

# Woord vooraf

Deze masterproef kadert in de voltooiing van de opleiding master in de bedrijfseconomische wetenschappen - handelsingenieur in accountancy & finance aan de Universiteit Hasselt einde academiejaar 2016. Hiermee wordt een vijfjarige opleiding afgesloten.

Uit alle mogelijke onderwerpen, kreeg het onderwerp van deze masterproef mijn voorkeur. Niet alleen maakt dit onderwerp een onderdeel uit van het bredere corporate governance verhaal, waarin eenduidige conclusies omtrent dit onderwerp nog niet bereikt waren. Zo bood dit de mogelijkheid om voor Belgische beursgenoteerde bedrijven een eenduidige conclusie te kunnen trekken omtrent hun algehele samenstelling van de raad van bestuur. Daarnaast wekte dit onderwerp interesse op omdat ik met de gedachte speel om eventueel later, na het behalen van de titel van bedrijfsrevisor, mijzelf kandidaat te stellen voor een bestuursfunctie.

Bij deze wil ik ook van de mogelijkheid gebruik maken om mijn promotor, Prof. dr. Wim Voordeckers, te bedanken voor de nodige ondersteuning bij de uitwerking van deze masterproef. Zowel zijn adviezen als kritische bemerkingen waren erg nuttig. Ook wil ik hem bedanken voor het beschikbaar stellen van enkele literatuurwerken waar ik zelf geen toegang tot had.

Tenslotte wil ik ook nog mijn ouders en vriend bedanken voor hun steun gedurende deze vijfjarige opleiding. Dankzij hen was ik gemotiveerd om aan deze opleiding te starten, alsook deze succesvol af te ronden.

*Celine Conings*  
*Maasmechelen, 20 mei 2016*



# Samenvatting

Deze masterproef gaat na welke de determinanten zijn die de algehele samenstelling van de raad van bestuur beïnvloeden. Deze algehele samenstelling van de raad van bestuur omschrijft drie componenten. De eerste component is de grootte van de raad van bestuur, het aantal bestuursleden die zetelen in de raad van bestuur. De tweede component is de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Deze geeft weer of er al dan niet CEO duality aanwezig is. De laatste component omvat de samenstelling van de raad van bestuur. Deze component geeft de verhouding weer van het aantal interne en externe bestuurders in de raad van bestuur. Het meet zo haar onafhankelijkheid.

De bepaling van de determinanten die de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur beïnvloeden, verliep op basis van een literatuurstudie. Hierin werden er drie belangrijke hypothesen naar voren geschoven die een effect hebben op de algehele samenstelling van de raad van bestuur. De eerste is de scope of operations hypothese. Deze stelt dat de algehele samenstelling van de raad van bestuur afhankelijk is van de omvang en de complexiteit van de onderneming en haar bedrijfsprocessen. De tweede hypothese, namelijk de monitoring hypothese, stelt dat de algehele samenstelling van de raad van bestuur een afweging vormt van de controlekosten en -voordelen binnen een bedrijf. Tenslotte stelt de negotiation hypothese dat de algehele samenstelling van de raad van bestuur een uitkomst is van de machtsinvloed van de CEO en de beperkingen op deze machtsinvloed. Daar het onderzoeksdoel van deze masterproef bestaat uit het bepalen van de determinanten die de drie samenstellingscomponenten bepalen van de raad van bestuur voor Belgische beursgenoteerde bedrijven, wordt er ook onderzocht of familiebedrijven al dan niet een effect hebben op deze drie samenstellingscomponenten. Dit aangezien er in België veel familiebedrijven voorkomen.

De drie vermelde hypothesen, alsook het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is, worden empirisch getest. Voor deze empirische toepassing wordt er gebruik gemaakt van unbalanced paneldata van een onderzoekseenheid bestaande uit 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven actief overheen de jaren 2009-2014. In totaal vertegenwoordigt de onderzoekseenheid 33 verschillende industrieën. Overheidsbedrijven, financiële instellingen en holdings werden wel buiten beschouwing gelaten. Voor deze onderzoekseenheid wordt er dan een empirisch onderzoek gevoerd op basis van panelregressies, zoals onder andere multivariate en binaire logistische panelregressies alsook system GMM regressies.

Op basis van de empirische onderzoeksresultaten blijkt dat de grootte van de raad van bestuur voornamelijk bepaald wordt door de scope of operations hypothese en het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is. Zo zal de raad van bestuur uit meer leden bestaan indien de bedrijfscomplexiteit toeneemt, door de omvang en diversificatie van het bedrijf, en indien het bedrijf een familiebedrijf is. Ook de monitoring en negotiation hypothesen verklaren nog een deel van de variatie in de grootte van de raad van bestuur. Zo zal een uitbreiding van de raad van bestuur ook gebeuren indien de CEO ouder wordt, om zo zijn opvolgingsproces in goede banen te leiden. Daarentegen zullen de aanwezigheid van blokaandeelhouders en managerial ownership resulteren in een kleinere raad van bestuur. Dit negatieve effect wordt tenslotte ook bereikt indien de CEO zijn loopbaan binnen het bedrijf vordert en hij reeds bewezen heeft dat die extra controle die gepaard gaat met een grotere raad van bestuur niet nodig is.

Wat de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur betreft, tonen de empirische onderzoeksresultaten aan dat deze voornamelijk beïnvloed wordt door de familiale structuur binnen een familiebedrijf alsook door de monitoring hypothese. De kans op CEO duality ligt hoger binnen familiebedrijven waarin de eerste generatie familieleden nog actief is of de oprichter de rol van CEO vervult. Daarnaast zal deze kans ook toenemen indien er blokaandeelhouders aanwezig zijn binnen het bedrijf of indien de CEO ook aandelen in handen heeft. Ook de scope of operations en negotiation hypothesen verklaren nog enige variatie in de leiderschapsstructuur van de raad van

bestuur. Zo zal de kans op CEO duality dalen naarmate bedrijven groter en complexer worden. Deze kans zal daarentegen stijgen naarmate de onderhandelingsmacht van de CEO toeneemt.

Voor de samenstelling van de raad van bestuur, blijkt uit de empirische onderzoeksresultaten dat de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen alsook de familiale aanwezigheid ongeveer een even groot effect hebben op de raad van bestuur. Zo zal de onafhankelijkheid van de raad van bestuur toenemen naarmate bedrijven groter worden alsook wanneer er blokaandeelhouders aanwezig zijn. De raad van bestuur zal daarentegen minder onafhankelijk zijn indien de onderhandelingsmacht van de CEO toeneemt en de oprichter van het familiebedrijf nog actief is als CEO.

# Inhoudsopgave

Woord vooraf .....	I
Samenvatting .....	III
Hoofdstuk 1: Probleemstelling .....	1
1.1 De raad van bestuur .....	1
1.2 De taken van de raad van bestuur .....	1
1.3 De rollen van de raad van bestuur .....	1
1.4 De optimale samenstelling van de raad van bestuur .....	3
1.5 Conclusie .....	4
Hoofdstuk 2: Onderzoeksopzet .....	5
2.1 Onderzoeksdoel .....	5
2.2 Centrale onderzoeksvraag .....	5
2.3 Deelvragen .....	5
2.4 Aanpak van de literatuurstudie .....	6
Hoofdstuk 3: Grootte van de raad van bestuur .....	7
3.1 Scope of operations hypothese .....	7
3.2 Monitoring hypothese .....	9
3.3 Negotiation hypothese .....	12
3.4 Familiebedrijven .....	14
3.5 Algemene conclusie .....	15
Hoofdstuk 4: Leiderschapsstructuur van de raad van bestuur .....	17
4.1 Scope of operations hypothese .....	18
4.2 Monitoring hypothese .....	20
4.3 Negotiation hypothese .....	24
4.4 Familiebedrijven .....	25
4.5 Algemene conclusie .....	27
Hoofdstuk 5: Samenstelling van de raad van bestuur .....	29
5.1 Scope of operations hypothese .....	29
5.2 Monitoring hypothese .....	34
5.3 Negotiation hypothese .....	39
5.4 Familiebedrijven .....	41
5.5 Algemene conclusie .....	43
Hoofdstuk 6: Empirisch onderzoek .....	45
6.1 Onderzoekseenheid .....	45
6.2 Dataverzameling .....	45
6.3 Meting van de componenten van de algehele samenstelling van de raad van bestuur .....	46

6.4 Onderzoeksmodellen .....	48
6.5 Empirische onderzoeksaanpak .....	48
6.6 Controle van de voorveronderstellingen .....	49
Hoofdstuk 7: Empirie .....	51
7.1 Beschrijvende data.....	51
7.2 Onderzoekresultaten.....	55
7.2.1 Grootte van de raad van bestuur .....	55
7.2.2 Leiderschapsstructuur van de raad van bestuur.....	59
7.2.3 Samenstelling van de raad van bestuur .....	62
7.3 Robuustheidstesten .....	65
7.3.1 Proxy variabelen.....	66
7.3.2 GMM regressies.....	67
7.3.2.1 Grootte van de raad van bestuur .....	68
7.3.2.2 Leiderschapsstructuur van de raad van bestuur .....	70
7.3.2.3 Samenstelling van de raad van bestuur .....	72
Hoofdstuk 8: Conclusie .....	75
8.1 Onderzoekresultaten.....	75
8.1.1 Grootte van de raad van bestuur .....	75
8.1.2 Leiderschapsstructuur van de raad van bestuur.....	77
8.1.3 Samenstelling van de raad van bestuur.....	78
8.2 Algemene theoretische implicaties.....	80
8.2.1 Scope of operations hypothese.....	80
8.2.2 Monitoring hypothese.....	81
8.2.3 Negotiation hypothese .....	82
8.2.4 Familiebedrijven.....	83
8.3 Praktische implicaties .....	84
8.4 Kritische bemerkingen en suggesties voor verder onderzoek .....	86
Lijst van de geraadpleegde werken.....	89
Bijlagen .....	99
Bijlage 1: Variabelenlijst.....	99
Bijlage 2: Beschrijvende data.....	103
Bijlage 3: Overzichtstabellen.....	110
Bijlage 4: Robuustheidstest .....	112

# Hoofdstuk 1: Probleemstelling

De algehele samenstelling van de raden van bestuur, en welke de determinanten hiervan zijn, maken het onderwerp uit van een grote discussie binnen de corporate governance. In de Belgische Corporate Governance Code (2009) staat corporate governance beschreven als het brede geheel van een reeks principes, bepalingen en richtlijnen die stellen hoe vennootschappen bestuurd en gecontroleerd moeten worden om waardecreatie op lange termijn te garanderen. Het algehele doel van corporate governance is het waarborgen van de belangen van de aandeelhouders van een bedrijf, alsook alle andere belanghebbenden (Commissie Corporate Governance, 2009). Om dit te bereiken, steunt corporate governance op vier pijlers, namelijk eerlijkheid, onafhankelijkheid, transparantie en verantwoordelijkheid (Kibirige, 2013). De raad van bestuur van een bedrijf speelt een belangrijke rol in het helpen realiseren van deze vier pijlers.

## 1.1 De raad van bestuur

De raad van bestuur van een bedrijf is een bestuursorgaan bestaande uit enkele leden, die wettelijk gezien verkozen worden door de aandeelhouders van een bedrijf. Dit vermeldt artikel 518 van het Wetboek Vennootschappen (2014). De leden van de raad van bestuur, vaak verkozen omwille van hun expertise, vaardigheden en kennis, beheren het bedrijf daar zij de uiteindelijke beslissingsbevoegdheid hebben. De leden zijn niet betrokken bij de dagdagelijkse bedrijfsactiviteiten, maar kunnen door deze uiteindelijke beslissingsbevoegdheid volgens artikel 527 Wetboek Vennootschappen (2014) wel aansprakelijk gesteld worden voor de gevolgen die voortkomen uit het bedrijfsbeleid, de bedrijfsactiviteiten en eventuele nalatigheden.

## 1.2 De taken van de raad van bestuur

Corporate governance stelt dat het de algehele taak van de raad van bestuur is om een onderneming te voorzien van een deugdelijk bestuur. De raad van bestuur moet dus volgens de Belgische Corporate Governance Code (2009) handelen in het belang van de onderneming en haar aandeelhouders. Volgens *Business Roundtable*, een associatie van Amerikaanse CEO's, is de raad van bestuur verantwoordelijk voor vijf principiële taken (1990, in Linck, Netter, & Yang, 2008). Ten eerste is het de raad van bestuur die het topmanagement van het bedrijf selecteert, evalueert en vervangt indien hier nood aan is. Hiernaast bepalen ze ook de managementcompensaties en werken ze aan het opvolgingsplan van een manager. Hun tweede taak is het nazien en goedkeuren van de financiële doelstellingen, bedrijfsstrategieën en bedrijfsplannen. De raad van bestuur heeft namelijk een adviserende bevoegdheid ten opzichte van het topmanagement. Vervolgens zijn ze bevoegd om gepaste kandidaten voor het zetelen in de raad van bestuur te selecteren en aan te raden aan de aandeelhouders. Hierbij hoort ook nog het evalueren van het werk en de prestaties van de raad van bestuur. De laatste principiële taak van de raad van bestuur is het houden van toezicht op het feit dat alles binnen het bedrijf verloopt in overeenkomst met de van toepassing zijnde wetten en regulaties. Volgens Finkelstein, Hambrick en Cannella (2009) worden de taken van de raad van bestuur zo echter normatief weergegeven en beschrijft men deze taken beter in functie van de rollen van de bestuursleden, vertrekkende vanuit theoretische perspectieven.

## 1.3 De rollen van de raad van bestuur

Volgens Huse (2005), en eerder ook al vermeld door Hung (1988), vervult de raad van bestuur zes rollen, waarbij elke rol verklaard wordt door een ander theoretisch perspectief.

De eerste rol die de raad van bestuur vervult, en ook de meest gekende rol, is de controlerol. Deze wordt verklaard via de agency theorie van Fama en Jensen (1983). De agency theorie stelt dat er belangenconflicten bestaan tussen de aandeelhouders en de managers van een bedrijf, omwille van de scheiding tussen eigendom van het bedrijf en besluitvorming binnen het bedrijf alsook doordat de belangen van de managers en de aandeelhouders niet altijd in één lijn lopen. Omwille van informatieasymmetrie kunnen de managers private voordelen naar hun toe trekken, ten nadele van de aandeelhouders (Fama & Jensen, 1983). De raad van bestuur, die handelt in de belangen van de aandeelhouders en de onderneming, doet daarom dienst als controleorgaan en volgt de

managers hun beleid op om te verzekeren dat zij handelen in het belang van de vennootschap en niet in hun eigen belang (Huse, 2005).

De tweede bestuursrol is deze van het netwerken, verklaard door de resource dependence theorie van Pfeffer (1972). Deze theorie beschouwt de raad van bestuur als een administratief orgaan dat het bedrijf linkt met haar omgeving (Huse, 2005). Zo handelen de bestuursleden als externe agenten die de organisatie vertegenwoordigen naar de buitenwereld toe (Pfeffer, 1972). De bestuursleden stellen het bedrijf in staat belangrijke bronnen te verkrijgen van de omgeving omwille van hun connecties en reputatie, reduceren zo het bedrijf haar afhankelijkheid ten opzichte van externe stakeholders en bieden bescherming tegen externe bedreigingen. Dit kan volgens Hung (1988) door interlocking bestuurders. Een interlock is een sociale relatie gecreëerd tussen twee bedrijven doordat beiden dezelfde persoon in hun raad van bestuur hebben zetelen. Deze netwerkrol wordt volgens Westphal (1999) ook verklaard door de social network theorie. De leden van de raad van bestuur worden omwille van hun professionele en sociale connecties in de zakenwereld geacht een netwerkfunctie te bieden via hun lidmaatschap in de sociale elite alsook de bedrijfselite (D'Aveni, 1990).

Vervolgens heeft de raad van bestuur ook een coördinerende rol, verklaard door de stakeholder theorie. Deze theorie stelt dat er vele groepen zijn in de maatschappij, naast de werknemers en aandeelhouders, voor wie het bedrijf verantwoordelijk is (Hung, 1998). Het is dan ook de taak van de raad van bestuur rekening te houden met de belangen van de maatschappij als geheel, en niet enkel met die van de aandeelhouders, door te onderhandelen met de stakeholders in het belang van de onderneming. Hiervoor moet het bedrijf dus een bepaalde richting vooropstellen. Een voorbeeld is een farmaceutisch bedrijf dat dierentesten verbiedt. Brenner en Cochran (1991, in Hung, 1998) kaderen deze rol in het identificeren en vaststellen van morele en filosofische richtlijnen voor het management. De focus ligt dus op maatschappelijk verantwoord ondernemen.

De vierde bestuursrol is de adviesrol, verklaard door de managerial hegemony theorie van Mace (1971, in Huse, 2005). Deze stelt dat de primaire rol van de raad van bestuur het geven van advies is aan het management van het bedrijf, en ze verder het management alle strategische beslissingen moet laten nemen. De bestuursleden moeten dus eerder passief dan actief handelen, daar zij niet instaan voor het dagelijkse bestuur van de organisatie maar enkel het toezicht erop (Finkelstein et al., 2009). Volgens Mace (1971, in Hung, 1998) ontstaat deze ondersteunende rol door het feit dat bestuursleden geen beslissingen kunnen nemen onafhankelijk van het management en vaak te weinig kennis hebben om effectieve beslissingen te nemen. De adviesrol wordt ook ondersteund door het resource-based perspectief (Barney, 1991). Deze stelt dat de bestuursleden een goede ondersteuning kunnen bieden aan het management omwille van hun competenties, professionele en persoonlijke kwaliteiten.

De vijfde rol is de strategische rol, verklaard door de stewardship theorie. Deze veronderstelt dat managers beschouwd moeten worden als goede stewards, dit betekent dat je er van uit gaat dat ze hun job goed willen uitvoeren (Donaldson, 1990). De raad van bestuur moet dan enkel betrokken worden bij het nazien van de strategieformulering en -implementatie en moet het management in de juiste richting sturen om de bedrijfsdoelen te verwezenlijken (Hillman & Dalziel, 2003).

De laatste rol van de raad van bestuur is de onderhoudsrol, verklaard door de institutionele theorie. Deze theorie analyseert de impact van druk buiten de raad van bestuur die de acties en grenzen van de raad beperken. De theorie stelt volgens Ingram en Simons (1995) dat organisaties beperkt worden door sociale regels en vanzelfsprekende conventies volgen die hun handelingen bepalen. De onderhoudsrol is een respons tot de institutionele druk waarvoor inzicht in de externe omgeving vereist is. De raad van bestuur moet dus handelen conform de normen en sociale regels die gelden in de maatschappij, om steun en legitimiteit te verwerven (Hung, 1998).

