigen, maar kan door de aanwezigheid van een sterk centraal leiderschap zorgen voor minder verwarring op gebied van macht en verantwoordelijkheid én een eenvoudiger besluitvorming.

Niet enkel de samenstelling speelt een rol in de effectiviteit van de raad van bestuur. Andere factoren zijn zeker ook nuttig om te bestuderen. Een raad van bestuur moet bijvoorbeeld groot genoeg zijn om enerzijds aan de wettelijke minimumvereisten te voldoen (twee leden voor een bvba, drie leden voor een nv) en anderzijds om voldoende divers te zijn in termen van ervaringen

² De *Code 2009* is een Belgische corporate governance code voor beursgenoteerde ondernemingen. Het is gebaseerd op het *comply or explain* principe. Wanneer een onderneming een bepaalde aanbeveling niet volgt, moet zij dit verantwoorden.

en vaardigheden. Daarentegen zorgt een te grote raad van bestuur voor inefficiëntie: er zijn hogere coördinatiekosten en de kans op *free rider* problemen stijgt.

Om effectief te kunnen functioneren, zijn bestuursvergaderingen een belangrijke bron. De vergaderfrequentie wordt bepaald door verschillende determinanten. Zo wordt de vergaderfrequentie bijvoorbeeld bepaald door of er wel of geen CEO-dualiteit aanwezig is, de grootte van de raad van bestuur en de onderneming, en het aandeel aan onafhankelijke bestuurders.

Andere factoren die een impact hebben op de effectiviteit van de raad van bestuur, zijn de hoogte van de bezoldiging van bestuurders, het aantal aandelen wat gehouden worden door bestuurders en de aanwezigheid van bestuurders in verschillende bestuurscomités.

De raad van bestuur richt voor specifieke zaken bestuurscomités op om haar bij te staan bij die materie. Over het algemeen gaat het over volgende drie comités: een audit-, benoemings- en remuneratiecomité. In de *Code 2009* staat beschreven dat een onderneming deze drie comités moet bevatten, tenzij zij bepaalde criteria voldoet. Deze criteria, beschreven in artikel 526bis en 526quater van het Wetboek van Vennootschappen, zeggen dat wanneer een onderneming aan ten minste twee van onderstaande criteria voldoet, niet verplicht is om een audit- of remuneratiecomité op te richten:

- gemiddeld aantal werknemers tijdens het boekjaar van minder dan 250 personen,
- balanstotaal van minder dan of gelijk aan 43 000 000 euro,
- jaarlijkse netto-omzet van minder dan of gelijk aan 50 000 000 euro.

Een auditcomité is behelst met de controle van het financiële verslaggevingsproces en moet erop toezien dat de systemen voor interne controle en risicobeheer doeltreffend zijn. In de *Code 2009* staat dat het enkel uit niet-uitvoerende bestuurders mag bestaan en waarbij minstens de helft hiervan onafhankelijk moet zijn. Dezelfde samenstellingsvereiste geldt voor een remuneratiecomité. Dit comité geeft voorstellen aan de raad van bestuur over de bezoldiging van niet-uitvoerende bestuurders en leden van het uitvoerend management. Ten slotte doet een benoemingscomité aanbevelingen over de benoeming van bestuurders, de CEO en andere leden van het uitvoerend comité. Door de juiste personen te benoemen kan het zorgen voor een verbeterde effectiviteit van de raad van bestuur. Een benoemingscomité moet volgens de *Code 2009* bestaan uit minstens de helft aan onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders.

Naast de raad van bestuur en haar bestuurscomités is de eigendomsstructuur ook een manier om agency problemen te reduceren. Een onderscheid wat hier gemaakt wordt is dat tussen geconcentreerd en verspreid aandeelhouderschap. Men spreekt van geconcentreerd aandeelhouderschap wanneer een aandeelhouder meer dan de helft van de aandelen bezit. Een grote aandeelhouder zorgt voor een verkleining van agency problemen, omdat hij groot belang heeft aan een goede controle van het management. Hij heeft immers veel geïnvesteerd in de onderneming en wil hier graag rendement op.

Nadat corporate governance en haar mechanismen zijn toegelicht, kan onderzoek gedaan worden naar de relatie tussen corporate governance en ondernemingsprestaties. Deze relatie wordt op twee manieren onderzocht. Ten eerste worden verschillende corporate governance indices gecreëerd. In deze masterproef komen vier indices voor: een algemene (CG_i) en drie deelindices (RVB_i , BC_i en ES_i). Het idee van het gebruiken van corporate governance indices komt voort uit de wetenschappelijke literatuur, waar verschillende onderzoekers indices gecreëerd hadden om corporate governance te meten. De belangrijkste zijn Gompers, Ishii & Metrick (2003) met hun GIM G-index), Brown & Caylor (2004) met hun Gov-Score, en Bebchuk, Cohen & Ferrell (2008) met hun BCF E-index. In deze masterproef worden verschillende criteria gehanteerd zodat waarbij een dummyvariabele de waarde "0" of "1" krijgt. Door deze verschillende variabelen op te tellen worden de indices verkregen, waarna de relatie tot de ondernemingsprestaties wordt onderzocht.

Hieruit blijkt dat corporate governance index (CG_i) een zeer lichte positieve en significant effect heeft op de industry-adjusted ROA. De index voor bestuurscomités (BC_i) heeft ook een positief significant effect op deze prestatie-indicator. Hiernaast heeft de eigendomsstructuur-index ES_i een positieve significante relatie met industry-adjusted ROA, industry-adjusted ROE en winstmarge van een onderneming.

Bhagat & Bolton (2008) bespreken dat bestaande indices faalden om corporate governance te meten. Een goede corporate governance is specifiek aan de context en hangt af van veel bedrijfskenmerken, die niet allemaal vevat kunnen worden in één index. Om een oplossing te bieden voor deze mogelijke problemen, wordt in deze masterproef ook de variabelen afzonderlijk geanalyseerd door middel van enkelvoudige regressies.

Uit deze analyses blijkt dat de grootte van de raad van bestuur een minieme positief effect heeft op de ondernemingsprestaties. Raden van bestuur met meer dan twaalf leden presteren het beste. Verder bestaat een significante negatieve relatie tussen de vergaderfrequentie van de raad van bestuur en de ondernemingsprestaties. Bestuursvergaderingen zijn noodzakelijk, maar de voordelen mogen de kosten niet overstijgen. Acht tot negen bestuursvergaderingen blijken het meest bevorderlijk voor de prestaties. Een hogere vergaderfrequentie is negatief voor de prestaties. Dit is consistent met het onderzoek van Vafeas (1999) die concludeerde dat ondernemingen met minder dan zeven bestuursvergaderingen het best presteren.

Wanneer gekeken wordt naar de samenstelling van de raad van bestuur heeft over het algemeen de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders een negatieve impact op de ondernemingsprestaties. Ook verschillende onderzoekers bevesteren dit. Zo vonden Bhagat & Black (2000) ook een negatieve relatie. Uit verdere analyses blijkt dat te veel onafhankelijke bestuurders niet bevorderlijk is voor de prestaties. Een raad van bestuur met slechts enkele bestuurders die onafhankelijk zijn volgens het Wetboek van Vennootschappen is dan weer wel beter voor de ondernemingsprestaties.

Het hele debat over meer genderdiversiteit binnen de raad van bestuur heeft voor een nieuwe wet (2011) gezorgd, waarbij beursgenoteerde ondernemingen verplicht zijn om de raad van bestuur te laten bestaan uit minstens één derde vrouwen. Dit onderzoek vindt een positieve relatie tussen het

aantal vrouwen in de raad van bestuur en de ondernemingsprestaties. Toch kan het hierbij nuttiger zijn om in verder onderzoek hierop terug te komen. Omdat de meeste ondernemingen de nieuwe quota nog niet gehaald hebben. Zij hebben immers tijd tot 2017 (of 2019 voor kleine ondernemingen). Een laatste onderdeel van de samenstelling van de raad van bestuur is CEO-dualiteit. Duaal leiderschap heeft een negatieve impact op de industry-adjusted ROE van een onderneming, maar is positief gerelateerd met andere prestatie-indicatoren.

Wanneer gekeken wordt naar de impact van bestuurscomités op de ondernemingsprestaties, kunnen volgende conclusies getrokken worden. De aanwezigheid van een auditcomité heeft significant positief effect op de boekhoudkundige prestatie-indicatoren. Hoe meer leden dit auditcomité telt, hoe gunstiger voor de ondernemingsprestaties, maar wanneer het comité enkel uit niet-uitvoerende bestuurders bestaat (wat beschreven staat in de Code (2009)), heeft dit wanneer een negatief effect op de ondernemingsprestaties. Daarnaast is het percentage aan onafhankelijke bestuurders positief gerelateerd aan industry-adjusted ROA (statistisch significant op 5%) en de winstmarge van een onderneming. Wanneer de raad van bestuur een benoemingscomité opricht, heeft dit een positief effect op de ondernemingsprestaties. De grootte en aandeel aan niet-uitvoerende bestuurders zijn veeleer positief aan de prestaties van een onderneming gerelateerd. Onafhankelijke bestuurders hebben daarentegen een negatief effect op het merendeel van de prestatie-indicatoren. Net zoals bij het auditcomité is de aanwezigheid van een remuneratiecomité significant positief gerelateerd met twee van de vier prestatie-indicatoren (industry-adjusted ROA en winstmarge). Over de kenmerken van het remuneratiecomité kan ongeveer hetzelfde geconcludeerd worden als bij die van het benoemingscomité. Een verklaring hiervoor is dat in veel ondernemingen de taken van het benoemings- en remuneratiecomité vervat zijn in één enkel comité.

Uit dit onderzoek blijkt ook dat de afzonderlijke variabelen van de eigendomsstructuur een kleine positieve invloed heeft op ondernemingsprestaties. De relatie tussen het aantal aandelen van de grootste aandeelhouder én de industry-adjusted ROE is als enige significant (0,0005).

Hieronder wordt geprobeerd een antwoord te formuleren op de twee deelvragen die voortkomen uit de centrale onderzoeksvraag.

Deelvraag 1: "Welke elementen uit de raad van bestuur en haar comités dragen bij tot een verbetering van de ondernemingsprestaties?"