Finkelstein et al. (2009) vatten deze theoretische perspectieven samen in twee brede bestuursrollen. In de eerste rol vervullen de bestuursleden een netwerkfunctie, ook wel de servicefunctie genoemd, wat zorgt voor waardevolle informatie en brontoegankelijkheid (2003, in Finkelstein et al., 2009). In de tweede rol vervullen de bestuursleden eerder een administratieve



en interne controlerol (2007, in Finkelstein et al., 2009). In de literatuur spreekt men echter vaak van de controlerende bestuursfunctie en de adviserende bestuursfunctie (Raheja, 2005). De controlefunctie bestaat er uit het management hun bestuursbeslissingen goed op te volgen en bescherming te bieden tegen acties tegenstrijdig met het belang van de onderneming (Linck et al., 2008). Deze functie is volgens Zahra en Pearce (1989) de meest kritische bestuursfunctie. De adviserende functie daarnaast omvat het helpen van het management in het maken van goede beslissingen omtrent de bedrijfsstrategie en de bedrijfsacties (Linck et al., 2008). Om die twee primaire functies tot een goed einde te kunnen brengen, beschouw je de algehele samenstelling van de raad van bestuur dus als een functie van de kosten en voordelen die gepaard gaan met controle en adviesverschaffing, gegeven de bedrijfskenmerken en de corporate governance mechanismen (Linck et al., 2008). Dit bevestigen ook Boone, Field, Karpoff en Raheja (2007).

## **1.4 De optimale samenstelling van de raad van bestuur**

Binnen de bedrijfswereld streeft men naar een verbetering van de corporate governance, in het belang van de aandeelhouders (Boone et al., 2007). Een manier om deze corporate governance te verbeteren, meldt de Belgische Corporate Governance Code (2009), is door optimalisatie van de samenstelling van de raad van bestuur. Dit aangezien, volgens Fama en Jensen (1983), de juiste samenstelling van de raad van bestuur beschouwd kan worden als een effectief controlemechanisme. Zo zal een optimale samenstelling, die kan leiden tot een efficiënte uitvoering van de controlefunctie (Daily et al., 1999), de agency problemen die er bestaan tussen de managers en aandeelhouders wegwerken of toch reduceren. Volgens de Belgische Corporate Governance Code (2009) moet de raad van bestuur namelijk de beslissingen en handelingen van het topmanagement opvolgen en controleren of deze in lijn lopen met de belangen van de aandeelhouders. Dit kan echter alleen maar indien de raad van bestuur objectief en grotendeels onafhankelijk van het topmanagement het dagelijks bestuur evalueert, een onderwerp waarover er veel discussie bestaat in de corporate governance literatuur (Zahra & Pearce, 1989). Zo bestaat de raad van bestuur onder andere uit interne bestuursleden, zijnde werknemers van het bedrijf (Finkelstein et al., 2009). Fama en Jensen (1983) stellen dat de interne bestuurders echter loyaal zijn ten opzichte van de CEO, ten koste van de aandeelhouders, daar zij door hun tewerkstelling bij het bedrijf het topmanagement niet kritisch zullen controleren en evalueren.

Een gekend praktijkvoorbeeld met enorme economische en maatschappelijke gevolgen, waarin een slechte samenstelling van de raad van bestuur een rol speelde, is het Enronschandaal. Door de samenstelling van de niet-onafhankelijke raad van bestuur kon deze niet dienst doen als controlemechanisme om de corporate governance te versterken, waardoor de fraudeplegers van het bedrijf gewoon hun gang konden blijven gaan (Pruijm, 2003). Een optimale samenstelling van de raad van bestuur kan dit soort problemen echter reduceren of zelfs voorkomen (Fama & Jensen, 1983). De bedrijfswereld is zich er dan ook van bewust dat de samenstelling van de raad van bestuur optimaal hervormd moet worden, vandaar dat de kernideeën van onder andere Fama en Jensen (1983) in enkele richtlijnen hieromtrent zijn gegoten en opgenomen in *The Codes of Best Practice of Corporate Governance* (2003, in Boone et al., 2007). Voor België specifiek bestaat er de Belgische Corporate Governance Code (Commissie Corporate Governance, 2009).

Ondanks het belang van de optimale samenstelling van de raad van bestuur als versterkingsmechanisme van corporate governance, blijkt die optimale samenstelling in de praktijk helemaal niet zo evident. De samenstelling van de raad van bestuur is niet volledig gereguleerd, er bestaan bijvoorbeeld wel wettelijke vereisten over het minimum aantal leden dat een raad van bestuur moet tellen in het Wetboek Vennootschappen (2014), maar deze regulering vertelt je onder andere niet het exacte aantal bestuursleden of welke de maximale grootte van de raad van bestuur mag zijn.

Ook financiële economen weten niet precies welke de drijvende krachten zijn van de samenstelling van de raad van bestuur zodat zij haar rollen optimaal kan vervullen. De financiële economen slagen er niet in grondige of consistente conclusies hieromtrent te bereiken (Boone et al., 2007). Bij het beschouwen van voorgaande onderzoeken naar de determinanten van de samenstelling van de raad van bestuur, blijken er wel enkele factoren gedetecteerd te zijn die deze

samenstelling beïnvloeden. Die determinanten worden grotendeels door Boone et al. (2007) en Linck et al. (2008) samengevat in drie hypothesen, namelijk de scope of operations hypothese, monitoring hypothese en negotiation hypothese. Kort samengevat stellen deze hypothesen het volgende. De scope of operations hypothese stelt dat de samenstelling van de raad van bestuur afhankelijk is van de omvang en de complexiteit van de onderneming en haar bedrijfsprocessen. De monitoring hypothese stelt dat de samenstelling van de raad van bestuur afhankelijk is van de controlekosten en de potentiële private voordelen die het topmanagement zich kan toe-eigenen. De negotiation hypothese stelt tenslotte dat de samenstelling van de raad van bestuur een uitkomst is van de machtsinvloed van de CEO en de beperkingen op deze machtsinvloed.

## **1.5 Conclusie**

Er bestaat dus nog geen gemeenschappelijke theorie over hoe de samenstelling van de raad van bestuur er idealiter uit moet zien. Zo zijn de verschillende reeds gevoerde wetenschappelijke onderzoeken niet allemaal consistent en leiden de individuele geschatte modellen soms tot verschillende interpretaties van het effect van de determinanten op de samenstelling van de raad van bestuur (Dalton et al., 1998). Dit bevestigden ook Boone et al. (2007) en Linck et al. (2008) enkele jaren geleden nog. Dit komt onder andere doordat de onderzoekers in de praktijk geen consistente definitie gebruiken van 'de samenstelling van de raad van bestuur' (Daily et al., 1999). Een voorbeeld hiervan is het onderzoek dat Prevost, Rao en Hossain in 2002 voerden, enkel rekening houdende met maar één samenstellingscomponent van de raad van bestuur, namelijk de verhouding tussen het aantal interne ten opzichte van het aantal externe bestuursleden. Boone et al. (2007) daarentegen werkten in hun onderzoek met twee samenstellingscomponenten van de raad van bestuur. Ze beschouwden de grootte-component die het aantal bestuursleden telt en de samenstellingscomponent die de verhouding interne ten opzichte van externe bestuursleden van de raad van bestuur weergeeft. Dit terwijl andere onderzoekers zoals Linck et al. (2008) rekening hielden met de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur, namelijk de samenstelling, de leiderschapsstructuur en de grootte van de raad van bestuur. Een andere reden voor de inconsistente conclusies omtrent de algehele samenstelling van de raad van bestuur is dat de opgenomen verklarende variabelen soms anderen dingen meten dan oorspronkelijk bedoeld. Zo gebruiken verschillende onderzoekers verschillende proxies om de determinanten te meten (Daily et al., 1999).

Het bepalen van de relevante determinanten van de optimale samenstelling van de raad van bestuur is dus nog steeds een maatschappelijk en economisch relevant onderwerp. Verder onderzoek naar deze samenstelling van de raad van bestuur verbetert niet alleen het inzicht in de determinanten die er een invloed op hebben, wat een consistentere theorie hieromtrent biedt. Het helpt ook de optimale samenstelling van de raad van bestuur te bepalen, hoe de raad van bestuur idealiter samengesteld moet worden om haar rollen goed uit te voeren. Dit leidt volgens corporate governance tot een deugdelijk bestuur van de onderneming. Indien dit deugdelijk bestuur gerealiseerd wordt, zal ook het algehele corporate governance doel haalbaar zijn. Dit is een waardecreatie op lange termijn, zowel voor de aandeelhouders als alle andere belanghebbenden (Corporate Governance Commissie, 2009).

## Hoofdstuk 2: Onderzoekopzet

Op basis van de probleemstelling, wordt het onderzoeksdoel van deze masterproef opgesteld. Ook kan zo de centrale onderzoeksvraag verder opgesplitst worden in drie deelvragen. Tenslotte wordt ook nog de aanpak van de literatuurstudie besproken.

### 2.1 Onderzoeksdoel

Het doel van deze masterproef is het onderzoeken welke determinanten de algehele samenstelling van de raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde bedrijven bepalen. De focus ligt op Belgische beursgenoteerde bedrijven, daar de vereiste gegevens voor het onderzoek in deze context makkelijk beschikbaar zijn. Bovendien kan er zo nagegaan worden of de drie vooropgestelde hypothesen uit voorgaande onderzoeken, namelijk scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen, van toepassing zijn in de Belgische bedrijfsomgeving daar deze hypothesen vooral reeds getoetst zijn in de Amerikaanse bedrijfsomgeving. De Amerikaanse bedrijfsomgeving verschilt namelijk aanzienlijk van de Belgische, daar er in Amerika al veel meer aandacht besteed werd aan de samenstelling van de raden van bestuur met invoering van de SOX-wetgeving in 2002. De SOX-wetgeving stelt strenge vereisten op omtrent de samenstelling van de raad van bestuur om de onafhankelijkheid te optimaliseren. Zo vereist de SOX-wetgeving bijvoorbeeld al sinds 2002 de strikte scheiding tussen de CEO- en de voorzitterspositie van de raad van bestuur (Linck, Netter, & Yang, 2009). In België bestaat een gelijkaardige regelgeving, deze werd wel pas in de Belgische Corporate Governance Code 2009 ingevoerd en bestond nog niet in haar voorganger, namelijk de Belgische Corporate Governance Code 2004 (Commissie Corporate Governance, 2009).

### 2.2 Centrale onderzoeksvraag

De centrale onderzoeksvraag van deze masterproef luidt: "Welke zijn de determinanten die de samenstelling van de raden van bestuur bepalen in Belgische beursgenoteerde bedrijven?". Daar de samenstelling van de raden van bestuur zeer breed gedefinieerd is, hanteren we de opsplitsing die hieromtrent in de literatuur gebruikt wordt.

Finkelstein et al. (2009) stellen dat de algehele samenstelling van de raad van bestuur opgesplitst wordt in twee delen. Enerzijds de 'structuur van de raad van bestuur', waartoe de grootte en leiderschapsstructuur behoren. Anderzijds de 'samenstelling van de raad van bestuur', wat betrekking heeft op de verhouding interne vs externe bestuurders, en zo de onafhankelijkheid van de raad van bestuur vertegenwoordigt. In het verdere verloop van deze masterproef wordt de samenstelling van de raad van bestuur dan ook besproken op basis van haar drie componenten.

### 2.3 Deelvragen

Aangezien de centrale onderzoeksvraag zeer breed is, wordt deze opgesplitst in drie deelvragen die elk een verschillende component van de algehele samenstelling van de raad van bestuur behandelen:

1. "Welke zijn de determinanten die de grootte van de raden van bestuur bepalen in Belgische beursgenoteerde bedrijven?"

2. "Welke zijn de determinanten die de leiderschapsstructuur van de raden van bestuur bepalen in Belgische beursgenoteerde bedrijven?"

3. "Welke zijn de determinanten die de samenstelling van de raden van bestuur bepalen in Belgische beursgenoteerde bedrijven?"

Via deze drie deelvragen wordt er nagegaan welke determinanten een invloed hebben op de grootte, leiderschapsstructuur en samenstelling van de raden van bestuur in Belgische beursgenoteerde bedrijven. De deelvragen worden uitgewerkt via de drie reeds vermelde hypothesen in de probleemstelling, namelijk de scope of operations, monitoring en negotiation

hypothesen (Boone et al., 2007). Deze drie hypothesen worden namelijk geacht een invloed te hebben op de algehele samenstelling van de raad van bestuur. Het doel van deze masterproef is dan ook om na te gaan of deze hypothesen ook de drie specifieke samenstellingscomponenten van de raad van bestuur beïnvloeden.

Finkelstein et al. (2009) hebben ook onderzoek gevoerd naar de determinanten die de algehele samenstelling van de raad van bestuur bepalen. Zij deden dit echter niet op basis van de scope of operations, monitoring en negotiation hypothese. Dit in tegenstelling tot vele andere onderzoekers, zoals onder andere Boone et al. (2007) en Linck et al. (2008). Volgens Finkelstein et al. (2009) valt de algehele samenstelling van de raad van bestuur te verklaren door contextuele condities, de omstandigheden waarin een bedrijf opereert. Deze contextuele condities kan je verklaren op basis van drie elementen: critical contingencies, institutionele krachten en agency condities. De critical contingencies zijn kritieke onvoorziene omstandigheden of noden die een bedrijf ervaart. Finkelstein et al. (2009) beschrijven drie soorten critical contingencies, namelijk de omgevingsonzekerheid, de bedrijfsstrategie en de bedrijfsprestaties. Vervolgens beïnvloeden ook de institutionele krachten de algehele samenstelling van de raad van bestuur. Deze kan je volgens Finkelstein et al. (2009) verklaren op basis van de managementelitetheorie alsook de sociale klasse theorie. Hierin stelt men dat bestuurders gekozen worden om te zetelen in de raad van bestuur op basis van hun persoonlijke connecties en hun reputatie. Tenslotte beschrijven Finkelstein et al. (2009) de agency condities als de machtsverdeling tussen de CEO en de raad van bestuur, meer bepaald verwijzen zij hiermee naar CEO duality. Daar de contextuele condities minder als uitgangspunt genomen worden voor het onderzoek naar de determinanten van de algehele samenstelling van de raad van bestuur, en grotendeels vervat zitten in de scope of operations en negotiation hypothesen, zal in het verdere verloop van deze masterproef niet meer verwezen worden naar deze contextuele condities. De focus ligt volledig op de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen, die de inhoud van de contextuele condities ook bespreken.

## **2.4 Aanpak van de literatuurstudie**

In de literatuurstudie wordt er nagegaan welke determinanten nu net de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur beïnvloeden. Meer bepaald de grootte, leiderschapsstructuur en samenstelling van de raad van bestuur. Als startpunt voor deze literatuurstudie wordt er uitgegaan van secundaire informatie, zoals reeds gevoerde literatuurstudies en onderliggende theorieën. Deze worden grotendeels bekomen via de elektronische zoekmachine EBSCOhost, te raadplegen via de elektronische universiteitsbibliotheek van de Universiteit Hasselt.

Aan de hand van deze studies wordt vervolgens in het verdere verloop van deze masterproef bepaald welke determinanten relevant zijn voor de opname in het empirische onderzoeksmodel naar de algehele samenstelling van de raad van bestuur. Het doel is immers inzicht te verwerven in de determinanten die de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur bepalen en vervolgens nagaan of deze al dan niet een significant effect hebben op deze drie componenten. Hiernaast worden de literatuurstudies ook nog gebruikt ter identificatie van de bestaande variabelen en proxies voor het meten van de determinanten. Ten slotte vormen deze reeds gevoerde literatuurstudies nog de basis voor het opstellen van de te testen hypothesen.

## Hoofdstuk 3: Grootte van de raad van bestuur

Op basis van literatuur wordt er nagegaan welke determinanten een invloed hebben op de grootte van de raden van bestuur in Belgische beursgenoteerde bedrijven. Dit via de drie reeds vermelde hypothesen in de probleemstelling, namelijk de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen (Boone et al., 2007). Die drie hypothesen worden namelijk geacht een invloed te hebben op de algehele samenstelling van de raad van bestuur. Het doel is echter om na te gaan of deze hypothesen ook specifiek de grootte-component van de algehele samenstelling van de raad van bestuur beïnvloeden. Daarnaast wordt er nog nagegaan of de grootte van de raad van bestuur al dan niet beïnvloed wordt door familiebedrijven.

### 3.1 Scope of operations hypothese

De scope of operations hypothese stelt dat de omvang en de complexiteit van de bedrijfsactiviteiten en –processen bepalend zijn voor de organisatie van een bedrijf, alsook de algehele samenstelling van haar raad van bestuur (Fama & Jensen, 1983). Zo stellen Fama en Jensen (1983) dat grotere en/of meer complexe bedrijfsactiviteiten en –processen leiden tot meer hiërarchische bedrijven. Daar het de taak van de raad van bestuur is om managers hun beslissingen op te volgen en na te gaan of deze in het belang van het bedrijf zijn, zullen de informatievereisten om deze taak uit te voeren veel groter zijn bij grote en complexe bedrijven. Dit vereist volgens Fama en Jensen (1983) dan ook een grotere raad van bestuur. Als bedrijven namelijk uitbreiden met nieuwe productlijnen of geografische segmenten, waardoor de omvang en complexiteit van de bedrijfsactiviteiten en –processen toenemen, zal ook de grootte van de raad van bestuur toenemen. Men gaat dan volgens Bhagat en Black (1999) alsook Agrawal en Knoeber (2001) namelijk op zoek naar nieuwe bestuursleden die ervaring of gespecialiseerde kennis hebben in die nieuwe domeinen, om de managers hun beslissingen in die domeinen op te volgen en hen te adviseren. Na onderzoek bevestigden Hermalin en Weisbach (1988) en Denis en Sarin (1999) de scope of operations hypothese opgesteld door Fama en Jensen (1983). Zo vonden ze dat er een positieve relatie bestaat tussen de grootte van een bedrijf, een component die de bedrijfscomplexiteit bepaalt, en de grootte van de raden van bestuur. Ook Boone et al. (2007), Linck et al. (2008), Coles, Daniel en Naveen (2008) en Lehn, Patro en Zhao (2009) beschrijven de scope of operations hypothese op deze manier.