Bij de eerste deelvraag werd gezocht welke kenmerken van de raad van bestuur en de bestuurscomités de ondernemingsprestaties bevorderen. Volgende significante relaties kwamen voort uit deze masterproef. De *Code 2009* beveelt aan dat een raad van bestuur drie onafhankelijke bestuurders moet bevatten. Een teveel aan onafhankelijke bestuurders is niet bevorderlijk voor het rendement op de activa (industry-adjusted ROA) en het rendement op het eigen vermogen (industry-adjusted ROE). Uit een verdere analyse blijkt dan weer dat de aanwezigheid aan onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur positief gerelateerd is aan de winstmarge van een onderneming. Vervolgens is het belangrijk dat de voordelen van het aantal

bestuursvergaderingen de kosten overstijgen om een positief effect te krijgen op de ondernemingsprestaties. Over het algemeen bestaat een negatieve relatie tussen de vergaderfrequentie en ondernemingsprestaties. De oprichting van een audit- en remuneratiecomité heeft ook een significante impact op de industry-adjusted ROA en winstmarge van een onderneming. Het is bijgevolg belangrijk dat de raad van bestuur advies verkrijgt gespecialiseerde personen met de juiste ervaring en expertise over belangrijke materie, zoals de controle van de financiële verslaggeving en de hoogte van de beloningen voor bestuurders en managers.

Deelvraag 2: "In welke mate speelt de eigendomsstructuur een rol op de ondernemingsprestaties?"

De index van de eigendomsstructuur (ES_i) is positief gerelateerd met de boekhoudkundige prestatie-indicatoren. Deze relatie is ook significant op 5%. Wanneer naar de variabelen afzonderlijk gekeken wordt, blijkt dat enkel de hoogte van de aandelen gehouden door grootste aandeelhouder licht positief en significant gerelateerd is aan de industry-adjusted ROE van een onderneming.

Als besluit kan gesteld worden dat corporate governance kan bijdragen tot betere ondernemingsprestaties. Op de industry-adjusted ROA heeft de eigen corporate governance index CG_i een lichte positieve significante impact. Verschillende aparte kenmerken van corporate governance hebben ook positief effect op de prestaties van een onderneming, anderen hebben dan weer een negatieve impact. Afsluiten wil ik doen met volgende quote van Rose (2011): "good corporate governance is firm-specific and often based on qualities, such as corporate culture, that are not readily quantifiable and so are difficult or impossible to reduce to a set of metrics" (p. 11). Corporate governance is verschillend voor elke onderneming en bijgevolg is het moeilijk om te concluderen dat bepaalde kenmerken van deugdelijk bestuur voor elke onderneming positief is voor de ondernemingsprestaties.

5.2 Discussie

In dit onderzoek werd de relatie tussen corporate governance en ondernemingsprestaties onderzocht bij Belgische beursgenoteerde ondernemingen tussen 2009 en 2013. Het kan wenselijk zijn om deze populatie in verder onderzoek te verbreden. Door niet-beursgenoteerde ondernemingen te analyseren, kunnen eventueel nieuwe inzichten verworven worden die ook implicaties hebben op de corporate governance van beursgenoteerde ondernemingen. Het kan hiernaast nuttig zijn om ondernemingen van dezelfde sectoren met elkaar te vergelijken om zo eventuele consistente resultaten te verkrijgen waardoor bepaalde relaties met behulp van sectorgegevens te verklaren.

Corporate governance is tevens een breed concept dat niet enkel op één land van toepassing is. Een soortgelijk onderzoek in andere landen kan zorgen voor duidelijkere relaties tussen verschillende kenmerken van corporate governance en ondernemingsprestaties. Hierbij kan dan ook een vergelijking worden gemaakt tussen verschillende corporate governance modellen, zoals het *insider* en *outsider* systeem.

Van de huidige populatie van 156 Belgische beursgenoteerde ondernemingen werden 85 ondernemingen geselecteerd. Ondernemingen waarvoor geen up-to-date corporate governance en financiële informatie te vinden was, werden uit de steekproef gesloten. Dit zorgt voor een beperking van het onderzoek, omdat het niet zeker is dat gevonden conclusies doorgetrokken kunnen worden naar de rest van de populatie.

Vervolgens kan op vlak van genderdiversiteit verder onderzoek gedaan worden doordat het een redelijk actueel thema is. Ondernemingen hebben tot 2017 (of 2019 voor kleinere ondernemingen) de tijd om de quota van minstens één derde vrouwen in de raad van bestuur te halen. Het lijkt daarom wenselijk om over enkele jaren onderzoek te doen naar de impact van die quota op de ondernemingsprestaties. Ondernemingen zitten nu in een overgangsfase op het gebied van genderdiversiteit. In Noorwegen concludeerden onderzoekers dat de impact van vrouwen in de raad van bestuur op dit moment nog onduidelijk is. Het wordt afwachten en voer voor toekomstig onderzoek om uit te zoeken wat de impact van de nieuwe bestuursquota is in België. Hierbij kan ook onderzoek verricht worden naar genderhiërarchie. Ook al zorgen de nieuwe quota voor meer vrouwen in de raden van bestuur, toch moet ook gekeken worden of vrouwen ook topfuncties, zoals CEO of voorzitter van de raad van bestuur, gaan bekleden in ondernemingen.