Onder complexe bedrijven vallen zij die erg gediversifieerd zijn en actief zijn in meerdere productlijn- en geografische segmenten, grote bedrijven en bedrijven waarbij schuldfinanciering een belangrijke rol speelt (Coles et al., 2008). In dergelijke bedrijven heerst er dus een grotere nood aan advies. Daar een grotere raad van bestuur gepaard gaat met meer ervaring en meer kennis, zal een grotere raad van bestuur haar adviserende rol dan ook beter kunnen vervullen wat leidt tot betere bedrijfsprestaties (Dalton, Daily, Johnson, & Ellstrand, 1999). Coles et al. (2008) stellen dan ook dat complexe bedrijven een grotere raad van bestuur zullen hebben, daar dit voor hen optimaal is. Zij weerleggen Yermack (1996) zijn argument dat er een lineaire negatieve relatie bestaat tussen de grootte van de raad van bestuur en Tobins Q, een financiële prestatie meting voor bedrijven. Coles et al. (2008) stellen namelijk dat er een U-vormige relatie bestaat tussen de grootte van de raad van bestuur en Tobins Q. Kleine, niet gediversifieerde bedrijven of bedrijven waarbij complexiteit geen rol speelt, halen voordeel uit een kleine raad van bestuur. Dit omwille van het feit dat hier geen coördinatie- en free-riding problemen kunnen voorkomen, wat bij een grote raad van bestuur wel het geval zou zijn (Lipton & Lorsch, 1992). Complexe bedrijven daarentegen halen echter voordeel uit een grotere raad van bestuur, daar het waardevolle advies van de extra bestuursleden een vereiste is voor het goed kunnen vervullen van de adviserende rol van de raad van bestuur (Coles et al., 2008).

Uit de literatuur blijkt dus dat complexe bedrijven hogere adviesnoden hebben, dit leidt tot een grotere raad van bestuur. Zoals eerder vermeld, omschrijven Coles et al. (2008) complexe bedrijven als grote, gediversifieerde en met schuld gefinancierde bedrijven. Zij stellen dan ook dat de bedrijfsgrootte, diversificatie en schuldgraad van een bedrijf de juiste variabelen zijn voor het meten van de bedrijfscomplexiteit en de adviesnoden. Ook Fama en Jensen (1983), Boone et al.

(2007), alsook Linck et al. (2008) en nog vele andere onderzoekers gebruiken deze variabelen voor het meten van de bedrijfscomplexiteit. Naast deze drie variabelen bestaat er nog een andere veelgebruikte variabele, namelijk de bedrijfsleeftijd (Boone et al., 2007).

*Bedrijfs grootte:* De resource dependence theorie van Pfeffer (1972) stelt dat netwerken een belangrijke rol van de raad van bestuur is. Zoals eerder vermeld in de probleemstelling, beschouwt deze theorie de raad van bestuur als een link tussen het bedrijf dat ze vertegenwoordigt en haar omgeving (Huse, 2005). De bestuursleden handelen als externe agenten die het bedrijf vertegenwoordigen naar de buitenwereld toe (Pfeffer, 1972). De bestuursleden stellen het bedrijf onder andere in staat belangrijke bronnen te verkrijgen van de omgeving omwille van hun connecties en reputatie (Hung, 1988). Naarmate de bedrijfs grootte toeneemt, is het bedrijf sterker afhankelijk van haar omgeving voor het bekomen van de vereiste bronnen (Klein, 1998) en heeft het bedrijf ook meer externe contractuele relaties die ze moet onderhouden (Booth & Deli, 1996). Door het grotere volume bedrijfsactiviteiten, stijgen dan natuurlijk ook de adviesnoden van het bedrijf (Lehn et al., 2009). Vandaar dat indien de bedrijfs grootte stijgt, de raden van bestuur ook zullen uitbreiden (Pfeffer, 1972).

*Diversificatie:* Daar gediversifieerde bedrijven hogere adviesnoden hebben omwille van hun groter aantal diverse bedrijfsactiviteiten of –processen en hun aanwezigheid in meerdere geografische segmenten, zullen zij een grotere raad van bestuur hebben (Lehn et al., 2009). Ze hebben namelijk door hun diversificatie een grotere nood aan uitgebreide expertise en kennis over verscheidene productlijnen of geografische segmenten dan niet-gediversifieerde bedrijven (Hermalin & Weisbach, 1988).

*Schuldgraad:* Pfeffer (1972) en ook Klein (1998) stellen dat bedrijven met een hoge schuldgraad sterk afhankelijk zijn van externe bronnen voor hun financiering. Dit leidt tot hogere adviesvereisten. Booth en Deli (1999) stellen dan ook vast dat bankiers vaak lid worden van een raad van bestuur omwille van de expertise die ze bezitten over schuldfinanciering. Ook vergemakkelijkt dit de toegang tot externe financiering (Fich, 2005) alsook het gebruik van ingewikkelde financiële technieken (Lehn et al., 2009). Het toevoegen van schuldfinancieringsexperten aan de raad van bestuur, zal haar grootte dan doen toenemen.

*Bedrijfsleeftijd:* Naarmate een bedrijf ouder wordt, acht men dat de bedrijfsactiviteiten en –processen complexer worden en uitbreiden. Vandaar dat Boone et al. (2007) stellen dat er een niet-lineaire positieve relatie bestaat tussen de bedrijfsleeftijd en de grootte van de raad van bestuur. Indien het bedrijf ouder wordt, is het bedrijf meer van haar omgeving afhankelijk voor het verkrijgen van de vereiste bronnen en heeft ze meer externe contractuele relaties die onderhouden moeten worden (Boone et al., 2007). Ook Linck et al. (2008) bevestigen deze niet-lineaire positieve relatie. Ze stellen wel dat de impact van de bedrijfsleeftijd op de grootte van de raad van bestuur afneemt naarmate het bedrijf ouder wordt daar de bedrijfscomplexiteit sneller toeneemt in de beginjaren van een bedrijf dan bij volwassen bedrijven. Monem (2013) daarentegen kan echter de positieve relatie tussen de bedrijfsleeftijd en de grootte van de raad van bestuur niet bevestigen. Hij vindt namelijk in tegenstelling tot Boone et al. (2007) en Linck et al. (2008) een significante niet-lineaire negatieve relatie. Hij tracht dit te verklaren door de verschillende steekproeven die de onderzoekers gebruikt hebben. Boone et al. (2007) en Linck et al. (2008) focusten zich op Amerikaanse bedrijven. Monem (2013) daarentegen focuste zich op Australische bedrijven. Volgens hem zit het verschil in het feit dat vele oude Australische bedrijven relatief klein gebleven zijn en de nieuwe Australische bedrijven net groot en complex zijn. Hiernaast vond Guest (2008), die in zijn onderzoek een steekproef gebruikte van bedrijven uit het Verenigd Koninkrijk, zelfs helemaal geen significante relatie tussen de bedrijfsleeftijd en de grootte van de raad van bestuur. Of de relatie tussen bedrijfsleeftijd en de grootte van de raad van bestuur nu net positief/negatief en significant/insignificant is, zal dus nog verder onderzocht moeten worden.

Uit de literatuur blijkt er uiteindelijk consensus te bestaan dat indien de bedrijfscomplexiteit stijgt, ook de adviesnoden stijgen. Dit verhoogt vervolgens de nood aan een grotere raad van bestuur daar er dan meer expertise en gespecialiseerde kennis beschikbaar is voor het management. Dit leidt tot de volgende scope of operations hypothese voor de grootte-component van de raad van bestuur:

*Hypothese 1: "Hoe complexer een bedrijf, hoe groter de raad van bestuur."*

### **3.2 Monitoring hypothese**

De monitoring hypothese stelt dat de specifieke controlevereisten, afhankelijk van de bedrijfsactiviteiten, de algehele samenstelling van de raad van bestuur beïnvloeden (Raheja, 2005). Wat de grootte-component van de raad van bestuur betreft, stellen Demsetz en Lehn (1985) dat de operationele omgeving van een bedrijf haar controlekosten enorm kunnen beïnvloeden. Naarmate de operationele omgeving van een bedrijf uitbreidt en ingewikkelder wordt, zal de raad van bestuur minder controle uitvoeren omwille van de stijgende controlekosten (Gillan, Hartzell, & Starks, 2004). Vandaar dat Lehn et al. (2009) stellen dat complexe bedrijven met groeipotentieel een kleinere raad van bestuur moeten hebben omwille van de lagere controlekosten die ermee gepaard gaan. Ook Linck et al. (2008) bevestigen dit. Ze stellen dat in de raad van bestuur van bedrijven in een complexe operationele omgeving een grote informatieasymmetrie heerst, wat leidt tot hogere controlekosten. Die controlekosten zijn deels te vermijden indien er geopteerd wordt voor een kleinere raad van bestuur.

De controlerol van de raad van bestuur wordt dus effectiever uitgevoerd in een kleinere raad van bestuur (Raheja, 2005). Dit omdat hier verscheidene problemen en controlekosten voorkomen of verminderd worden. Zo reduceert het free-riding probleem (Raheja, 2005). In een grote raad van bestuur zijn er veel bestuursleden die hun werk niet grondig uitvoeren en denken te kunnen profiteren van hun collega's die dit wel doen (Cheng, 2008). Lehn et al. (2009) stellen dat indien de grootte van de raad van bestuur toeneemt, elk individueel bestuurslid zijn beslissingsinvloed afneemt. Daar zij minder invloed hebben, zullen zij minder de neiging hebben om de private kosten te dragen die gepaard gaan met het verkrijgen van informatie en het controleren van het management. Ook Boone et al. (2007) stellen dat een kleinere raad van bestuur een bedrijf effectiever kan controleren, daar een kleine raad van bestuur productiever en meer cohesiegericht werkt. Lipton en Lorsch (1992) bevestigden eerder ook al dat in grotere raden van bestuur, de bestuursleden zelden het beleid van de topmanagers bekritisieren of grondige discussies voeren over de behaalde bedrijfsprestaties. Bovendien stellen ze dat de controlevoordelen van extra bestuursleden aan de raad van bestuur toe te voegen teniet gedaan worden door de extra controlekosten. Deze controlekosten komen voort uit minder grondige discussies, slechte communicatie, een trager beslissingsmakingsproces en het nemen van minder risicovolle beslissingen. Of zoals Jensen (1993) stelt: "The great emphasis on politeness and courtesy at the expense of truth and frankness in boardrooms" (p. 186). Jensen (1993) stelt ook dat kleinere raden van bestuur sneller ingrijpen om managers te vervangen na slechte prestaties en ze de managers hun compensaties naargelang hun geleverde prestaties sneller wijzigen. Vandaar dat volgens Jensen (1993) kleinere raden van bestuur effectiever zijn en minder snel onderhevig worden aan de macht van de CEO. Zelfs bevindingen uit een onderzoek naar gedrag binnen organisaties stelt dat indien groepen groter worden, ze minder effectief presteren daar coördinatie- en communicatieproblemen al snel de voordelen van een extra lid overstijgen (Jensen, 1993). Indien een raad van bestuur groter wordt, is het namelijk moeilijker om vergaderingen te plannen en om tot een consensus te komen (Cheng, 2008). Dit leidt dan weer tot minder efficiënte en ook tragere beslissingen. Kleinere raden van bestuur voeren dus hun controlefunctie effectiever uit.

Toch bestaan er ook voordelen van extra controle door het uitbreiden van de raad van bestuur. De voordelen van extra controle stijgen indien managers hun opportuniteiten om private voordelen te consumeren toenemen. Hierdoor benadelen zij de aandeelhouders, in wiens belang de raad van bestuur net het management hun acties opvolgt en controleert (Raheja, 2005). Een grotere raad van bestuur zal in dit geval de controlemogelijkheden versterken. De voordelen van die extra controle dalen echter indien door het uitbreiden van de raad van bestuur de controlekosten mee

toenemen (Raheja, 2005). De grootte van de raad van bestuur zal dus toenemen indien managers makkelijk private voordelen naar zich kunnen toetrekken en indien de controlekosten laag zijn. Indien de managers echter moeilijk private voordelen naar zich kunnen toetrekken en indien de controlekosten hoog zijn, zal de grootte van de raad van bestuur afnemen.

Uit de literatuur blijkt dus dat indien er controlevoordelen zijn, door de aanwezigheid van private voordelen voor managers, dit leidt tot een grotere raad van bestuur. Daar private voordelen zeer breed omschreven zijn, hebben Boone et al. (2007) hier een specifieke variabele voor gezocht. Zij stellen dat de free cashflows een juiste variabele vormen voor het meten van de private voordelen van managers en dus ook de controlevoordelen. Hiernaast bestaan er nog twee andere variabelen die controlevoordelen meten en dus een impact hebben op de grootte van de raad van bestuur. Deze variabelen zijn de outsider incentive alignment en het blokaandeelhouderschap (Raheja, 2005).

*Free cashflows:* Volgens Jensen (1986) leiden free cashflows tot agency problemen. Managers hebben namelijk vaak de neiging om deze free cashflows te gebruiken voor private voordelen af te leiden in plaats van ze te benutten in het belang van de aandeelhouders. Dit komt natuurlijk door de aard van free cashflows, wat extractie hiervan makkelijk en snel mogelijk maakt. Door de aanwezigheid van free cashflows stijgen de controlevoordelen, wat zal leiden tot een grotere raad van bestuur.

*Outsider incentive alignment:* Deze variabele bestaat uit het niveau van de aandelen in handen van externe bestuursleden. Dit zijn de bestuursleden die zich niet bezig houden met het management van het bedrijf. Raheja (2005) stelt dat er grote controlevoordelen bestaan indien veel aandelen in handen zijn van externe bestuursleden. De externe bestuurders zullen dan bijvoorbeeld niet free-riden en het werk aan andere bestuurders overlaten, ze gaan zelf actief op zoek naar informatie daar ze nu zelf iets op het spel hebben staan. De controlevoordelen die ontstaan door aandelen in handen van externe bestuurders zijn zelfs zo groot dat ze de controlekosten doen dalen, wat moet leiden tot een grotere raad van bestuur (Raheja, 2005).

*Blokaandeelhouders:* Er is sprake van blokaandeelhouderschap wanneer het eigendom van een bedrijf geconcentreerd is en er slechts enkele aandeelhouders zijn die grote percentages van de aandelen in handen hebben. Het zijn dan al die grote aandeelhouders die graag zelf lid worden van de raad van bestuur om hun belangen veilig te stellen. Dit vergroot dan de raad van bestuur (Holderness, 2003). De blokaandeelhouders verbeteren namelijk de corporate governance binnen een bedrijf daar zij snel kunnen ingrijpen om managers te vervangen die de aandeelhouderswinsten niet maximaliseren (Kaplan & Minton, 1994) of door betere informatie te verwerven over de managementprestaties (Berle & Means, 1932). Dit maakt andere monitoropties onnodig, wat de controlekosten reduceert. Ook Ning, Davidson en Zhong (2007) bevestigen dit.

Wel stelt Monem (2013) vast dat de outsider incentive alignment variabele alsook de blokaandeelhouderschap variabele eigenlijk alleen gebruikt worden in landen waarin managers slechts in enkele gevallen een rechtsaansprakelijkheid hebben bij slecht bestuur. In deze landen zetelen de externe bestuurders of blokaandeelhouders namelijk zelf in de raad van bestuur als extra controlemechanisme of een alternatief corporate governance mechanisme ten opzichte van landen waar managers een hoge rechtsaansprakelijkheid kennen bij slecht beheer van een bedrijf (Monem, 2013). Dit kan verklaren waarom Linck et al. (2008) net een negatieve relatie vinden tussen outsider incentive alignment en de grootte van de raad van bestuur. Zij voerden namelijk hun onderzoek op basis van Amerikaanse bedrijven, waar managers een hoge rechtsaansprakelijkheid hebben in het geval van slecht bestuur. De hoge rechtsaansprakelijkheid is een controlemechanisme op zichzelf, waardoor de aanwezigheid van de externe bestuurders of blokaandeelhouders in de raad van bestuur niet nodig is (Monem, 2013). In het onderzoek van Monem (2013) bestaat de steekproef nu net uit bedrijven gevestigd in Australië, een land waarin managers slechts een beperkte rechtsaansprakelijkheid hebben. Hierin zetelen de externe bestuurders en blokaandeelhouders liever zelf in de raden van bestuur, als extra



controlemechanisme. Vandaar dat Monem (2013) verklaart dat er een positieve relatie bestaat tussen het aantal externe bestuurders of blokaandeelhouders en de grootte van de raad van bestuur.

Uit de literatuur blijkt vervolgens ook dat stijgende controlekosten, door het uitbreiden van de raad van bestuur, leiden tot een kleinere raad van bestuur. Daar controlekosten zeer breed omschreven zijn, hebben Boone et al. (2007) en Lehn et al. (2009) hier enkele variabelen voor gezocht. Zij stellen dat het percentage aandelen in handen van de CEO, managerial ownership genoemd, en de groeiopportunities van het bedrijf goede variabelen zijn voor het meten van de controlekosten.

*Managerial ownership:* Naarmate de CEO een hoger percentage van de aandelen bezit, verzwakken de agency problemen die ontstaan door de scheiding van beheer en eigendom van een organisatie (Raheja, 2005). Volgens Jensen en Meckling (1976) streven de aandeelhouders namelijk naar waardemaximalisatie van het bedrijf, terwijl het management net denkt aan haar persoonlijke rijkdom, werkzekerheid of prestige. Daar de CEO die veel aandelen in handen heeft zal handelen in zijn eigen belang, dat gelijk loopt met het belang van de overige aandeelhouders, moeten de overige aandeelhouders de beslissingen van het management minder controleren. De kans dat het management nu inferieure en risicovolle beslissingen neemt, is namelijk zeer klein (Raheja, 2005). Dit leidt ertoe dat bedrijven waarin de belangen van het management en de aandeelhouders in lijn lopen, een kleinere raad van bestuur hebben (Raheja, 2005). Dit maakt het aandeelenpercentage in het bezit van de CEO een variabele voor het meten van de controlekosten (Boone et al., 2007).

*Groeiopportunities:* De groeiopportunities worden geacht een negatieve relatie te hebben met de grootte van de raad van bestuur, omwille van hun effect op de controlekosten (Lehn et al., 2009). Dit ten eerste omdat de controlekosten toenemen indien de groeiopportunities van een bedrijf stijgen omwille van het free-rider probleem (Linck et al., 2008). Het opvolgen van een groeiend bedrijf brengt voor de bestuursleden namelijk veel kosten met zich mee daar zij veel informatie moeten verzamelen en deze op basis van hun kennis en ervaring moeten omzetten in bruikbaar advies voor het bedrijf. Ook omvat het controleren van groeiende bedrijven veel werk ten opzichte van de beslissingsbevoegdheid die elk bestuurslid maar heeft in een grote raad van bestuur (Boone et al., 2007). Een tweede reden waarom groeiopportunities leiden tot kleinere raden van bestuur is dat bedrijven met groeiopportunities in het algemeen meer aanpasbare bestuursstructuren vereisen (Lehn et al., 2009). Die bedrijven zijn namelijk actief in volatiele bedrijfsomgevingen met technologische veranderingen, hoge R&D uitgaven, etc. Deze bedrijven vereisen dan ook bedrijfsstructuren die snelle beslissingen en nieuwe toepassingen van activa zeer snel toestaan. Ten slotte gaan groeiopportunities vaak gepaard met variatie in het aandelenrendement. Hierdoor zullen ook de controlekosten toenemen daar de variatie onzekerheid over het bedrijf haar prestaties en toekomstige vooruitzichten weergeeft en duidt op informatieasymmetrie (Maug, 1997). Dit maakt het bovendien ook moeilijker om het management haar prestaties te beoordelen (Boone et al., 2007). Meer specifiek gebruiken Linck et al. (2008) de marktwaarde/boekwaarde-ratio en de R&D uitgaven als proxies voor de groeiopportunities daar deze hiervoor de standaardmetingen in de literatuur zijn. Volgens Gaver en Gaver (1993) hebben bedrijven met hoge marktwaarde/boekwaarde-ratio's en hoge R&D uitgaven namelijk hoge groeiopportunities. Linck et al. (2008) gebruiken vervolgens de variatie van het aandelenrendement als proxy voor de informatieasymmetrie, een aspect dat vaak heerst bij groeiende bedrijven (1983, in Linck et al., 2008).

De monitoring hypothese stelt dus dat de grootte van de raad van bestuur een positieve relatie heeft met het gemak waarmee managers private voordelen afleiden alsook de aanwezigheid van externe bestuurders-aandeelhouders en blokaandeelhouders in de raad van bestuur. Daarnaast stelt de monitoring hypothese dat de grootte van de raad van bestuur een negatieve relatie heeft met de controlekosten, vertegenwoordigd door managerial ownership of de groeiopportunities van een bedrijf (Raheja, 2005). Deze trade-off die de grootte van de raad van bestuur beïnvloedt, is dus sterk afhankelijk van het aandeelhouderschap van het bedrijf alsook de bedrijfsomgeving.

Ondanks de meeste onderzoekers de monitoring hypothese steunen en concluderen dat de grootte van de raad van bestuur afhankelijk is van de controlekosten en –voordelen, gaat niet iedereen hiermee akkoord. Zo stelt Guest (2008) dat de grootte van de raad van bestuur van bedrijven gelegen in het Verenigd Koninkrijk helemaal niet beïnvloed wordt door de controlekosten en –voordelen, maar enkel door de adviesnoden van het bedrijf en de macht van de CEO. Daar de meeste onderzoekers toch allemaal het effect van de controlekosten en –voordelen op de grootte van de raad van bestuur deels of volledig bevestigen, leidt dit tot de volgende monitoring hypothesen voor de grootte-component van de raad van bestuur:

*Hypothese 2a: "Hoe groter de controlekosten, hoe kleiner de raad van bestuur."*

*Hypothese 2b: "Hoe groter de controlevoordelen, hoe groter de raad van bestuur."*

### **3.3 Negotiation hypothese**

De negotiation hypothese stelt dat de algehele samenstelling van de raad van bestuur afhankelijk is van de onderhandelingen tussen de CEO van het bedrijf en de externe bestuurders, de bestuursleden die geen managementfunctie hebben binnen het bedrijf (Hermalin & Weisbach, 1998). CEO's die winsten genereren voor het bedrijf, zijn niet zomaar vervangbaar en hebben daardoor een grote invloed op de externe bestuurders. Zij gebruiken die invloed dan ook om een deel van die winst naar zich toe te trekken via private voordelen (Hermalin & Weisbach, 1998). Dit kunnen zij makkelijker realiseren indien de raad van bestuur klein is en deze uit veel interne bestuurders en weinig externe bestuurders bestaat (Hermalin & Weisbach, 1998). De theorie van de negotiation hypothese focust echter wel vooral op de link tussen de CEO zijn onderhandelingsmacht en het effect hiervan op de samenstellingscomponent van de raad van bestuur, en niet zozeer op het effect ervan op de grootte-component van de raad van bestuur.

Toch wordt de link tussen de onderhandelingsmacht van de CEO en de grootte van de raad van bestuur door enkele onderzoekers wel onderzocht of ten minste kort aangehaald. Zo vindt Guest (2008) dat de onderhandelingsmacht van de CEO beïnvloed wordt door het percentage aandelen dat de CEO in handen heeft, de prestaties van de CEO alsook de loopbaan van de CEO. Ook Monem (2013) gebruikt deze variabelen. Ning et al. (2007) stellen echter dat er nog twee andere variabelen zijn die de onderhandelingsmacht van de CEO meten, namelijk de leeftijd van de CEO alsook de aanwezigheid van een nieuwe CEO.

*Managerial ownership:* De reden waarom een stijging in managerial ownership leidt tot een kleinere raad van bestuur, werd reeds aangehaald bij de monitoring hypothese. Naarmate de CEO een hoger percentage van de aandelen bezit, verzwakken de agency problemen die ontstaan door de scheiding van beheer en eigendom van de organisatie. De belangen van de aandeelhouders en de CEO of het management lopen nu gelijk, waardoor minder controle vereist is (Raheja, 2005). Ook Ning et al. (2007), Guest (2008) en Monem (2013) bevestigen dit.

*ROA:* Het ROA, rendement gerealiseerd op de activa, weerspiegelt de prestaties van de CEO alsook zijn waargenomen capaciteiten. Het ROA heeft dan ook een negatief effect op de grootte van de raad van bestuur (Guest, 2008). Dit aangezien de manager met een stijgende ROA zijn capaciteiten aantoot en waardevol lijkt voor de onderneming. Door zijn waargenomen capaciteiten verwerft hij meer macht en is er minder controle nodig (Hermalin & Weisbach, 1998). Monem (2013) bevestigt dit. Hij stelt dat bij goede bedrijfsprestaties, en dus een stijgende ROA, de keuze om de CEO te behouden dan waardevoller is voor de bestuursleden dan hem te vervangen. Dit geeft de CEO macht. Hij zal dan kiezen voor een raad van bestuur die hem het voordeligst uitkomt (Hermalin & Weisbach, 1998). Volgens Monem (2013) opteert de CEO dan voor een kleinere raad van bestuur, daar dit onnodige controlekosten uitspaart. Een andere verklaring waarom de CEO een kleinere raad van bestuur wenst, is dat hij dan meer invloed heeft over onder ander de beslissing van de raad van bestuur wat de CEO zijn compensatie betreft (Yermack, 1996). Guest (2008) en Monem (2013) stellen dus dat de bedrijfsprestaties invloed hebben op de onderhandelingsmacht van de CEO, en dus ook op de grootte van de raad van bestuur. Yermack (1996) toonde echter eerder aan dat dit niet zo is. Hij stelt vast dat na slechte

prestaties er bestuursleden ontslagen worden, maar ook nieuwe bestuursleden aangewezen worden. Net als Hermalin en Weisbach (1988) concludeert Yermack (1996) dat er geen netto-effect bestaat op de grootte van de raad van bestuur. Daarnaast stellen tenslotte Ning et al. (2007) dat er net een positieve relatie bestaat tussen de onderhandelingsmacht van de CEO en de grootte van de raad van bestuur. Ning et al. (2007) spreken zo Guest en Monem tegen. Volgens Ning et al. (2007) kiest een CEO met veel onderhandelingsmacht net voor een grote in plaats van een kleine raad van bestuur. Een grote raad van bestuur werkt namelijk in veel gevallen niet effectief, bijvoorbeeld bij groeibedrijven zoals hierboven in de monitoring hypothese reeds werd aangehaald. Indien de raad van bestuur niet effectief werkt, is het voor de CEO makkelijker om controle te nemen over de raad van bestuur of hun beslissingen te beïnvloeden. Daarnaast stellen zij dat een grote raad van bestuur ook meer expertise, advies en externe bronnen voorziet voor de CEO. De CEO heeft dus in elk geval baat bij een grote raad van bestuur en zal dan ook zijn macht aanwenden om een grote raad van bestuur te verkrijgen (Ning et al., 2007).

*CEO Loopbaan:* Dit omvat het aantal jaren dat de CEO zijn functie uitoefent binnen het bedrijf (Guest, 2008). Hoe langer deze loopbaan, hoe meer ervaring de CEO heeft als manager. Indien een CEO meer managementervaring heeft, nemen zijn waargenomen capaciteiten toe. Dit geeft hem meer macht (Monem, 2013). Vandaar dat Guest (2008) en Monem (2013) stellen dat naarmate de CEO zijn loopbaan vordert, hij opteert voor een kleinere raad van bestuur.

*Leeftijd van de CEO:* Ning et al. (2007) stellen dat de leeftijd van de CEO een positieve relatie heeft met de grootte van de raad van bestuur. Naarmate een CEO zijn leeftijd vordert, heeft hij al veel ervaring, kennis, expertise en sociale connecties verworven. Zijn leeftijd weerspiegelt dus zijn waargenomen capaciteiten alsook zijn onderhandelingsmacht (Ning et al., 2007). Zij geven voor het positieve effect tussen de leeftijd van de CEO en de grootte van de raad van bestuur dezelfde argumenten als zonet aangehaald bij het ROA. Hermalin en Weisbach (1988) geven echter een andere verklaring voor de positieve relatie tussen de leeftijd van de CEO en de grootte van de raad van bestuur. Zij stellen dat de grootte van de raad van bestuur zal toenemen indien de CEO de pensioenleeftijd bereikt om de opvolging makkelijker te laten verlopen. Er worden dan meer interne bestuurders aan de raad van bestuur toegevoegd, zijnde kandidaten om de nieuwe CEO te worden. Guest (2008) en Monem (2013) daarentegen stellen dat naarmate een CEO ouder wordt, zijn macht toeneemt maar dat de CEO dan net opteert voor een kleine raad van bestuur. Dit omwille van dezelfde redenen aangehaald als bij het ROA.

*Aanwezigheid van een nieuwe CEO:* Ning et al. (2007) stellen dat de aanwezigheid van een nieuwe CEO een positieve relatie heeft met de grootte van de raad van bestuur. Een nieuwe CEO heeft echter nog geen onderhandelingsmacht verworven, waardoor hun onderzoeksresultaten voor de aanwezigheid van een nieuwe CEO hun argumenten aangehaald voor het ROA en de leeftijd van de CEO in twijfel trekken. Hermalin & Weisbach (1988) verklaren deze positieve relatie tussen de aanwezigheid van een nieuwe CEO en de grootte van de raad van bestuur echter door het feit dat het voor een nieuwe CEO voordelig is om bijgestaan te worden door veel andere bestuursleden van wiens ervaring, kennis, expertise en sociale connecties hij dan kan genieten. Het extra advies wordt dus gegeven aan de nieuwe CEO om de start van zijn nieuwe loopbaan in de goede richting te sturen. Ook wensen de aandeelhouders bij de aanwezigheid van een nieuwe CEO extra controle, daar de nieuwe CEO nog niets bewezen heeft (Hermalin & Weisbach, 1988).

Daar uit de monitoring hypothese blijkt dat managerial ownership een negatief effect heeft op de grootte van de raad van bestuur, en managerial ownership de CEO zijn macht doet toenemen, lijken de resultaten van Guest (2008) die een negatieve relatie vooropstelt tussen de onderhandelingsmacht van de CEO en de grootte van de raad van bestuur aanvaardbaar. Toch zijn de resultaten van Guest (2008) en Monem (2013) deels conflicterend met deze van onderzoekers Yermack (1996), Hermalin en Weisbach (1998) alsook Ning et al. (2007). De positieve relatie die

Ning et al. (2007) echter vonden tussen de aanwezigheid van een nieuwe CEO en de grootte van de raad van bestuur, wanneer de CEO dus nog geen onderhandelingsmacht heeft, trekken hun argumenten en resultaten in twijfel die stellen dat een CEO met onderhandelingsmacht net opteert voor een grotere raad van bestuur. Bovendien blijken de positieve relaties tussen de aanwezigheid van een nieuwe CEO en de leeftijd van een CEO, te duiden op twee specifieke situaties. Deze situaties staan voornamelijk in functie van het opvolgingsproces van een CEO. Daar in de monitoring hypothese aangetoond wordt dat managerial ownership een negatieve relatie heeft met de grootte van de raad van bestuur, en de recentere onderzoeken van Guest (2008) en Monem (2013) tonen op een negatieve relatie tussen de onderhandelingsmacht van de CEO en de grootte van de raad van bestuur, wordt de volgende negotiation hypothese vooropgesteld:

*Hypothese 3: "Hoe groter de onderhandelingsmacht van de CEO, hoe kleiner de raad van bestuur."*

### **3.4 Familiebedrijven**

Daar deze masterproef zal worden uitgevoerd op basis van Belgische beursgenoteerde bedrijven, wordt kort het effect besproken dat een familiebedrijf heeft op de grootte van de raad van bestuur. Dit omdat in België familiebedrijven een groot deel uitmaken van de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Hiernaast blijkt ook uit onderzoek dat de aanwezigheid van familieleden in een bedrijf significant de organisatorische processen beïnvloedt alsook het bedrijfsbeleid, wat familiebedrijven erg onderscheidt van niet-familiebedrijven (Chua, Chrismann, & Sharma, 1999). Ook de governancepraktijken binnen familiebedrijven zijn anders (Bammens, Voordeckers, & Van Gils, 2008).

Familiebedrijven worden kenmerkend overgegeven van de ene generatie naar de volgende. Bedrijven ervaren gedurende de verschillende generaties ook verschillende governance noden (Bammens et al., 2008). Bammens et al. (2008) stellen dat er een convexe relatie bestaat tussen de adviesnoden van een bedrijf en de evolutie overheen generaties. Daarnaast stellen ze ook dat overheen de generaties, de nood aan controle uitgeoefend door de raad van bestuur stijgt.

De nood aan controle kan verklaard worden door de agency theorie die stelt dat de belangen van de aandeelhouders en managers vaak verschillen en dat managers vaak hun eigen belangen nastreven (Eisenhardt, 1989). In familiebedrijven zullen de belangen van de aandeelhouders en de managers vaak verschillen naarmate de generaties toenemen, dit omwille van de taakconflicten die zo ontstaan (Bammens et al., 2008). Deze ontstaan als men niet overeenkomt over de inhoud van bepaalde taken of zelfs de doelen of strategie van het bedrijf (Jehn, 1995). Een aantal onderzoekers waaronder Raskas (1998) toonden reeds aan dat het aantal taakconflicten tussen familieleden toeneemt overheen de generaties. Dit komt volgens Dyer (1994) alsook Ward en Aronoff (1994) doordat er verschillende visies ontstaan over het bedrijf als er meer generaties en familietakken betrokken raken bij het bedrijf. Jaffe en Lane (2004) bevestigen dit en stellen dat dit ook nog eens een gevolg is van het toenemend aantal passieve aandeelhouders onder de familieleden van één generatie naar de volgende. Zij verkiezen namelijk om dividenden uitbetaald te krijgen op korte termijn in plaats van te denken aan de bedrijfsprestaties op lange termijn, wat de familieleden die actief zijn in het bedrijf wel doen (Vilaseca, 2002). Vervolgens gebeurt het ook in familiebedrijven dat managers meer en meer hun eigen belangen nastreven, zeker overheen de generaties. Dit komt door de verandering in het niveau van vertrouwen tussen de familieleden (Bammens et al., 2008). Enkele onderzoekers zoals Raskas (1998) en Steier (2001) stellen dat dit vertrouwen afneemt overheen de generaties. Gersick, Davis, Hampton en Lansberg stellen dat familiebanden tussen ouders-kinderen nu eenmaal sterker zijn dan deze tussen broeders-zusters, die toch nog altijd sterker zijn dan deze tussen neven-nichten (1997, in Bammens et al., 2008). Hoe verder de generaties evolueren, hoe meer belang men hecht aan het welzijn van zijn eigen huishouden in plaats van het welzijn van de volledige familie (Schulze, Lubatkin, & Dino, 2003). De nood aan controle in familiebedrijven neemt dus toe overheen de generaties. Vandaar dat naarmate het aantal generaties vordert, de grootte van de raad van bestuur toeneemt.

Wat de adviesnood in familiebedrijven betreft, stellen Bammens et al. (2008) een convexe relatie voorop. Zij concluderen dat de ervaring van de familieleden overheen de generaties toeneemt.

Families geven namelijk hun organisatorische kennis over naar de volgende generatie daar de oudere generatie zeer bereid is hun wijsheid te delen met hun volgende generatie en hen te informeren over hun eigen fouten (Miller & Le Breton-Miller, 2006). Bovendien voegt elke generatie waardevolle bedrijfservaring toe door de verschillende vaardigheden die ontstaan in de familie overheen de generaties (Corbetta & Salvato, 2004). Toch blijkt de kennisbijdrage vanaf de tweede generatie en verder al veel kleiner (Klein & Smyrnios, 2005). Vandaar dat Bammens et al. (2008) een convexe relatie voorop stellen. Vanaf de tweede generatie naar de derde generatie toe en verder, zullen de adviesnoden weer stijgen. Daarom worden er vanaf de tweede generatie objectieve bestuursleden met kennis en ervaring aan de raad van bestuur toegevoegd.

Daar de nood aan controle alsook advies in familiebedrijven toeneemt overheen de generaties, en vooral vanaf de tweede generatie naar de derde en zo verder, wordt er verwacht dat familieleden de raad van bestuur zullen uitbreiden. Voor de monitoring rol van de raad van bestuur zal dan de grootte toenemen ofwel door objectieve derden erin te laten zetelen ofwel door familieleden die zelf lid worden om zo een oogje in het zeil te houden. Familieleden met een groot aandelenpercentage hebben namelijk dezelfde motieven als blokaandeelhouders om zelf lid te worden van de raad van bestuur. Voor de adviesrol van de raad van bestuur zal de grootte toenemen doordat familiebedrijven opteren voor meer bestuursleden, daar ze dan van meer advies, kennis en ervaring kunnen genieten. Vandaar dat de volgende hypothese vooropgesteld wordt:

*Hypothese 4: "Indien een bedrijf een familiebedrijf is, stijgt de grootte van de raad van bestuur."*

### **3.5 Algemene conclusie**

De grootte van de raad van bestuur wordt voornamelijk bepaald door de scope of operations en de monitoring hypothesen. Linck et al. (2008) concluderen dat bedrijven de grootte van hun raad van bestuur voornamelijk bepalen aan de hand van het advies dat het bedrijf vereist, alsook op basis van de afweging van de kosten en voordelen die voortkomen uit de controletaak van de raad van bestuur. Dit wordt onder andere ook bevestigd door Boone et al. (2007) en Monem (2013). De negotiation hypothese heeft ook enige invloed op de grootte van de raad van bestuur, maar deze invloed blijkt echter klein te zijn in vergelijking met de andere twee hypothesen. Dit betekent in het algemeen dat complexe bedrijven alsook bedrijven wiens aandelen in handen zijn van externe bestuursleden of blokaandeelhouders, opteren voor een grote raad van bestuur. Bedrijven met groeiopportunities of bedrijven waarin de CEO veel aandelen in handen heeft, opteren eerder voor een kleine raad van bestuur.