Zoals enkele keren aangehaald hangt de invulling van een goede corporate governance af van onderneming tot onderneming. Ook wanneer de *Code 2009* tot op de letter gevolgd wordt, is het mogelijk dat de onderneming toch niet goed of efficiënt bestuurd wordt. De focus in dit onderzoek ligt op de financiële impact van corporate governance. Verder onderzoek zou corporate governance vanuit andere perspectieven kunnen bekijken, zoals vanuit het oogpunt van het management of van aandeelhouders.

Een andere concept waarmee rekening gehouden moest worden, was de endogeniteit van de relatie tussen corporate governance en ondernemingsprestaties. In deze masterproef is door het

gebruik van instrumentele variabelen geprobeerd om het endogeen probleem te controleren. Uit testen bleek dat deze instrumenten niet sterk waren, dus een volledige eliminatie van het probleem werd niet behaald. Het gebruik van sterke instrumenten kan het endogeen probleem verkleinen, maar dit vergt veel tijd, ervaring en expertise in de materie. Dit is iets wat onderzocht kan worden in de toekomst.

Lijst van geraadpleegde werken

- Al-Najjar, B. (2012). The determinants of the frequency of board meetings: Evidence from categorical analysis [Elektronische versie]. *Journal of Applied Accounting Research*, 13(2), 178-190.
- Altman, E.I. (1968). Financial ratios, discriminates analysis, and the prediction of corporate bankruptcy [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 23, 589-609.
- Argyris, C. (1958). The Organization: What Makes It Healthy? [Elektronische versie]. *Harvard Business Review*, 36, 107-116.
- Bascle, G. (2008). Controlling for endogeneity with instrumental variables in strategic management research. *Strategic Organization*, 6(3), 285-327.
- Baysinger, B.D., & Butler, H.N. (1985). Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition [Elektronische versie]. *Journal of Law, Economics & Organization*, 1, 101-124.
- Bhagat, S., & Black, B. (2000). The non-correlation between board independence and long-term firm performance [Elektronische versie]. *Journal of Corporation Law*, 27, 231-273.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257-273.
- Bhagat, S., & Carey, D. C., & Elson, C. M. (1998). Director Ownership, Corporate Performance, and Management Turnover [Elektronische versie]. *Business Lawyer*, 3, 885-919.
- Black, B.S., Jang, H., & Kim, W. (2005). Does Corporate Governance Predict Firm's Market Values? Evidence from Korea [Elektronische versie]. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 22(2), 366-413.
- Bolton, B.J. (2014). Audit Committee Performance: Ownership vs. Independence – Did SOX Get it Wrong? [Elektronische versie]. *Accounting & Finance*, 54(1), 83-112.
- Boumosleh, A., & Cline, B. (2007). Director Compensation and Analysts' Forecast [Elektronische versie].
- Boyd, B. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 16, 301-312.
- Brammer, S., Millington, A., & Pavelin, S. (2007). Gender and ethnic diversity among UK corporate boards [Elektronische versie]. *Corporate Governance*, 15(2), 393-403.
- Brown, I., Steen, A., & Foreman, J. (2009). Corporate governance: Lessons from the financial crisis [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 17(5), 546-558.
- Bruno, V., & Claessens, S. (2010). Corporate governance and regulation: Can there be too much of a good thing? [Elektronische versie]. *Journal of Financial Intermediation*, 19 (4), 461-482.

Cadbury, A. (2002). Corporate governance and chairmanship: A personal view. Oxford, England: Oxford University Press.

Campbell, K., & Miguez-Vera, A. (2008). Gender diversity in the boardroom and firm financial performance [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 83, 435-451.

Carli, L., & Eagly, H. (2001). Gender, Hierarchy, and Leadership: An Introduction [Elektronische versie]. *Journal of Social Issues*, 57(4), 629-636.

Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity and firm value [Elektronische versie]. *The Financial Review*, 38, 44-53.

Commissie Corporate governance voor beursgenoteerde ondernemingen (2009). *Code 2009*.

Opgevraagd op 13 juli, 2014, via

http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/code_2009/default.aspx.

Canyon, M., & He, L. (2004). Compensation committees and CEO compensation incentives in US entrepreneurial firms [Elektronische versie]. *Journal of Management Accounting Research*, 16, 35-56.

Dale-Olsen, H., Schøne, P., & Verner, M. (2012). Women on Boards of Directors and Firm Performance: Evidence from Denmark and Norway [Elektronische versie]. *Emerald Group Publishing Limited*, 29, 211-234.

Dalton, C.M., & Dalton, D. (2005). Boards of directors: utilizing empirical evidence in developing practical prescriptions [Elektronische versie]. *British Journal of Management*, 16(1), 91-97.

Dehaene, A., De Vuyst, V., & Ooghe, H. (2001). Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies [Elektronische versie]. *Long Range Planning*, 34, 3, 383-398.

Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and the theory of the firm [Elektronische versie]. *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.

Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). *Stewardship theory* or agency theory: CEO governance and shareholder returns [Elektronische versie]. *Australian Journal of Management*, 16, 49-64.

Earley, P. C., & Mosakowski, E.M. (2000). Creating hybrid team cultures: An empirical test of international team functioning [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 43, 26-49.

Finkelstein, S. & D'Aveni, R.A. (1994). CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Board of Directors handle Entrenchment Avoidance and Unity of Command [Elektronische versie]. *The Academy of Management Journal*, 37 (5), 1079-1108.

Freeman, R.E. (1994). The Politics of Stakeholder Theory [Elektronische versie]. *Business Ethics Quarterly*, 4, 409-421.

Gillan, S.L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.

- Gillan, S.L., Hartzell, J.C., & Starks, L.T. (2003). Industries, Investment Opportunities, and Corporate Governance Structures [Elektronische versie].
- Gilson, R.J. and Kraakman, R. (1991). Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors [Elektronische versie]. *Stanford Law Review*, 43, 863-906.
- Goodstein, G., Gautam, K., & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 15, 241-250.
- Guberna & VBO (2013). Board Insights: Goed bestuur in beursgenoteerde ondernemingen.
- Hart, O. (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford: Oxford University Press.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards [Elektronische versie]. *Scholarly Research and Theory Papers*, 6(2), 101-111.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jiraporn, P., Manohar, S., & Lee, C.I. (2009). Ineffective corporate governance: Director busyness and board committee memberships [Elektronische versie]. *Journal of Banking & Finance*, 33, 819-828.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunnelling [Elektronische versie]. *American Economic Review Papers and Proceeding*, 90(2), 22-27.
- Khan, T. (2008). The theoretical framework behind internet financial reporting [Elektronische versie]. *International Journal of Accounting Information Science and Leadership*, 1, 80-95.
- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure [Elektronische versie]. *Journal of Law and Economics*, 41, 275-303.
- Klein, A. (2006). Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management [Elektronische versie]. *Law and Economics Research Paper*, 6, 1-42.
- Krause, R., & Semadeni, M. (2013). Apprentice, departure, and demotion: An examination of the three types of CEO-board chair separation [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 56, 805-826.
- Linn, S. C., & Park, D. (2005). Outside director compensation policy and the investment opportunity set [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 11, 680-715.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance [Elektronische versie]. *Business Lawyer*, 48(1), 59-77.

- Maher M., & Andersson, T. (2002). Corporate governance : effects on firm performance and economic growth [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 18, 66-102.
- Mehran, H. (1995). Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-184.
- Morek, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth [Elektronische versie]. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720.
- OECD Principles of Corporate Governance (2004)
- Palepu, K.G., Healy, P.M., & Peek, E. (2010). Business Analysis and Valuation IFRS edition, 2, 208-209).
- Roberts, J., McNulty, T., & Stiles, P. (2005). Beyond Agency Conceptions of the Work of the Non-Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom [Elektronische versie]. *British Journal of Management*, 16, 5-26.
- Ruigrok, W., Peck, S., Tacheva, S., Greve, P., & Hu, Y. (2006). The Determinants and Effects of Board Nomination Committees [Elektronische versie]. *Journal of Management Governance*, 10, 119-148.
- Schultz, E.L., Tan, D.T., & Walsch, K.D. (2010). Endogeneity and the corporate governance – performance relation. *Australian Journal of Management*, 35(2), 145-163.
- Shen, W. (2005). Improve Board Effectiveness: the Need for Incentives [Elektronische versie]. *British Journal of Management*, 16, 81-89.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control [Elektronische versie]. *Journal of Political Economy*, 94, 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Singh, H., & Harianto, F. (1989). Management-board relationships, take-over risks, and the adoption of golden parachutes [Elektronische versie]. *Academy of management Journal*, 32, 7-24.
- Singh, V. (2007). Ethnic diversity on top corporate board: a resource dependency perspective [Elektronische versie]. *International Journal of Human Resources Management*, 18(12), 2128-2146.
- Singh, V., & Vinnicombe, S. (2004). Why so few women directors in top UK boardrooms? Evidence and theoretical explanations [Elektronische versie]. *Corporate Governance*, 12(4), 479-489.
- Singh. H., & Harianto, F. (1989). Management-Board relationships, Take-over Risks, and the Adoption of Golden Parachutes [Elektronische versie]. *Academy of management Journal*, 32(1), 7-24.

- Stein, J.C. (1989). Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior [Elektronische versie]. *The Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 655-669.
- Stephenson, C. (2004). Leveraging diversity to maximum advantage: the business case for appointing more women to boards [Elektronische versie]. *Ivey Business Journal*, 5, 4-9.
- Stock, J.H., & Yogo, M. (2004). Testing for Weak Instruments in Linear IV Regression [Elektronische versie]. *Working Paper, Department of Economics, Harvard University, Cambridge, MA*.
- Stulz, R.M. (1988). On takeover resistance, managerial discretion, and shareholder wealth [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 53, 113-142.
- van der Walt, N., & Ingle, C. (2003). Board Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 218-234.
- Wintoki, M.B., Linck, J.S., & Netter, J.M. (2010). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *CELS 2009 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies*.
- Williams, K.Y., & O'Reilly, C.A. (1998). The complexity of diversity: A review of forty years of research [Elektronische versie]. Research on managing in groups and teams [Elektronische versie]. *Research in organizational behavior*, 20, 77-140.
- Zahra, S.A., & Pearce, J.A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model [Elektronische versie]. *Journal of Management*, 15, 291-334.
- Zheka, V. (2006). Does Corporate Governance Causally Predict Firm Performance? Panel Data and Instrumental Variables Evidence [Elektronische versie]. *2nd Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper*.