## Hoofdstuk 4: Leiderschapsstructuur van de raad van bestuur

Op basis van literatuur wordt er nagegaan welke determinanten een invloed hebben op de leiderschapsstructuur van de raden van bestuur in Belgische beursgenoteerde bedrijven. Naar de leiderschapsstructuur wordt ook verwezen met CEO duality, afhankelijk van het feit of de CEO van het bedrijf ook de positie van voorzitter van de raad van bestuur inneemt (Linck et al., 2008). Indien de CEO niet gelijktijdig ook de voorzitter van de raad van bestuur is, spreekt men van een duale leiderschapsstructuur. Indien dit wel het geval is, spreekt men van een unitaire leiderschapsstructuur of CEO duality (Brickley, Coles, & Jarrell, 1997). Aan de hand van de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen wordt er nagegaan welke determinanten een effect hebben op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur (Boone et al., 2007). Die drie hypothesen worden namelijk geacht een invloed te hebben op de algehele samenstelling van de raad van bestuur. Het doel is echter na te gaan of deze hypothesen ook specifiek de leiderschapsstructuur-component van de samenstelling van de raad van bestuur beïnvloeden.

In vergelijking met de andere twee samenstellingscomponenten van de raad van bestuur, namelijk grootte en samenstelling, werd er nog niet veel onderzoek gevoerd naar de determinanten van de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur (Krenn, 2014). Zeker niet vanuit het oogpunt van de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen (Linck et al., 2008). Wat wel veel onderzocht werd, was de link tussen de leiderschapsstructuur en de bedrijfsprestaties. Hierover bereikten men ook nog geen eenduidige conclusie. Toch blijkt uit de SOX-wetgeving dat een scheiding van de rollen van CEO en voorzitter van de raad van bestuur moeten leiden tot betere bedrijfsprestaties, daar zij de scheiding van de rollen promoten. Het argument hiervoor is dat een unitaire leiderschapsstructuur teveel macht geeft aan de CEO, wat de agency problemen binnen een bedrijf verhoogt (Saibaba, 2013). De SOX-wetgeving baseert zich echter enkel op de agency theorie, en houdt geen rekening met de andere veelbesproken theorie hieromtrent, namelijk de stewardship theorie.

In de agency theorie komt de voorkeur naar voren voor een duale leiderschapsstructuur, met afzonderlijke personen die de rol van CEO en de rol van voorzitter van de raad van bestuur vervullen (Finkelstein & D'Aveni, 1994). Finkelstein en D'Aveni (1994) stellen namelijk dat een unitaire leiderschapsstructuur de monitoringeffectiviteit van de raad van bestuur verlaagt waardoor zij hun controlerol niet meer goed kunnen uitoefenen. Hierdoor geeft CEO duality aanleiding tot een reductie in aandeelhouderswinstmaximalisatie daar het nu voor de CEO makkelijker is om de bedrijfswaarde en private voordelen naar zich toe te trekken (Fama & Jensen, 1983). Dit leidt tot machtsmisbruik (Jensen, 1993). Enkele onderzoekers hun empirische bevindingen sluiten aan bij deze theorie. Zo vonden Rechner en Dalton (1991) dat bedrijven met een duale leiderschapsstructuur betere prestaties behaalden dan bedrijven met een unitaire leiderschapsstructuur. Ook Vance et al. (1983), Lipton en Lorsch (1992) en Pi en Timme (1993) bevestigden dit.

Op basis van de stewardship theorie daarentegen, moeten bedrijven een unitaire leiderschapsstructuur opteren boven een duale leiderschapsstructuur. De reden hiervoor is dat een unitaire leiderschapsstructuur een bedrijf voorziet van duidelijk leiderschap waarbij er geen twijfel bestaat over wie het voor het zeggen heeft binnen het bedrijf, alsook over wie er verantwoordelijk is voor de bedrijfsprestaties (Anderson & Anthony, 1986). Dit staat de bedrijfsleider toe efficiënter en effectiever te handelen (Saibaba, 2013) daar hij nu snellere en betere beslissingen kan maken (Donaldson & Davis, 1991). Vandaar dat een unitaire leiderschapsstructuur moet leiden tot betere bedrijfsprestaties ten opzichte van bedrijven die een duale leiderschapsstructuur hebben (Dalton et al., 1998). Ook voor deze theorie werd er empirisch bewijs gevonden, zo zijn er onder andere de onderzoeken van Donaldson en Davis (1991) en Brickley et al. (1997) die dit bevestigen.

Fosberg en Nelson (1999) zijn echter van mening dat bedrijven moeten opteren voor de leiderschapsstructuur die hen het beste uitkomt. Daarnaast halen zij nog een andere theorie aan

die de leiderschapsstructuur van een bedrijf moet verklaren, namelijk de opvolgingstheorie. Zij stellen dat bedrijven moeten opteren voor een duale leiderschapsstructuur indien ze veel agency problemen ervaren (Fama & Jensen, 1983) of indien ze midden in het CEO opvolgingsproces zitten om de opvolger te bepalen voor de aftredende CEO (Vancil, 1987). Gedurende het opvolgingsproces zal er tijdelijk een duale leiderschapsstructuur bestaan. Dit omdat zo de nieuwe kandidaat-CEO zijn prestaties onafhankelijk en objectief getest kunnen worden door de raad van bestuur. Daarnaast stellen Fosberg en Nelson (1999) dat bedrijven moeten opteren voor een unitaire leiderschapsstructuur indien uit het CEO opvolgingsproces blijkt dat de nieuwe kandidaat-CEO zichzelf heeft bewezen. Dan wordt hij beloond met de voorzittersrol van de raad van bestuur, wat in de literatuur ook wel 'passing the baton' genoemd wordt (Vancil, 1987).

Brickley et al. (1997) stellen daarnaast dat de optimale keuze van de leiderschapsstructuur van een bedrijf een afweging moet zijn van de kosten en voordelen die een bepaalde leiderschapsstructuur hen oplevert. Ze stellen dat die kosten en voordelen namelijk variëren, afhankelijk van de bedrijfskarakteristieken. Hiernaast zijn ook Dey, Engel en Liu (2011), Elsayed (2010) alsook Krenn (2014) van mening dat de bestaande literatuur op basis van de agency theorie, de stewardship theorie en de opvolgingstheorie nog niet tot een eenduidige conclusie heeft geleid over de relatie tussen de leiderschapsstructuur en de bedrijfsprestaties. Zij stellen dan ook dat er geen optimale leiderschapsstructuur is die voor alle bedrijven dezelfde is. De keuze van de leiderschapsstructuur is afhankelijk van de bedrijfskarakteristieken en de economische omgeving waarin het bedrijf actief is. Vandaar dat het belangrijk is dat er eerst uitgebreid onderzoek wordt gevoerd naar de determinanten van de leiderschapsstructuur, vooraleer men tracht de effecten van de leiderschapsstructuur op de bedrijfsprestaties te verklaren (Dey et al., 2011).

In deze masterproef trachten we nu net te onderzoeken welke de determinanten van de leiderschapsstructuur van een bedrijf zijn, op basis van de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen. Ook wordt er nagegaan of een familiebedrijf een effect heeft op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur.

## **4.1 Scope of operations hypothese**

Zoals reeds eerder vermeld, stelt de scope of operations hypothese dat de omvang en de complexiteit van de bedrijfsactiviteiten en -processen bepalend zijn voor de organisatie van een bedrijf, alsook de algehele samenstelling van haar raad van bestuur (Fama & Jensen, 1983). Daar het de taak van de raad van bestuur is om managers hun beslissingen op te volgen en na te gaan of deze in het belang van het bedrijf zijn, zullen de informatievereisten om deze taak uit te voeren veel groter zijn bij grote en complexe bedrijven daar zij actief zijn in een grotere externe omgeving. Als bedrijven uitbreiden met nieuwe productlijnen of geografische segmenten, waardoor de omvang en complexiteit van de bedrijfsactiviteiten en -processen toenemen, zal dit dan ook de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur beïnvloeden.

Zoals reeds werd vermeld in de scope of operations hypothese bij de grootte van de raad van bestuur, stellen Coles et al. (2008) dat de bedrijfsgrootte, diversificatie en schuldgraad de juiste variabelen zijn voor het meten van de bedrijfscomplexiteit. Ook Fama en Jensen (1983), Linck et al. (2008) als ook Monem (2013) en nog vele andere onderzoekers gebruiken deze variabelen voor het weerspiegelen van de bedrijfscomplexiteit. Hieronder wordt de relatie besproken die er heerst tussen de leiderschapsstructuur van een bedrijf en de drie variabelen die bedrijfscomplexiteit meten. Boone et al. (2007) stellen dat naast deze drie variabelen, de bedrijfsleeftijd nog een andere veelgebruikte variabele is voor het meten van de bedrijfscomplexiteit.

*Bedrijfsgrootte:* Monem (2013) vindt een negatieve relatie tussen de grootte van een bedrijf en het voorkomen van CEO duality. Hij stelt namelijk dat indien een bedrijf groter wordt, de vraag naar monitoring toeneemt en de efficiënte en effectieve uitvoering van de controlerol belangrijker wordt. De controlerol van de raad van bestuur kan echter niet gepast worden uitgevoerd indien er CEO duality heerst. In dat geval moet de CEO als voorzitter van de raad van bestuur zijn eigen werk en zijn eigen prestaties beoordelen, wat niet objectief is (Monem, 2013). Bovendien zal de CEO zijn onderhandelingsmacht dalen indien hij niet gelijktijdig



voorzitter van de raad van bestuur is. Dit staat de externe bestuurders toe een betere onafhankelijke controle uit te voeren. Elsayed (2010) bevestigt deze negatieve relatie. Linck et al. (2008) daarentegen stellen dat indien bedrijven groter worden, de kans op CEO duality toeneemt. Ook Davidson, Ning, Rakowski en Elsaid (2008) bevestigen dit. Daar grotere bedrijven een complexer beslissingsproces ervaren, stelt Boyd (1995) dat bedrijven moeten opteren voor CEO duality indien de nadelen hiervan, aangehaald door Monem (2013), niet opwegen tegen de voordelen ervan. Zo leidt CEO duality tot een uniform leiderschap waardoor er betere beslissingen sneller genomen kunnen worden. Ook Brickley et al. (1997) bevestigen dit. CEO duality leidt tot een beter beslissingsmakingsproces doordat de CEO over gedetailleerde bedrijfsspecifieke kennis bezit. De CEO kent als geen ander de strategische uitdagingen die er bestaan voor het bedrijf (Brickley et al., 1997). Ook stellen Brickley et al. (1997) dat indien men niet opteert voor CEO duality, er onenigheid kan optreden over de gepastheid van beslissingen tussen de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur. Dit hindert het beslissingsmakingsproces. De informatiekosten die gepaard gaan met niet-CEO duality nemen dus aanzienlijk toe indien bedrijven complexer worden. Uit onderzoek van Drakos en Bekiris (2010) blijkt echter dat er helemaal geen relatie bestaat tussen de grootte van een bedrijf en de leiderschapsstructuur.

*Diversificatie:* Monem (2013) vindt een negatieve relatie tussen het aantal segmenten waarin een bedrijf actief is en het voorkomen van CEO duality. Hij stelt namelijk dat indien een bedrijf meer divers wordt en actief wordt in meerdere productlijnen en geografische segmenten, de vraag naar monitoring toeneemt. Zoals reeds werd aangehaald hierboven bij de bedrijfsgrootte, kan bij CEO duality de controlerol van de raad van bestuur niet efficiënt en effectief uitgevoerd worden (Monem, 2013). Ook Sanders en Carpenter (1998) bevestigen dit. Zij stellen dat als het aantal geografische segmenten toeneemt, de kans op CEO duality afneemt omwille van het feit dat de raad van bestuur anders haar controlerol niet meer effectief kan uitvoeren. Ook Krause, Semadeni en Cannella (2014) vonden deze negatieve relatie. Boyd (1995) spreekt dit echter tegen. Indien bedrijven actief zijn in een dynamische en complexe omgeving, zal er een positieve relatie bestaan met CEO duality (Boyd, 1995). Ook Zajac en Westphal (1994) stellen dat door diversificatie de strategische complexiteit van een bedrijf toeneemt waardoor er CEO duality aanwezig zal zijn. De raad van bestuur gaat dan gewoon minder aan monitoring doen, daar dit vaak gecompenseerd wordt door andere corporate governance controlemechanismen die aanwezig zijn in het bedrijf. Dey et al. (2011) verwachtten op basis van hun literatuurstudie ook een positieve relatie tussen de diversificatie en de aanwezigheid van CEO duality. Zij konden deze relatie echter niet bevestigen. Zij vonden een negatieve relatie, maar deze bleek wel niet significant.

*Schuldgraad:* Monem (2013) vindt een negatieve relatie tussen de schuldgraad waarin een bedrijf actief is en het voorkomen van CEO duality. Hij stelt namelijk dat indien een bedrijf meer beroep doet op de externe markt ter financiering van haar bedrijfsactiviteiten, de vraag naar monitoring toeneemt. Door de aanwezigheid van CEO duality, kan de controlerol van de raad van bestuur niet efficiënt en effectief uitgevoerd worden (Monem, 2013). Linck et al. (2008) vonden echter een positieve relatie. Zij stellen dat er geopteerd wordt voor CEO duality om de CEO meer macht te geven in het onderhandelen over schuldcontracten. Elsayed (2010) concludeert echter dat de schuldgraad geen invloed heeft op CEO duality. Hiernaast zijn er echter niet veel onderzoeken die de schuldgraad zagen als determinant van CEO duality.

*Bedrijfsleeftijd:* Naarmate een bedrijf ouder wordt, acht men dat de bedrijfsactiviteiten en – processen complexer worden en uitbreiden (Boone et al., 2007). In tegenstelling tot bij het onderzoek naar de determinanten van de grootte van de raad van bestuur, werd deze variabele niet opgenomen als determinant van de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur in empirische onderzoeken. Toch kunnen ook voor deze variabele dezelfde argumenten aangehaald worden als voor de drie andere variabelen die de bedrijfscomplexiteit van een bedrijf weerspiegelen. Zo wordt er op basis van Monem (2013) een negatieve relatie met CEO duality verwacht omwille van de controlerol van de raad van bestuur die anders achteruit gaat.

Als het argument van Linck et al. (2008) echter gevolgd wordt, verwacht men een positieve relatie met CEO duality daar dit leidt tot een sneller en efficiënter beslissingsmakingsproces.

In de literatuur bestaat er niet echt enige consensus over de relatie tussen de complexiteit van een bedrijf en het effect hiervan op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Sommige onderzoekers vinden namelijk een positieve relatie, anderen vinden dan weer een negatieve relatie of zelfs geen relatie. Daarnaast zijn er niet veel onderzoeken die ook rekening houden met de schuldgraad en de bedrijfsleeftijd als variabelen voor bedrijfscomplexiteit. Waarover er wel consensus bestaat, is de verklaring waarom men een negatieve of positieve relatie vindt voor de relatie tussen bedrijfscomplexiteit en de leiderschapsstructuur. Er bestaat een negatieve relatie omdat er extra controle vereist is voor complexe bedrijven, vandaar de scheiding tussen de rol van CEO en de rol van voorzitter van de raad van bestuur waardoor er een onafhankelijke en objectieve controle kan plaatsvinden. Er bestaat een positieve relatie omdat CEO duality leidt tot een effectief en efficiënt beslissingsmakingsproces.

Omwille van de contradictie in de literatuur, wordt er gewoon getest of de bedrijfscomplexiteit significant gerelateerd is aan de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Er wordt geen richting voor de relatie vooropgesteld. Dit leidt dan tot de volgende scope of operations hypothesen voor de leiderschapsstructuur-component van de raad van bestuur:

*Hypothese 5: "De bedrijfscomplexiteit speelt geen rol in het verklaren van de aanwezigheid van CEO duality."*

## **4.2 Monitoring hypothese**

De monitoring hypothese stelt dat de specifieke controlevereisten, die afhankelijk zijn van de bedrijfsactiviteiten en de -omgeving, de algehele samenstelling van de raad van bestuur beïnvloeden (Raheja, 2005). Wat de leiderschapsstructuur-component van de raad van bestuur betreft, stellen Brickley et al. (1997) dat de operationele omgeving van een bedrijf haar controlekosten enorm kan beïnvloeden. Naarmate de operationele omgeving van een bedrijf uitbreidt en ingewikkelder wordt, zal de raad van bestuur minder controle uitvoeren omwille van de stijgende controlekosten (Gillan et al., 2004). Wat de monitoringrol van de raad van bestuur betreft, moet er dus een afweging gemaakt worden tussen de adoptie van CEO duality, op basis van de extra controlekosten en de extra controlevoordelen die het met zich meebrengt (Raheja, 2005). Dit is wel ook afhankelijk van de bedrijfskarakteristieken.

In sommige situaties stijgen de controlevoordelen indien er geen CEO duality heerst, in andere situaties laat dit net de controlekosten toenemen. Coles et al. (2008) stellen dat de controlevoordelen toenemen als de private voordelen die een manager of de CEO naar zich toe kunnen trekken groot zijn. Indien de CEO dan niet gelijktijdig de voorzittersrol van de raad van bestuur uitoefent, wordt de controle door de raad van bestuur objectiever uitgevoerd en heeft de CEO minder kans om zichzelf private voordelen toe te eigenen. Indien het bedrijf daarentegen een enorm groeipotentieel ervaart, zal de aanwezigheid van CEO duality de controlekosten net doen dalen. Vandaar dat Lehn et al. (2009) stellen dat bedrijven met groeipotentieel een meer afhankelijke raad van bestuur moeten hebben omwille van de lagere controlekosten die ermee gepaard gaan. Ook Linck et al. (2008) bevestigen dit. Ze stellen dat in de raad van bestuur van bedrijven in een groeiende operationele omgeving er veel informatieasymmetrie heerst, wat leidt tot hogere controlekosten. Die controlekosten zijn deels te vermijden indien er geopteerd wordt voor een minder onafhankelijke raad van bestuur waarin er CEO duality aanwezig is.

De leiderschapsstructuur waarvoor een bedrijf moet opteren, of de CEO al dan niet ook de rol van voorzitter van de raad van bestuur mag uitoefenen, is afhankelijk van de trade-off tussen de voordelen en de kosten van monitoring. Voor elk bedrijf is die trade-off afhankelijk van bepaalde bedrijfskarakteristieken en de economische omgeving waarin het bedrijf actief is (Brickley et al., 1997).

Zoals eerder vermeld, blijkt uit de literatuur dat de controlevoordelen toenemen indien de controlerol van de raad van bestuur effectief en objectief wordt vervuld (Coles et al., 2008). Dit

gebeurt dus indien de CEO niet gelijktijdig de rol van voorzitter van de raad van bestuur uitoefent. Dan is de raad van bestuur onafhankelijk van de CEO en durft deze hem op een meer eerlijke manier te evalueren (Fama & Jensen, 1983). Indien managers of de CEO de opportuniteit hebben om private voordelen naar zich toe te trekken ten nadele van de aandeelhouders, stijgen de netto voordelen van extra controle (Raheja, 2005). Ook Adams en Ferreira (2007), Boone et al. (2007) alsook Linck et al. (2008) bevestigen dit. In deze situatie haalt de raad van bestuur dus voordeel uit de afwezigheid van CEO duality omwille van de objectievere uitvoering van hun controlerol zodat ze de belangen van de aandeelhouders kunnen waarborgen (Raheja, 2005). Zo reduceert de raad van bestuur de agency conflicten die bestaan tussen het management of de CEO en de aandeelhouders van het bedrijf (Fama & Jensen, 1983). De voordelen van die extra controle dalen echter wel indien door de toename in onafhankelijkheid van de raad van bestuur, ook de controlekosten mee toenemen. Een raad van bestuur gaat dus best gekenmerkt zonder CEO duality indien de CEO makkelijk private voordelen naar zich kan toetrekken en indien de controlekosten laag zijn. Indien de CEO echter moeilijk private voordelen naar zich kan toetrekken en indien de controlekosten hoog zijn, dalen de voordelen van niet-CEO duality en kan het zijn dat een bedrijf beter opteert voor CEO duality.

De controlevoordelen stijgen dus door de aanwezigheid van private voordelen voor managers (Raheja, 2005). Zoals eerder vermeld, stellen Boone et al. (2007) dat de aanwezigheid van private voordelen voor managers gemeten kan worden door de free cashflows binnen een bedrijf. Hiernaast bestaan er nog twee andere variabelen die controlevoordelen meten en dus een impact hebben op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Deze variabelen zijn de outsider incentive alignment en het blokaandeelhouderschap (Raheja, 2005).

*Free cashflows:* Volgens Jensen (1986) geven free cashflows aanleiding tot het ontstaan van agency problemen. Dit komt natuurlijk door de aard van free cashflows, die makkelijk te vervreemden zijn en waarvan de marktwaarde altijd gekend is. Managers hebben vaak de neiging om deze free cashflows te gebruiken voor private voordelen af te leiden in plaats van ze te benutten in het belang van de aandeelhouders. Bij de aanwezigheid van free cashflows, is er dus extra monitoring vereist. Brickley et al. (1997) bevestigen dit, daar zij stellen dat bedrijven met hoge free cashflows niet opteren voor CEO duality.

*Blokaandeelhouders:* Volgens Monem (2013) leidt een hoge eigendomsconcentratie, wat aanwezig is indien er blokaandeelhouders zijn, tot de aanwezigheid van CEO duality. Dit omdat deze twee corporate governance mechanismen controlesubstituten zijn. Blokaandeelhouders hebben namelijk zelf de neiging lid te worden van de raad van bestuur om hun belangen te verdedigen (Holderness, 2003). Dit staat een strikte monitoring van het management en de CEO toe, vandaar dat de vraag naar alternatieve monitoringmechanismen daalt zodat het bedrijf geen overbodige monitoringkosten oploopt. Daarom hebben bedrijven met een hoge eigendomsconcentratie een raad van bestuur wiens voorzittersrol uitgevoerd wordt door de CEO van het bedrijf. Ook Fosberg en Nelson (1999) stellen dat de agency kosten die ontstaan door CEO duality, opgelost kunnen worden door andere corporate governance mechanismen, zoals een geconcentreerde aandeelhoudersstructuur. Ook Krenn (2014) bevestigt dat er zowel interne als externe controlemechanismen bestaan die gelijktijdig met CEO duality gehanteerd kunnen worden. Hierdoor kan CEO duality de optimale leiderschapsstructuur zijn voor een bedrijf. Mak en Li (2001) spreken dit echter tegen. Zij stellen dat grote blokaandeelhouders net eisen dat er twee verschillende personen de rol van CEO en de rol van voorzitter van de raad van bestuur uitoefenen. Dit omdat die functiescheiding de onafhankelijkheid van de raad van bestuur verhoogt. Bekiris (2011) bevestigt de resultaten van Mak en Li (2001). Ook Elsayed (2010) stelt een negatieve relatie vast tussen een geconcentreerd aandeelhouderschap en CEO duality. Dit kan wel verklaard worden door de steekproef van Elsayed (2010). Deze steekproef bestond uit Egyptische bedrijven, actief in een omgeving waar niet zoveel andere controlemechanismen beschikbaar zijn.

*Outsider incentive alignment:* In tegenstelling tot de grootte-component van de raad van bestuur, wordt de variabele outsider incentive alignment niet in empirische onderzoeken

opgenomen als variabele voor de controlevoordelen bij het meten van het effect op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Toch kunnen hier dezelfde argumenten toegepast worden als voor de aanwezigheid van blokaandeelhouderschap, zoals hierboven vermeld. Raheja (2005) stelt dat er grote controlevoordelen bestaan indien veel aandelen in handen zijn van externe bestuursleden. De externe bestuurders zullen dan niet free-riden en het werk aan andere bestuurders overlaten, ze gaan zelf actief op zoek naar informatie daar ze nu zelf iets op het spel hebben staan. Deze externe bestuurders eisen dan een striktere controle, waardoor ze niet opteren voor CEO duality. Holderness (2003) daarentegen stelt dat outsider incentive alignment reeds een strikte monitoring van het management en de CEO toestaat, vandaar dat de vraag naar alternatieve monitoringmechanismen zoals CEO duality daalt zodat het bedrijf geen overbodige monitoringkosten ophooft.

Uit de literatuur blijkt echter ook dat niet-CEO duality niet alleen de controlevoordelen doet toenemen door het objectiever uitvoeren van de controlerol van de raad van bestuur (Fama & Jensen, 1983), maar dat zij ook de controlekosten doet toenemen. Vandaar dat de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur bepaald wordt door een trade-off tussen de kosten en voordelen van monitoring. Brickley et al. (1997) halen vier soorten controlekosten aan die gepaard gaan met de afwezigheid van CEO duality.

*Agency kosten:* Het aanstellen van een onafhankelijke voorzitter van de raad van bestuur reduceert in eerste instantie wel de agency kosten die gepaard gaan met het controleren van de CEO zijn gedrag, maar introduceert agency kosten die gepaard gaan met het controleren van het gedrag van de voorzitter van de raad van bestuur. De voorzitter van de raad van bestuur krijgt een enorme beslissingsmacht toegewezen, waardoor hij zichzelf ook private voordelen kan toe-eigenen. Volgens Alchian en Demsetz (1972) krijg je hier het probleem dat je de voorzitter van de raad van bestuur, die als monitor van de CEO optreedt, zelf ook moet monitoren. Bij CEO duality ligt volgens hen de agency kost van controle lager, daar niemand zoveel op het spel heeft staan als de CEO indien de bedrijfsprestaties slecht zijn. Voor de CEO staat namelijk heel zijn reputatie alsook zijn inkomen op het spel.

*Informatiekosten:* Een tweede kost die aanwezig is binnen een bedrijf bij de afwezigheid van CEO duality, zijn de informatiekosten. Brickley et al. (1997) zijn van mening dat niemand zoveel gespecialiseerde kennis en bedrijfsspecifieke ervaring heeft over de strategische uitdagingen en opportuniteiten van het bedrijf, als de CEO die het bedrijf leidt. Die kennis en ervaring is ook vereist door de voorzitter van de raad van bestuur. De scheiding van de CEO zijn rol en de rol van de voorzitter van de raad van bestuur, gaat dus gepaard met een dure informatietransfer tussen de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur. Vaak is die informatietransfer niet enkel duur, maar is deze ook nog eens onvolledig.

*Kosten van het normale opvolgingsproces van de CEO:* Volgens Vancil (1987) verloopt een typisch opvolgingsproces via 'passing the baton'. Hierbij blijft de vorige CEO die op pensioen gaat nog even aangesteld als voorzitter van de raad van bestuur. Zo kan hij de nieuwe CEO monitoren en hem ook adviseren. Als de nieuwe CEO succesvol blijkt te zijn, wordt hij beloond met de voorzittersrol van de raad van bestuur en verlaat de pensionerende CEO het bedrijf helemaal. Op basis van empirisch onderzoek heeft Vancil (1987) aangetoond dat dit opvolgingsproces het meest voorkomend is in het bedrijfsleven. Bij de afwezigheid van CEO duality, moeten bedrijven hun opvolgingsproces aanpassen. Hiermee gaan kosten gepaard.

*Andere kosten:* Bij de afwezigheid van CEO duality, reduceert de CEO zijn macht waardoor hij geen effectief leiderschap meer kan vooropstellen bij een eventuele rivaliteit tussen de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur. Dit kan volgens Arrow (1963, in Brickley et al., 1997) leiden tot inconsistenties in het beslissingsmakingsproces. Daarnaast kan dit volgens Lipton en Lorsch (1993) naar het publiek toe verwarring veroorzaken doordat er nu niet maar één duidelijke leider is die je kan verwijten voor slechte bedrijfsprestaties. Bovendien is er bij de afwezigheid van CEO duality nog een extra kost, namelijk de extra compensatie van de voorzitter van de raad van bestuur.

Om die controlekosten in de praktijk te kunnen meten, gebruiken onderzoekers de variabelen die Boone et al. (2007) en Lehn et al. (2009) hiervoor hebben gezocht. Zij stellen dat het percentage aandelen in handen van de CEO en de groeiopportuniteiten van het bedrijf goede variabelen zijn voor het meten van de controlekosten.

*Managerial ownership:* Naarmate de CEO een hoger percentage van de aandelen bezit, verzwakken de agency problemen die ontstaan door de scheiding van beheer en eigendom van een organisatie (Raheja, 2005). Doordat de CEO zelf aandelen in handen heeft, streeft ook hij nu naar waardemaximalisatie waardoor zijn belangen in lijn lopen met die van de overige aandeelhouders. Zo zal hij enkel nog overgaan tot projecten die een positieve nettowaarde opleveren (Jensen & Meckling, 1976). Hierdoor moeten de overige aandeelhouders de beslissingen van de CEO nu minder controleren. Zo kunnen bedrijven waarin de belangen van het management en de aandeelhouders in lijn lopen, controlekosten besparen door te werken met CEO duality in plaats van niet-CEO duality. Er ontstaat dus een positieve relatie tussen managerial ownership en CEO duality (Linck et al., 2008). Ook Lasfer (2006) stelde eerder deze relatie al voorop. Dit kan volgens Bathala en Rao (1995) dan ook doordat deze twee corporate governance mechanismen substituten zijn voor een effectieve controle. Ook Finkelstein en D'Aveni (1994) zeiden dit eerder al. Mak en Li (2001), Drakos en Bekiris (2010) alsook Elsayed (2010) bevestigen deze relatie. Belkhir (2009) die deze relatie onderzocht bij banken, vond echter op basis van zijn empirisch onderzoek een negatieve relatie tussen managerial ownership en CEO duality.

*Groeiopportuniteiten:* De groeiopportuniteiten worden geacht een positieve relatie te hebben met CEO duality, omwille van hun effect op de controlekosten (Linck et al., 2008). Dit ten eerste omdat de controlekosten toenemen indien de groeiopportuniteiten van een bedrijf stijgen omwille van de stijgende informatiekosten (Brickley et al., 1997). Het opvolgen van een groeiend bedrijf, brengt voor de voorzitter van de raad van bestuur die geen CEO is namelijk veel kosten met zich mee daar hij veel informatie moet verzamelen en deze moet omzetten in bruikbaar advies voor het bedrijf (Cheng, 2008). Dit terwijl groeiopportuniteiten net specifieke bedrijfskennis vereisen waarover de CEO reeds beschikt (Brickley et al., 1997). Een tweede reden waarom groeiopportuniteiten geacht worden een positieve relatie te hebben met de aanwezigheid van CEO duality, is omwille van de variatie in het aandelenrendement. Hierdoor zullen ook de controlekosten toenemen daar de variatie onzekerheid over het bedrijf haar prestaties en toekomstige vooruitzichten weergeeft en duidt op informatieasymmetrie (Maug, 1997). Indien er informatieasymmetrie heerst, is het namelijk duurder om bedrijfsspecifieke eigendomsinformatie te transfereren naar externe bestuurders (Maug, 1997). Deze kost neemt nog eens toe bij bedrijven met hoge groeiopportuniteiten die investeren in R&D (He & Wang, 2009). Bovendien stellen Fama en Jensen (1983) dat bedrijven met meer volatiele aandelenrendementen ook meer informatie hebben die ongekend is voor externe bestuurders. Dit maakt het moeilijker voor een onafhankelijke voorzitter van de raad van bestuur om de CEO zijn prestaties te beoordelen (Linck et al., 2008). Op basis van de literatuur wordt er dus een positieve relatie verwacht tussen de groeiopportuniteiten van een bedrijf en de aanwezigheid van CEO duality (Linck et al., 2008). Ook He en Wang (2009) en Monem (2013) stelden deze relatie voorop. In hun empirisch onderzoek slagen Linck et al. (2008) er echter niet in deze relatie te bevestigen daar hun gebruikte variabelen niet significant blijken. He en Wang (2009) alsook Dey et al. (2011) konden deze relatie wel bevestigen.

De monitoring hypothese stelt dus dat het gemak waarmee managers private voordelen afleiden een negatieve relatie heeft met de aanwezigheid van CEO duality. Over het effect van de aanwezigheid van blokaandeelhouders en outsider incentive alignment op CEO duality bestaat er in de literatuur geen consensus. Wel er wel consensus over bestaat in de literatuur zijn de controlekosten. De controlekosten, door de aanwezigheid van managerial ownership en groeiopportuniteiten, hebben net een positieve relatie met de aanwezigheid van CEO duality (Brickley et al., 1997). Deze trade-off die de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur beïnvloedt, is dus sterk afhankelijk van de bedrijfskenmerken, de bedrijfsomgeving alsook de eigendomsstructuur van een bedrijf. Vele onderzoekers bespreken de monitoring hypothese niet bij

het verklaren van CEO duality, ze nemen wel enkele componenten uit de monitoring hypothese op. De resultaten van het effect van die componenten op de leiderschapsstructuur verschillen enigszins. Zoals Brickley et al. (1997) eerder al zeiden, is de monitoringrol die de raad van bestuur vervult sterk afhankelijk van de sterkte van de andere corporate governance controlemechanismen die als substituut kunnen dienen voor de controlerol van de raad van bestuur. Daar andere corporate governance controlemechanismen in rekening worden gebracht, leidt dit tot de volgende monitoring hypothesen voor de leiderschapsstructuur-component van de raad van bestuur:

*Hypothese 6a: "Hoe groter de controlekosten, hoe groter de kans op CEO duality."*

*Hypothese 6b: "Hoe groter de controlevoordelen, hoe kleiner de kans op CEO duality."*

### **4.3 Negotiation hypothese**

Zoals eerder vermeld, stelt de negotiation hypothese van Hermalin en Weisbach (1998) dat de algehele samenstelling van de raad van bestuur, en dus ook de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur, afhankelijk is van de onderhandelingen tussen de CEO van het bedrijf en de externe bestuurders. Die onderhandelingen zijn afhankelijk van de macht die de CEO heeft, en die macht is afhankelijk van de CEO zijn waargenomen capaciteiten. Volgens Hermalin en Weisbach (1998) zijn CEO's die winsten genereren voor het bedrijf niet zomaar vervangbaar. Hierdoor verwerven zij veel aanzien bij de externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur. Hermalin en Weisbach (1998) argumenteren op basis van de efficiëntietheorie dat zij die goede beslissingen nemen, ook beloond moeten worden met een grotere beslissingsbevoegdheid. Deze grotere beslissingsbevoegdheid wordt verwezenlijkt indien de CEO de raad van bestuur domineert, dit is als de CEO ook de rol van de voorzitter van de raad van bestuur uitoefent. Uit de literatuur blijkt consensus te bestaan over de relatie tussen de onderhandelingsmacht van de CEO, die afhankelijk is van zijn capaciteiten, en de kans op CEO duality. Daarnaast wordt in de literatuur nog vermeld dat CEO duality ontstaat ten gevolge van een bedrijf haar opvolgingsproces in de zoektocht naar een nieuwe succesvolle CEO.

In de literatuur komen er enkele variabelen naar voren die vaak gebruikt worden om de onderhandelingsmacht van de CEO te meten. Deze onderhandelingsmacht wordt meestal gemeten door managerial ownership, de CEO zijn loopbaan, de CEO zijn leeftijd en de historische winstgevendheid van het bedrijf (Linck et al., 2008).

*Managerial ownership:* Dit meet het percentage aandelen in handen van de CEO (Linck et al., 2008). Zoals eerder vermeld, verwerft de CEO meer macht indien hij ook meer aandelen in handen heeft. Dan kan hij het bedrijf aansporen over te gaan tot CEO duality, waardoor hij zijn invloed op de raad van bestuur uitbreidt. Daarnaast reduceren de overige aandeelhouders hun controlebelangen, omdat door managerial ownership de agency problemen die ontstonden door scheiding van eigendom en beheer van het bedrijf verdwijnen of toch grotendeels reduceren. In dit geval kan het bedrijf best de extra monitoringkosten die gepaard gaan met niet-CEO duality vermijden, daar managerial ownership en niet-CEO duality twee controlesubstituten zijn. Vandaar dat er een positieve relatie wordt verwacht tussen managerial ownership en CEO duality (Linck et al., 2008). Ook Mak en Li (2001) bevestigen dit.

*CEO Loopbaan:* Dit omvat het aantal jaren dat de CEO zijn leidinggevende functie uitoefent binnen het bedrijf (Linck et al., 2008). Hoe langer deze loopbaan, hoe meer ervaring de CEO heeft als manager. Indien een CEO meer managementervaring heeft, nemen zijn waargenomen capaciteiten toe. Dit geeft hem meer macht (Monem, 2013). Daarnaast worden CEO's die succesvol blijken naarmate hun loopbaan vordert, beloond met de voorzittersrol van de raad van bestuur (Baliga et al., 1996). Dit als onderdeel van het bedrijf haar opvolgingsproces, 'passing the baton' genoemd. Dit moet de CEO een grotere beslissingsmacht geven in het bedrijf. De CEO die bedrijfsspecifieke kennis en ervaring heeft, kan zo het beslissingsproces van het bedrijf sneller en efficiënter laten verlopen (Brickley, Coles, & Linck, 1999). Vandaar dat er een positieve relatie wordt verwacht tussen de CEO zijn loopbaan en CEO duality (Linck et al., 2008). Ook Mak en Li (2001), Dey et al. (2011) als ook Monem (2013) bevestigen dit.