Lijst van bijlagen

Bijlage 1: Onafhankelijkheidscriteria volgens Code 2009

Alle onafhankelijke bestuurders die met toepassing van het Wetboek van Vennootschappen worden aangesteld, voldoen aan de volgende criteria (artikel 526ter W.Venn.):

- 1) Gedurende een tijdvak van vijf jaar voorafgaand aan zijn benoeming, noch in de vennootschap, noch in een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11 W.Venn., een mandaat van uitvoerend lid van het bestuursorgaan of een functie van lid van het directiecomité of van persoon belast met het dagelijks bestuur hebben uitgeoefend;
- 2) Niet meer dan drie opeenvolgende mandaten als niet-uitvoerend bestuurder in de raad van bestuur hebben uitgeoefend, zonder dat dit tijdvak langer mag zijn dan twaalf jaar;
- 3) Gedurende een tijdvak van drie jaar voorafgaand aan zijn benoeming, geen deel hebben uitgemaakt van het leidinggevend personeel in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11 W.Venn.;
- 4) Geen vergoeding of ander belangrijk voordeel van vermogensrechtelijke aard ontvangen of hebben ontvangen van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11 W.Venn., buiten de tantièmes en de vergoeding die hij eventueel ontvangt of heeft ontvangen als niet-uitvoerend lid van het bestuursorgaan of lid van het toezichthoudende orgaan;
- 5) (a) Geen maatschappelijke rechten bezitten die een tiende of meer vertegenwoordigen van het kapitaal, van het maatschappelijk fonds of van een categorie aandelen van de vennootschap;
(b) indien hij maatschappelijke rechten bezit die een quotum van minder dan 10 % vertegenwoordigen:
 - mogen die maatschappelijke rechten samen met de maatschappelijke rechten die in dezelfde vennootschap worden aangehouden door vennoetschappen waarover de onafhankelijk bestuurder controle heeft, geen tiende bereiken van het kapitaal, van het maatschappelijk fonds of van een categorie aandelen van de vennootschap; of
 - mogen de daden van beschikking over die aandelen of de uitoefening van de daaraan verbonden rechten niet onderworpen zijn aan overeenkomsten of aan eenzijdige verbintenissen die het onafhankelijk lid van het bestuursorgaan heeft aangegaan;(c) In geen geval een aandeelhouder vertegenwoordigen die onder de voorwaarden valt van dit punt 5).

- 6) Geen significante zakelijke relatie hebben of in het voorbije boekjaar hebben gehad met de vennootschap of met een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11 W.Venn., noch rechtstreeks noch als vennoot, aandeelhouder, lid van het bestuursorgaan of lid van het leidinggevend personeel in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, van een vennootschap of persoon die een dergelijke relatie onderhoudt;
- 7) In de voorbije drie jaar geen vennoot of werknemer zijn geweest van de huidige of vorige externe auditor van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon in de zin van artikel 11 W.Venn.;
- 8) Geen uitvoerend lid zijn van het bestuursorgaan van een andere vennootschap waarin een uitvoerend bestuurder van de vennootschap zetelt in de hoedanigheid van een niet-uitvoerend lid van het bestuursorgaan of als lid van het toezichthoudende orgaan, en geen andere belangrijke banden hebben met uitvoerende bestuurders van de vennootschap uit hoofde van functies bij andere vennootschappen of organen;
- 9) Geen echtgenoot, wettelijk samenwonende partner of bloed- of aanverwanten tot de tweede graad hebben die in de vennootschap of in een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11 W.Venn., een mandaat van lid van het bestuursorgaan, lid van het directiecomité, persoon belast met het dagelijks bestuur of lid van het leidinggevend personeel, in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, uitoefenen, of die zich in een van de andere in de punten 1) tot 8) beschreven gevallen bevinden.

Ongeacht bovenstaande bepaling zullen onafhankelijke bestuurders die overeenkomstig artikel 524, §4 W.Venn. vóór de inwerkingtreding van artikel 526ter W.Venn. (8 januari 2009) werden benoemd, onafhankelijk blijven tot zij worden herbenoemd of uiterlijk tot 1 juli 2011.

Alle andere onafhankelijke bestuurders in de zin van deze Code nemen de criteria in acht zoals hierboven beschreven in bovenstaande bepaling.

Bijlage 2: 24 bepalingen van GIM G-index

25. Gespreid bestuur: een raad waarin bestuurders zijn onderverdeeld in aparte klassen (meestal drie) met elke klasse verkozen met overlappende voorwaarden. Het een belangrijke verdediging tegen verwijdering.
26. Beperking tot wijziging van de statuten: een bepaling die het vermogen van de aandeelhouders limiteert door meerderheid van stemmen om de statuten te wijzigen.
27. Beperking tot wijziging van het charter: een bepaling die het vermogen van de aandeelhouders limiteert door meerderheid van stemmen tot wijziging van het charter.
28. Super-meerderheid om een fusie goed te keuren: de eis dat men meer dan een meerderheid van de aandeelhouders nodig heeft om een fusie goed te keuren.
29. Gouden parachute: een ontslagvergoeding die voordelen biedt voor leden van het management / bestuur in geval van ontslag, degradatie of ontslag naar aanleiding van een wijziging in de zeggenschap.
30. *Poison pill*: een aandeelhoudersrecht dat wordt geactiveerd in het geval van een niet-toegestane wijziging in het zeggenschap die de doelvennootschap financieel onaantrekkelijk maakt of de stemrechten van de verkrijger verdund.
31. Beperking op speciale bijeenkomst: een bepaling die het vermogen van de aandeelhouders limiteert om te vragen naar een speciale vergadering (in tegenstelling tot het wachten op de regelmatig geplande aandeelhoudersvergadering).
32. Beperking op schriftelijke toestemming: een bepaling die het vermogen van de aandeelhouders limiteert om te handelen via schriftelijke toestemming (in tegenstelling tot het werken via een stemming op de algemene vergadering van aandeelhouders).
33. Afschaffing van cumulatieve stemming: een bepaling waardoor het vermogen van de aandeelhouders limiteert om hun stemmen te verdelen in een verkiezing.
34. Geheime stemming: een stelsysteem dat ervoor zorgt dat het management niet kijkt naar individuele proxy kaarten.
35. Vrijwaring van de directie: een handvest of statutaire bepaling die de bestuurders vrijwaren tegen bepaalde juridische kosten en oordelen ten gevolge van hun gedrag.
36. Contract voor vrijwaring van de directie: een contract voor bovenstaande

37. Beperkte bestuurdersaansprakelijkheid: een bepaling dat de persoonlijke aansprakelijkheid van de bestuurders beperkt.
38. Compensatie: een plan dat de voordelen versnelt in het geval van een wijziging in de zeggenschap.
39. Verbrekingsovereenkomst: een contract dat leidinggevenden enige bescherming voor hun inkomen verzekert in geval van verlies van hun posities.
40. Ongelijke stemrecht: een voorziening waarmee de stemrechten veranderen op basis van bepaalde voorwaarden.
41. Blanco cheque preferente aandelen: aandelen die, met toestemming, de RvB ruime beoordelingsvrijheid geeft bij het vaststellen van de stem-, dividend-, en andere rechten.
42. Eerlijke prijseisen: de eis dat eenieder aan alle aandeelhouders een "eerlijke prijs" betaald, meestal de hoogste prijs voorafgaand aan een openbaar bod wordt gedaan.
43. Cash-out wet: een bepaling dat aandeelhouders in staat stelt om te verkopen aan een controlerende aandeelhouder, meestal op de hoogste prijs.
44. Directeur taken: een bepaling dat de RvB toelaat om belangen van niet-aandeelhouders in de beoordeling van een mogelijke verandering in de controle te overwegen.
45. Bedrijfscombinatiewet: een wet die het vermogen van een overnemende partij om bepaalde transacties uit te voeren met het overgenomen bedrijf beperkt.
46. Antigreenmail voorziening: een voorziening die een entiteit voorkomt in het verwerven van voorraad in een bedrijf en terug te verkopen tegen een hogere prijs.
47. Pensioenparachute: bepalingen die het vermogen van een verkrijger beperken van het gebruik van overtollige geld in een pensioenregeling om een overname te financieren.
48. Zilveren parachute: een ontslagvergoeding die voordelen biedt voor een groot aantal werknemers in geval van ontslag, degradatie of ontslag naar aanleiding van een wijziging in de zeggenschap.

Bijlage 3: lijst ondernemingen in steekproef

1	4ENERGY INVEST
2	AANNEMINGSMAATSCHAPPIJ CFE
3	ABLYNX
4	ABO-GROUP ENVIRONMENT
5	ACKERMANS & VAN HAAREN
6	AGFA GEVAERT
7	ANHEUSER-BUSCH INBEV
8	ASCENSIO
9	ATENOR
10	BANIMMO
11	BARCO
12	BEKAERT
13	BELGACOM
14	BELRECA
15	BELUGA
16	BPOST
17	BUSINESS SOLUTIONS BUILDERS-INTERNATIONAL
18	CAMPINE N.V.
19	CARDIO3 BIOSCIENCES
20	CIMESCAUT
21	COLRUYT
22	COMPAGNIE DU BOIS SAUVAGE
23	COMPAGNIE FINANCIERE DU NEUFCOUR
24	COMPAGNIE IMMOBILIERE DE BELGIQUE
25	COMPAGNIE MARITIME BELGE
26	CONNECT GROUP
27	DECEUNINCK
28	DELHAIZE
29	D'IETEREN
30	ECKERT & ZIEGLER BEBIG
31	ECONOCOM GROUP
32	ELIA
33	EMAKINA