*CEO Leeftijd:* Linck et al. (2008) stellen dat de CEO leeftijd moet aantonen of de CEO zijn pensioenleeftijd benadert en er dus al dan niet aan het opvolgingsproces van de CEO gedacht moet worden. Indien de CEO zijn pensioenleeftijd effectief nadert, ontstaat er een tijdelijke niet-CEO duality toestand (Vancil, 1987). De oude CEO blijft nog even voorzitter van de raad van bestuur, om zo de nieuwe CEO zijn prestaties op te volgen en hem nog advies te geven. De leeftijd van de CEO heeft in het opvolgingsproces dus een negatief effect op CEO duality (Vancil, 1987). Indien de nieuwe CEO succesvol blijkt, gaat de oude CEO in alle rust op pensioen en wordt de nieuwe CEO beloond met de titel van voorzitter van de raad van bestuur. De aanstelling van een nieuwe CEO zal dan na verloop van tijd, indien hij succesvol blijkt, een positief effect hebben op CEO duality (Brickley et al., 1997). Daarnaast hebben oudere CEO's meestal ook een langere loopbaan. Vandaar dat ze meer managementervaring hebben en hun waargenomen capaciteiten toenemen. Zo verkrijgen ze meer macht (Monem, 2013). Vandaar dat Linck et al. (2008), Dey et al. (2011) alsook Monem (2013) een positieve relatie voorstellen tussen CEO leeftijd en CEO duality.

*Winstgevendheid:* Dit is een meting van de prestaties van de CEO, in termen van hoe winstgevend hij het bedrijf kan maken met zijn managementbeleid. Indien de CEO goede prestaties levert, neemt de CEO zijn waargenomen capaciteit toe. Hij reduceert dan de onafhankelijkheid van de raad van bestuur om zo onnodige monitoringkosten te besparen. Bovendien kan hij zo het beslissingsproces binnen het bedrijf sneller en efficiënter laten verlopen (Brickley et al., 1999). Op basis van dit argument verwachten Mak en Li (2001) alsook Linck et al. (2008) een positieve relatie tussen de historische winstgevendheid en CEO duality. Ook Hermalin en Weisbach (1998) redeneren op dezelfde manier en stellen dat naarmate de CEO zijn waargenomen capaciteiten toenemen, hij een minder onafhankelijke raad van bestuur kan eisen. Daily en Dalton (1995) bevestigen deze hypothese vanuit het oogpunt dat indien bedrijven in moeilijkheden verkeren, ze opteren voor een structuur van niet-CEO duality daar er zo ingegrepen kan worden via onafhankelijk toezicht. Monem (2013) kan dit echter niet bevestigen en stelt dat er een negatieve relatie bestaat en dat net de bedrijven met slechte historische bedrijfsprestaties eerder een kans hebben op CEO duality. Dit omdat bedrijven met slechte bedrijfsprestaties nood hebben aan een uniform leiderschap waarin snelle beslissingen gemaakt moeten kunnen worden. Daar je dit uniform leiderschap bekomt bij CEO duality, stelt Monem (2013) dat slechte bedrijfsprestaties leiden tot een grotere kans op CEO duality. Davidson et al. (2008) als ook Elsayed (2010) ondersteunen Monem (2013) zijn onderliggende theorie, maar moeten op basis van hun onderzoek concluderen dat er zelfs geen link bestaat tussen de historische bedrijfsprestaties en CEO duality.

In de literatuur blijkt er grotendeels consensus te bestaan over de negotiation hypothese en het effect van haar determinanten op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. De keuze van het al dan niet werken met CEO duality blijkt afhankelijk te zijn van zowel de CEO zijn waargenomen capaciteiten (Linck et al., 2008), als het geplande opvolgingsproces binnen een bedrijf indien een CEO met pensioen gaat (Vancil, 1987). Vandaar dat de volgende negotiation hypothese vooropgesteld wordt voor de leiderschapsstructuur-component van de raad van bestuur:

*Hypothese 7: "Indien de CEO zijn onderhandelingsmacht toeneemt, stijgt de kans op CEO duality."*

#### **4.4 Familiebedrijven**

Uit onderzoek blijkt dat de aanwezigheid van familieleden in een bedrijf significant de organisatorische processen en het bedrijfsbeleid beïnvloedt. Dit onderscheidt familiebedrijven dan ook erg van niet-familiebedrijven (Chua et al., 1999). Ook de governancepraktijken binnen familiebedrijven zijn anders (Bammens et al., 2008). Daarom wordt kort het effect besproken dat familiebedrijven hebben op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Dit omdat deze masterproef wordt uitgevoerd op basis van Belgische beursgenoteerde bedrijven en familiebedrijven hier een groot deel van uitmaken in België.

Volgens Corbetta en Salvato (2004) is familiemacht een belangrijke determinant van de leiderschapsstructuur in de raad van bestuur van familiebedrijven. De familie verwerft macht binnen het bedrijf door hun rol in de bedrijfsgeschiedenis (Krause et al., 2014), alsook door het feit dat ze eigenaar van het bedrijf zijn (Corbetta & Salvato, 2004). Indien de familie een groot deel van de aandelen van het bedrijf in handen heeft, en zo een goede controle over het management heeft, verdwijnen of reduceren de agency problemen die ontstaan door de scheiding van eigendom en beheer van een bedrijf. Volgens Fama en Jensen (1983) hoeft een bedrijf dan geen extra maatregelen te nemen om de belangen van de aandeelhouders en managers in lijn te laten lopen. Dit zou enkel leiden tot extra agency kosten. Vandaar dat Corbetta en Salvato (2004) stellen dat de raad van bestuur in familiebedrijven niet erg onafhankelijk is, daar extra monitoring niet vereist is indien de familie veel macht in handen heeft. Door die familiemacht, oefent de familie namelijk al een goede controle uit over het management. Een functiescheiding tussen de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur is dan niet nodig, daar dit enkel extra kosten met zich zou meebrengen (Corbetta & Salvato, 2004). Indien daarentegen de familie maar weinig macht heeft, heeft ze ook weinig controle over het management waardoor de belangenconflicten tussen hen wel een belangrijke rol spelen. In dat geval vereist de familie dat de raad van bestuur onafhankelijk is, zodanig dat ze haar controlerol objectief kan uitvoeren. Corbetta en Salvato (2004) verwachten dan ook dat de macht in handen van de familie positief gerelateerd is met de aanwezigheid van CEO duality. Ook Mak en Li (2001), Drakos en Bekiris (2010) alsook Dey et al. (2011) stellen deze relatie voorop. Dit komt trouwens overeen met de theorie uit de negotiation hypothese. Hierin stelt men ook dat als de macht van de CEO toeneemt, hij meer zeggenschap krijgt over de samenstelling van de raad van bestuur. Dan zal hij ook opteren voor een CEO duality leiderschapsstructuur, daar dit niet alleen leidt tot een efficiënter en effectiever beslissingsmakingsproces (Brickley et al., 1999), maar het ook onnodige monitoringkosten uitspaart (Linck et al., 2008).

Singla, George en Veliyath (2010) melden dat er nog een andere reden is waarom families die een grote macht hebben over een bedrijf opteren voor de CEO duality leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Bij CEO duality voert de raad van bestuur namelijk een minder objectieve controle uit van de beslissingen van het management en de gevolgen van die beslissingen. Dit speelt in het voordeel van de familie ten opzichte van de minderheidsaandeelhouders van het bedrijf. Indien de familie een grote aandeelhouder is, en er nog enkele kleine aandeelhouders zijn, doet er zich het principaal-principaal agency probleem voor. In dat geval is de familie volgens Young, Peng, Ahlstrom, Bruton en Jiang (2008) in staat rijkdom van de minderheidsaandeelhouders naar zich toe te trekken, door samen te spannen met de CEO. Daar de familie een grote aandeelhouder is, hebben zij veel invloed over de CEO. De CEO zal dan samenspannen met de familie daar zij omwille van hun groot aandelenpercentage hem kunnen ontslaan. Het samenspannen tussen de CEO en de familie zal bovendien vlotter verlopen indien de CEO ook de voorzitter van de raad van bestuur is, daar onder een niet onafhankelijke controle de familie nog beter in staat is de minderheidsaandeelhouders uit te buiten. Vandaar dat Singla et al. (2010) stellen dat familiebedrijven eerder opteren voor CEO duality dan niet-CEO duality.

Nelson (2003) daarentegen stelt dat familiebedrijven net minder gekenmerkt worden door CEO duality in vergelijking met niet-familiebedrijven. De reden hiervoor is, zeker als familiebedrijven groeien en latere familiegeneraties actief worden in het bedrijf, er meer nood is aan diverse bronnen en adviezen. Volgens Nelson (2003) kan een familiebedrijf die nodige bronnen enkel bekomen door ze te verhandelen voor macht. Ze opteren dan voor een duale leiderschapsstructuur, waarbij de voorzitter van de raad van bestuur het bedrijf in staat stelt toegang te krijgen tot de bronnen die het bedrijf nodig heeft. Ook Singla et al. (2010) stellen dat de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur verschillende sociale netwerken hebben en dus ook toegang tot verschillende soorten bronnen.

In de literatuur bestaat er geen eenduidig antwoord over de aanwezigheid of afwezigheid van CEO duality in familiebedrijven. Nelson (2003) geeft een duidelijk argument waarom familiebedrijven net niet opteren voor CEO duality, Corbetta en Salvato (2004) alsook Singla et al. (2010) geven daarentegen een duidelijk argument waarom familiebedrijven net wel opteren voor CEO duality.



Toch gaan we in deze masterproef uit van de veronderstelling dat familiebedrijven opteren voor CEO duality. Dit omdat er nog andere onderzoekers zijn zoals Mak en Li (2001), Drakos en Bekiris (2010) alsook Dey et al. (2011) die stellen dat de macht in handen van de familie leidt tot CEO duality. Alsook omdat dit overeenstemt met de theorie gezien in de negotiation hypothese (Linck et al., 2008). Vandaar dat voor de leiderschapsstructuur-component van de raad van bestuur in familiebedrijven de volgende hypothese wordt vooropgesteld:

*Hypothese 8: "Indien een bedrijf een familiebedrijf is, neemt de kans op CEO duality toe."*

## **4.5 Algemene conclusie**

Over het effect van de scope of operations hypothese op het voorkomen van CEO duality, bestaat er inconsistentie in de literatuur. Vandaar dat de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur voornamelijk bepaald wordt door de monitoring en de negotiation hypothesen (Linck et al., 2008). De monitoring hypothese stelt dat de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur sterk afhankelijk is van de controlekosten die ermee gepaard gaan alsook de aanwezigheid van andere corporate governance mechanismen. Indien er echter veel controlevoordelen zijn binnen een bedrijf, is de kans op CEO duality laag daar de aandeelhouders dan een objectieve en onafhankelijke controle van de managementprestaties wensen. Indien er al andere corporate governance mechanismen actief zijn binnen het bedrijf en het bedrijf reeds grote controlekosten heeft, is de kans op CEO duality groter (Brickley et al., 1997). Wat de negotiation hypothese betreft, is het voorkomen van CEO duality voornamelijk afhankelijk van de waargenomen capaciteiten van de CEO (Linck et al., 2008), alsook het opvolgingsproces bij pensioen van de CEO (Vancil, 1987). In de literatuur bestaat er een grote consistentie over het feit dat als de macht van de CEO toeneemt, de kans op CEO duality stijgt.

In het algemeen betekent dit dat bedrijven die hoge controlekosten ervaren en een machtige CEO hebben, opteren voor een unitaire leiderschapsstructuur binnen de raad van bestuur. Bedrijven waarin de CEO zichzelf nog moet bewijzen of slechts recent is aangesteld na het pensioen van de vorige CEO, kennen eerder een duale leiderschapsstructuur. Dit geldt ook voor bedrijven die een groot voordeel kunnen halen uit de objectieve controle van het management.



# Hoofdstuk 5: Samenstelling van de raad van bestuur

Via een literatuurstudie wordt er nagegaan welke determinanten een invloed hebben op de samenstelling van de raden van bestuur in Belgische beursgenoteerde bedrijven. Dit aan de hand van de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen (Boone et al., 2007). Die drie hypothesen worden namelijk geacht een invloed te hebben op de algehele samenstelling van de raad van bestuur. Het doel is nu om na te gaan of deze hypothesen ook specifiek de samenstellingscomponent van de raad van bestuur beïnvloeden.

De samenstelling van de raad van bestuur heeft te maken met de onafhankelijkheidspositie van de raad van bestuur, dewelke afhankelijk is van het aantal leden dat de raad van bestuur telt alsook het soort leden die erin zetelen. In de literatuur bestaat er echter geen consistente definitie van de samenstelling van de raad van bestuur (Daily et al., 1999). Zo gebruiken onderzoekers in hun empirisch onderzoek naar de samenstelling van de raad van bestuur over het algemeen maar liefst meer dan twintig verschillende definities en meetbenaderingen hieromtrent (Daily et al., 1999). Wat het soort bestuursleden betreft, onderscheidt men in de literatuur vier soorten bestuurders, namelijk:

*Interne bestuurders:* Dit zijn de topmanagers van het bedrijf (Finkelstein et al., 2009).

*Onafhankelijke bestuurders:* Dit zijn vertegenwoordigers van andere bedrijven die zeer weinig of geen zaken doen met het bedrijf waarin ze zetelen (Finkelstein et al., 2009).

*Verbonden bestuurders:* Dit zijn vertegenwoordigers van andere bedrijven die zaken doen met het bedrijf of met sleutelpersonen binnen het bedrijf waarin ze zetelen als bestuurslid (Finkelstein et al., 2009).

*Familiebestuurders:* Dit zijn familieleden van de stichtende familie of verwanten van de heersende topmanagers die zelf niet bij het bedrijf werken (Finkelstein et al., 2009).

In de meeste onderzoeken maakt men echter simpelweg gebruik van de termen interne en externe bestuurders. Met interne bestuurders bedoelt men alle werknemers van het bedrijf, deze worden dan ook door hun tewerkstelling bij het bedrijf geacht afhankelijk te zijn van het management. Met externe bestuurders bedoelt men alle andere bestuursleden die niet tewerkgesteld worden door het bedrijf waarin ze een bestuursrol hebben. Deze bestuursleden worden dan ook geacht onafhankelijk te zijn van het management (Finkelstein et al., 2009). Dit bevestigden Daily et al. (1999) eerder ook al. Met onafhankelijkheid van het management wordt bedoeld dat de externe bestuurders niet alleen geen werknemer mogen zijn, nu niet en in het verleden ook niet, maar ook dat ze geen nauwe relatie mogen hebben met een huidig managementlid van het bedrijf alsook geen substantiële bedrijfsrelatie mogen hebben met het bedrijf waarin ze een bestuursrol vervullen (Cheng, 2008). De samenstellingscomponent beschouwt dus een afhankelijke ten opzichte van een onafhankelijke raad van bestuur.

Bij een verdere bespreking van de samenstellingscomponent van de raad van bestuur in deze masterproef, wordt vanaf nu enkel nog het onderscheid gemaakt tussen interne en externe bestuurders.

## 5.1 Scope of operations hypothese

Zoals reeds eerder vermeld, stelt de scope of operations hypothese dat de omvang en de complexiteit van de bedrijfsactiviteiten en -processen bepalend zijn voor de organisatie van een bedrijf, alsook de algehele samenstelling van haar raad van bestuur (Fama & Jensen, 1983). Zo stellen Fama en Jensen (1983) dat grotere en/of meer complexe bedrijfsactiviteiten en -processen leiden tot meer hiërarchische bedrijven. Daar het de taak van de raad van bestuur is om managers hun beslissingen op te volgen en na te gaan of deze in het belang van het bedrijf zijn, zullen de

informatievereisten om deze taak uit te voeren veel groter zijn bij grote en complexe bedrijven daar zij actief zijn in een grotere externe omgeving. Als bedrijven uitbreiden met nieuwe productlijnen of geografische segmenten, waardoor de omvang en complexiteit van de bedrijfsactiviteiten en -processen toenemen, zal dit dan ook de samenstelling en de onafhankelijkheid van de raad van bestuur beïnvloeden. Men gaat dan volgens Bhagat en Black (1999) alsook Agrawal en Knoeber (2001) namelijk op zoek naar nieuwe bestuursleden die ervaring of gespecialiseerde kennis hebben in die nieuwe domeinen, om de managers hun beslissingen in die domeinen op te volgen en hen te adviseren. Na onderzoek bevestigden Hermalin en Weisbach (1988) en Agrawal en Knoeber (2001) de scope of operations hypothese opgesteld door Fama en Jensen (1983). Zo vonden ze dat er een positieve relatie bestaat tussen de bedrijfscomplexiteit en de samenstelling van de raden van bestuur. Ook Boone et al. (2007), Linck et al. (2008), Coles et al. (2008) en Lehn et al. (2009) beschrijven de scope of operations hypothese op deze manier. Ze stellen allen dat indien de bedrijfscomplexiteit toeneemt, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur stijgt door het toenemende percentage externe bestuurders dat in de raad van bestuur zetelt.

Onder complexe bedrijven vallen volgens Coles et al. (2008) zij die erg gediversifieerd zijn en actief zijn in meerdere productlijn- en geografische segmenten, grote bedrijven en bedrijven waarbij schuldfinanciering een belangrijke rol speelt. In dergelijke bedrijven heerst er net omwille van die complexiteit een grotere nood aan advies. Dalton et al. (1999) stelden dat grotere raden van bestuur meer geschikt waren om aan de adviesvereisten van de CEO te voldoen, daar zij gekenmerkt werden door meer externe bestuurders. Volgens Dalton et al. (1999) zijn het net die externe bestuurders die beter advies geven, advies dat je van interne bestuurders niet bekomt. Ook Hermalin en Weisbach (1988) merkten eerder al op dat CEO's graag externe bestuurders in de raad van bestuur hebben zetelen omwille van het advies dat ze geven alsook hun ervaring en expertise. Bovendien voorzien de externe bestuurders niet enkel advies, ook bieden ze toegang tot allerlei informatie en bronnen door middel van hun connecties (Fama & Jensen, 1983).