34	EURONAV
35	EVADIX
36	EVS BROADCAST
37	EXMAR
38	FLORIDIENNE
39	FLUXYS
40	GALAPAGOS
41	GIMV
42	GREENYARD FOODS
43	GROUP BRUSSEL LAMBERT
44	HAMON & CIE (INTERNATIONAL)
45	HANZEVAST CARISBROOKE SHIPPING
46	JENSEN
47	KBC GROUP
48	KEYWARE TECHNOLOGIES
49	KINEPOLIS GROUP
50	MDXHEALTH
51	MELEXIS
52	MOBISTAR
53	MOURY CONSTRUCT
54	NEWTON 21 EUROPE
55	NYRSTAR
56	OPTION
57	PARADISIO
58	PERSONALIZED NURSING SERVICES
59	PICANOL
60	QUEST FOR GROWTH
61	REALDOLMEN
62	RECTICEL
63	RENTABILIWEB GROUP
64	RESILUX
65	ROSIER
66	ROULARTA
67	SABCA

68	SAPEC
69	SIEON
70	SIPEF
71	SOFINA
72	SOFTIMAT
73	SOLVAY
74	SPECTOR PHOTO GROUP
75	SVK
76	TESSENDERLO CHEMIE
77	TEXAF
78	THENERGO
79	THINK-MEDIA
80	THROMBOGENICS
81	TIGENIX
82	TRANSICS
83	UMICORE
84	VAN DE VELDE
85	ZETES

Bijlage 4: Analyses afzonderlijke variabelen en ondernemingsprestaties met aandacht voor de verdeling van de variabelen

Groote raad van bestuur	Industry-adjusted ROA	Industry-adjusted ROE	Winstmarge	Tobin's Q
4	-0,0018	0,0255	-0,0115	0,5749
5	-0,0001	0,0360	0,0024	1,2816
6	-0,0118	0,0063	0,0014	8,7480
7	-0,0019	0,0214	0,0061	-0,8337
8	0,0019	0,0335	0,0110	-0,0451
9	-0,0041	0,0379	0,0013	1,8321
10	0,0027	0,0344	0,0096	-0,1260
11	-0,0107	0,0344	0,0143	-0,3713
12	0,0079	0,0514	0,0144	-0,2862
13	0,0025	0,0393	0,0080	-0,2324
14	0,0053	0,0493	0,0083	-0,7185
15	0,0022	0,0427	0,0099	-0,4582
16	0,0017	0,0341	0,0038	-0,7866
18	0,0017	0,0266	0,0129	-0,4775
20	0,0022	0,0415	0,0009	-0,7862
21	0,0034	0,0270	0,0112	-0,8778
22	0,0006	0,0365	-0,0013	-0,7020
24	0,0029	0,0322	0,0111	-0,9035

Tabel 46: Groote raad van bestuur en ondernemingsprestaties

Onafhankelijke bestuurders	Industry-adjusted ROA	Industry-adjusted ROE	Winstmarge	Tobin's Q
1	-0,0267	0,0137	0,0090	32,2752*
2	0,0043	0,0075	0,0232*	-2,1480
3	0,0062	0,0128	0,0245*	-1,0109
4	0,0064	0,0144	0,0223*	-0,5400
5	-0,0023	-0,0114	0,0254*	0,6440
6	0,0042	0,0238	0,0301*	-0,5782
7	-0,0393*	-0,0297	0,0120	-1,1361
8	0,0089	0,0164	0,0287*	-1,6503
9	0,0059	0,0170	0,0203	-1,4321
11	0,0058	0,0083	0,0301	-1,1548
12	0,0080	0,0151	0,0332*	-1,5184

* statistisch significant op 5% ** statistisch significant op 1%

Tabel 47: Onafhankelijke bestuurders en ondernemingsprestaties

Vergader- frequentie	Industry- adjusted ROA	Industry- adjusted ROE	Winstmarge	Tobin's Q
3	0,1096	0,1041	-0,0076	-2,6440
4	0,1109	0,1042	-0,0001	-2,1599
5	0,1171	0,1115	0,0139	-1,9971
6	0,1170	0,1138	0,0089	-2,0352
7	0,1184	0,1184	0,1026	-2,0935
8	0,1145	0,1162	0,0050	-1,2595
9	0,1135	0,0913	0,0042	-1,7465
10	0,0884	0,0788	-0,0007	5,1594
11	0,0994	0,1075	-0,0680	-2,4660
12	0,1134	0,1003	0,1079	-1,4813
13	0,1056	0,0828	0,0002	-2,4567
14	0,1095	0,0849	-0,0029	-2,0262
15	-0,0570	0,1014	-0,0310	166,0000
16	0,1067	0,0805	0,0019	-2,1813
17	0,1121	0,0978	0,0027	-1,2455
18	0,0799	0,0129	0,0025	-1,7598
20	0,0904	-0,0958	0,0080	-1,0001
22	0,1155	0,0882	-0,0004	-2,4383
25	0,1142	0,0862	-0,0829	-2,6817
26	0,1137	0,0983	0,0050	-1,4976

Tabel 48: Vergaderfrequentie en ondernemingsprestaties

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Corporate governance en ondernemingsprestaties

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

Jaar: **2015**

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,

Peeters, Bart

Datum: **3/06/2015**