De reden waarom bedrijven dus graag externe bestuurders in hun raad van bestuur willen, is omwille van het geheel van hun menselijk en sociaal kapitaal alsook hun demografische kenmerken. Zo stellen Johnson, Schnatterly en Hill (2013) dat de combinatie van die drie elementen externe bestuurders geschikte bestuursleden maakt. Het menselijke kapitaal omvat de vaardigheden en ervaringen die externe bestuurders hebben, wat een belangrijke rol speelt bij het beslissingsmakingsproces van de raad van bestuur. Dit gaat van kennis van een industrie, ervaring als CEO, ervaring met een specifieke gebeurtenis en financiële expertise tot ervaring met het bedrijf. Die ervaring en vaardigheden bepalen aan wat de bestuursleden belang hechten en hoe ze het beslissingsproces van de raad van bestuur hieromtrent beïnvloeden. Door allerlei externe bestuurders te hebben zetelen in de raad van bestuur met allemaal verschillende soorten menselijk kapitaal, creëer je een diversiteit aan opinies. Dit is nodig om discussies te creëren om zo de beste beslissingen te nemen voor het bedrijf. Het sociale kapitaal omvat vervolgens de bestuursleden hun sociale relaties met andere bedrijven, met managers alsook met de maatschappij. Dit zorgt voor de vereiste bronnen, informatie- en adviesstromen alsook een goede bedrijfsreputatie (Certo, 2003).

Markarian en Parbonetti (2007) stellen dan ook dat de externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur opgedeeld kunnen worden in drie categorieën externe bestuurders en dat elke categorie een aparte rol speelt in het voorzien van vaardigheden, kennis en connecties met de omgeving. Ook Sullivan (1990, in Markarian & Parbonetti, 2007) stelde eerder al dat er een grote variabiliteit bestaat in de capaciteiten die elk bestuurslid bijdraagt. Dit komt volgens Korn (1996, in Markarian & Parbonetti, 2007) omdat ze verschillende achtergronden hebben en actief zijn geweest in verschillende functies gaande van politiek en wetgeving tot het leiden van een bedrijf. Baysinger en Zardkoohi (1986) categoriseerden de externe bestuurders voor het eerst als volgt:

*Bedrijfsexperts:* Dit zijn bestuursleden die actief zijn of actief zijn geweest in het bedrijfsleven bij andere bedrijven dan waarin ze nu in de raad van bestuur zetelen. Zij bieden expertise en kennis aan die bijdraagt bij het strategische beslissingsproces. Ze

bieden ook alternatieve denkwijzen over interne bedrijfszaken en hebben expertise die relevant is in bepaalde markten en de competitieve omgeving (Baysinger & Zardkoohi, 1986).

*Ondersteuningsspecialisten:* Dit zijn bestuursleden die geen managementexpertise hebben maar bedrijven voorzien met expertise en kennis bij het vormen van hun strategie. Dit omdat de ondersteuningsspecialisten specifieke kennis hebben in wetgeving, kapitaalmarkten, de verzekeringssector, public relations, technologische vooruitgang, industriële kennis, etc. (Baysinger & Zardkoohi, 1986). Vandaar dat bedrijven vaak opteren voor bestuursleden die buiten hun bestuursfunctie nog actief zijn als advocaat, bankier, etc. (Linck et al., 2008).

*Bestuursleden met een grote invloed op de gemeenschap:* Dit is een specifieke soort van ondersteuningsspecialisten. Deze bestuursleden helpen een bedrijf door te netwerken in de omgeving waarin het actief is en ondersteunen het bedrijf in het opbouwen en behouden van hun reputatie en imago, vandaar hun Engelse term 'community influentials' (Baysinger & Zardkoohi, 1986).

Daily et al. (1999) stellen dan ook dat raden van bestuur die gekenmerkt worden door een grotere proportie externe bestuurders, en die dus meer ervaring en kennis bijdragen, hun adviesrol beter kunnen uitoefenen. Dit moet leiden tot betere bedrijfsprestaties. Ook Coles et al. (2008) bevestigen dit en stellen dat complexe bedrijven een raad van bestuur hebben waarin een groter percentage externe bestuurders zetelt dan interne bestuurders, daar dit voor hen optimaal is. Zij weerleggen dan ook Yermack (1996) zijn argument dat er een lineaire negatieve relatie bestaat tussen de grootte van de raad van bestuur en Tobins Q, een financiële prestatiemeting voor bedrijven. Nu doen ze dit echter vanuit het oogpunt van de samenstelling van de raad van bestuur. Coles et al. (2008) stellen namelijk dat er een U-vormige relatie bestaat tussen de grootte van de raad van bestuur en Tobins Q. Kleine, niet gediversifieerde bedrijven of bedrijven waarbij complexiteit geen rol speelt, halen voordeel uit een kleine raad van bestuur. Dit omwille van het feit dat hier geen coördinatie- en free-riding problemen kunnen voorkomen, wat bij een grote raad van bestuur wel het geval zou zijn (Lipton & Lorsch, 1992). Complexe bedrijven daarentegen halen echter voordeel uit een grotere raad van bestuur. Dit voordeel bekomen ze doordat de grootte van de raad van bestuur net toeneemt omwille van de extra externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur. Waarom men bij complexe bedrijven opteert voor meer externe bestuurders, komt net door het waardevolle advies dat die extra externe bestuurders leveren, een vereiste voor het goed kunnen vervullen van de adviserende rol van de raad van bestuur (Coles et al., 2008). Vandaar dat Coles et al. (2008), net zoals Prevost et al. (2002), stellen dat een meer onafhankelijke raad van bestuur bijdraagt tot betere bedrijfsprestaties voor complexe bedrijven. Over de relatie dat een meer onafhankelijk bestuur bijdraagt tot betere bedrijfsprestaties, bestaat echter geen consensus in de literatuur (Dalton et al., 1998). Zo onderzochten onder andere Baysinger en Butler (1985), Zahra en Pearce (1989) en Prevost et al. (2002) deze relatie, en kwamen zij ook tot de conclusie dat er een positieve relatie bestaat tussen de samenstelling van de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Finkelstein en Hambrick (1995) en Johnson et al. (1996) daarentegen vonden geen bewijs dat er een relatie bestaat tussen de samenstelling van de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Ook uit recenter onderzoek zoals dat van Lehn et al. (2009) en Saibaba (2013) blijkt zelfs dat er helemaal geen relatie bestaat tussen de samenstelling van de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Bovendien zijn er zelfs onderzoeken geweest zoals die van Agrawal en Knoeber (1996) en die van Bhagat en Black (2002) die aantoonde dat er een negatieve relatie bestond tussen de samenstelling van de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties.

Waar wel consensus over bestaat in de literatuur, is dat meer complexe bedrijven hogere adviesnoden hebben. Dit zal leiden tot een raad van bestuur waarin veel externe bestuurders zetelen. Zoals eerder vermeld, stellen Coles et al. (2008) dat bedrijfsgrootte, diversificatie en schuldgraad de juiste variabelen zijn voor het meten van de bedrijfscomplexiteit en de adviesnoden. Ook Fama en Jensen (1983), Boone et al. (2007), Linck et al. (2008) alsook Monem

(2013) en nog vele andere onderzoekers gebruiken deze variabelen voor de bedrijfscomplexiteit. Daarnaast stellen Boone et al. (2007) dat de bedrijfsleeftijd ook een geschikte variabele is.

*Bedrijfsgrootte:* Pfeffer (1972) stelt met zijn resource dependence theorie dat netwerken een belangrijke rol van de raad van bestuur is. De resource dependence theorie beschouwt de raad van bestuur dan ook als een link tussen het bedrijf dat ze vertegenwoordigt en haar omgeving (Huse, 2005). De bestuursleden handelen namelijk als externe agenten die het bedrijf vertegenwoordigen naar de buitenwereld toe (Pfeffer, 1972). De bestuursleden stellen het bedrijf onder ander in staat belangrijke bronnen te verkrijgen van de omgeving omwille van hun connecties en reputatie (Hung, 1988). Indien de bedrijfsgrootte toeneemt, stijgt het volume bedrijfsactiviteiten, wat gepaard gaat met stijgende adviesnoden alsook extra bronvereisten (Lehn et al., 2009). Vandaar dat indien de bedrijfsgrootte toeneemt, de raden van bestuur zullen uitbreiden met externe bestuurders als bestuursleden daar zij net dat extra advies kunnen geven en die extra bronnen uit de omgeving kunnen voorzien alsook de gepaste connecties kunnen maken die de groei van het bedrijf mogelijk kan maken (Coles et al., 2008).

*Diversificatie:* Gediversifieerde bedrijven hebben hogere adviesnoden omwille van hun groter aantal diverse bedrijfsactiviteiten of -processen waarin zij actief zijn, alsook hun aanwezigheid in meerdere geografische segmenten (Lehn et al., 2009). Ze hebben door die diversificatie een grotere nood aan uitgebreide expertise en kennis dan niet-gediversifieerde bedrijven (Hermalin & Weisbach, 1988). Dit omdat diversificatie vaak aanleiding geeft tot nieuwe technologische ontwikkeling, waardoor kennis over verschillende technologieën vereist is (Roberts & Berry, 1985). Bovendien stellen Markarian en Parbonetti (2007) dat bedrijven actief in meerdere industrieën en geografische segmenten een grotere competitieve druk ervaren en meer zijn blootgesteld aan een onzekere bedrijfsomgeving. Vandaar dat bedrijven die actief zijn in meerdere industrieën of geografische segmenten en bedrijven die meerdere productlijnen hebben, een raad van bestuur nodig hebben waarin veel externe bestuurders zetelen die advies kunnen geven (Coles et al., 2008). Ook kunnen die externe bestuurders toegang bieden tot de externe kapitaalmarkten, waarop een beroep moet gedaan worden indien bedrijven willen diversifiëren en uitbreiden (Klein, 1998).

*Schuldgraad:* Pfeffer (1972) en ook Klein (1998) stellen dat bedrijven met een hoge schuldgraad sterk afhankelijk zijn van externe financieringsbronnen. Dit leidt tot hogere adviesvereisten, die een bedrijf dan best kan bekomen van bestuursleden met ervaring in de financiële sector. Booth en Deli (1999) stellen dan ook vast dat bankiers en andere mensen met een functie gerelateerd aan financiering vaak lid worden van een raad van bestuur omwille van de expertise die ze bezitten over schuldfinanciering. Ook vergemakkelijken deze externe bestuurders de toegang tot externe financiering omwille van hun connecties (Coles et al., 2008) alsook het gebruik van ingewikkelde financiële technieken (Lehn et al., 2009). Naarmate de schuldgraad van een bedrijf dus toeneemt, zal ook het aantal externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur toenemen (Coles et al., 2008). Bovendien stelt Monem (2013) ook dat indien de schuldgraad van een bedrijf toeneemt, de monitoring moet toenemen zodat het management geen al te risicovolle projecten aanneemt met geld dat toch niet van het bedrijf is. Vandaar dat ook de nood aan een onafhankelijke raad van bestuur toeneemt indien de schuldgraad van het bedrijf stijgt (Monem, 2013).

*Bedrijfsleeftijd:* Naarmate een bedrijf ouder wordt, acht men dat de bedrijfsactiviteiten en -processen complexer worden en uitbreiden. Dit eist dan weer grotere adviesvereisten. Vandaar dat Boone et al. (2007) stellen dat er een niet-lineaire positieve relatie bestaat tussen de bedrijfsleeftijd en de samenstelling van de raad van bestuur. Indien het bedrijf ouder wordt, is het bedrijf meer van haar omgeving afhankelijk voor het verkrijgen van de vereiste bronnen en heeft ze meer externe contractuele relaties die onderhouden moeten worden (Boone et al., 2007). Ook Linck et al. (2008) bevestigen deze niet-lineaire positieve relatie. Na de opname van bedrijfsleeftijd als extra variabele voor bedrijfscomplexiteit door Boone et al. (2007) en Linck et al. (2008), deden ook andere onderzoekers dit. Zo kwamen ook Guest (2008), Monem

(2013) alsook Cicero, Wintoki en Yang (2013) tot het besluit dat naarmate bedrijven ouder worden, ze meer externe bestuurders aanstellen als bestuursleden.

In de literatuur bestaat over het effect van de vier variabelen van complexiteit op de samenstelling van de raad van bestuur grotendeels consensus. Zeker indien het gaat over de variabele bedrijfsgrootte en bedrijfsleeftijd. Wat de variabelen diversificatie en schuldgraad betreft, zijn er toch enkele onderzoekers die hebben aangetoond dat deze twee variabelen geen of zelfs een negatieve invloed hebben op de samenstelling van de raad van bestuur. Zo stellen Hermalin en Weisbach (1988) dat diversificatie helemaal geen verband houdt met het toevoegen van externe bestuurders aan de raad van bestuur. Ook Prevost et al. (2002) concluderen dit. Hiernaast stellen zij nog dat ook de schuldgraad van een bedrijf geen significante invloed heeft op de samenstelling van de raad van bestuur. Daarnaast stellen Grossman en Hart (1982) en Harris en Raviv (1991) zelfs dat de schuldgraad een negatieve invloed heeft op het aantal externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur.

Daarnaast stellen Hillman, Cannella en Paetzold (2000) dat er nog een belangrijke variabele bestaat die de samenstelling van de raad van bestuur beïnvloedt. Deze variabele beschouwt de overgang van publieke naar private bedrijven. De impact van deze variabele op de samenstelling van de raad van bestuur, verklaren Hillman et al. (2000) aan de hand van de resource dependence theorie. Doordat een bedrijf dat eerst een publiek bedrijf was nu een privaat bedrijf wordt, ervaart het bedrijf nieuwe onzekerheden in haar operationele omgeving en kent ze een wijziging in haar bronvereisten. Die veranderingen eisen een aangepaste bedrijfsstrategie (Pfeffer & Salancik, 1978). Volgens Mizruchi (1983) is het net de raad van bestuur van een bedrijf dat zich in de positie bevindt om de strategische richting van het bedrijf aan te passen. Om zich aan al die wijzigingen aan te passen, verandert het bedrijf de samenstelling van haar raad van bestuur (Hillman et al, 2000). Dit omdat externe bestuursleden door hun connecties met de externe omgeving een belangrijke rol spelen in het voorzien van toegang tot noodzakelijke bronnen (Pfeffer, 1972).

Publieke bedrijven zijn actief in een stabiele omgeving. De overheid reguleert voor hen de externe omgeving waarin ze actief zijn of beïnvloedt deze toch op een aanzienlijke manier (Hillman et al., 2000). De overheid bepaalt hier namelijk wie toegang krijgt tot de markt, wie de markt kan verlaten, welke prijzen zullen gelden in de markt en welke winstniveaus de bedrijven kunnen behalen. Door die stabiele bedrijfsomgeving zijn strategische plannen minder noodzakelijk (Mahon & Murray, 1981). Bij de overgang naar een privaat bedrijf, ervaart het bedrijf echter een grote onzekerheid in haar operationele omgeving. Het bedrijf moet nu intern allerlei mechanismen creëren om met die onzekerheden om te kunnen, die voordien door de overheid gereguleerd werden. Zo is er nu geen bescherming meer tegen de competitie en is het winstniveau niet langer gegarandeerd. Vandaar dat bedrijven een nauwkeurige strategie moeten uitwerken, wat in de publieke sector niet nodig was (Hillman et al, 2000). In publieke bedrijven waar de overheid de competitieve omgeving controleert, is er weinig nood aan externe bestuursleden die advies en kennis verlenen in het maken van strategische beslissingen. Na overgang naar de private sector daarentegen, zijn er volgens Smith en Grimm (1987) veel competitieve strategische beslissingen die het bedrijf in overweging moet nemen. Dan kan de ervaring en expertise van externe bestuurders hierin een belangrijke bijdrage leveren. De nood aan bedrijfsexperten neemt dus toe. Wat ondersteuningsspecialisten betreft, stellen Lang en Lockhart (1990) dat de financiële druk voor een bedrijf bij overgang naar de private sector enorm toeneemt omdat er geen garantie meer bestaat over de winstmarges wat in de publieke markt wel was, waardoor de connecties met financiële instellingen belangrijker worden. Toch stellen Hillman et al. (2000) dat de kapitaalmarkten competitiever en efficiënter zijn geworden, in Amerika toch, wat de nood aan financiële connecties doet dalen. Bovendien stellen Mahon en Murray (1981) dat de nood aan juridisch advies ook daalt bij overgang van de publieke naar de private sector. In de publieke sector moet je namelijk aan veel meer juridische vereisten voldoen dan in de private sector, waardoor de raad van bestuur in de private sector minder mensen hoeft te tellen met juridische kennis. Uiteindelijk concluderen Hillman et al. (2000) dat de nood aan ondersteuningsspecialisten zeker niet gedaald is bij de overgang van de publieke naar de private sector, maar ook niet verhoogd wordt. De nood aan community influentials daarentegen, neemt wel toe in de private

sector door de verhoogde onzekerheden. Zij moeten de stakeholders gerust stellen, wat eerst gebeurde door het feit dat de overheid het bedrijf reguleerde. Fama en Jensen (1983) stellen tenslotte nog dat interne bestuurders voornamelijk in de raad van bestuur zetelen om bedrijfsspecifieke informatie te verschaffen, en dat het de externe bestuurders zijn die toegang verlenen tot bronnen nodig om met externe factoren om te gaan. Indien een bedrijf dan overgaat van de publieke naar de private sector, stijgt een bedrijf haar nood aan connecties met de omgeving waardoor de nood aan interne bestuurders daalt en de nood aan externe bestuurders stijgt.

Uit de literatuur blijkt uiteindelijk dat indien de bedrijfscomplexiteit stijgt, ook de adviesnoden stijgen. Dit vergroot vervolgens de nood aan externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur, daar er dan meer expertise en gespecialiseerde kennis beschikbaar is voor het management te begeleiden. Dit leidt dan tot de volgende scope of operations hypothese voor de samenstellingscomponent van de raad van bestuur:

*Hypothese 9: "Hoe complexer een bedrijf, hoe meer externe bestuurders zetelen in haar raad van bestuur."*

## **5.2 Monitoring hypothese**

Zoals eerder vermeld, stelt de monitoring hypothese dat de specifieke controlevereisten, die afhankelijk zijn van de bedrijfsactiviteiten en de -omgeving, de algehele samenstelling van de raad van bestuur beïnvloeden (Raheja, 2005). Wat de samenstellingscomponent van de raad van bestuur betreft, stellen Demsetz en Lehn (1985) dat de operationele omgeving van een bedrijf haar controlekosten enorm kan beïnvloeden. Naarmate de operationele omgeving van een bedrijf uitbreidt en ingewikkelder wordt, zal de raad van bestuur minder controle uitvoeren omwille van de stijgende controlekosten (Gillan et al., 2004). Wat de monitoringrol van de raad van bestuur betreft, moet er een afweging gemaakt worden tussen de verhouding interne en externe bestuurders die in de raad van bestuur zetelen op basis van de extra controlekosten en de extra controlevoordelen die het met zich meebrengt (Raheja, 2005). Dit is wel ook afhankelijk van de bedrijfskarakteristieken. In sommige situaties stijgen de controlevoordelen namelijk indien er meer externe bestuurders in de raad van bestuur zetelen, in andere situaties net indien er meer interne bestuurders in de raad van bestuur zetelen. Zo zal een raad van bestuur meer baat halen indien er een groot aantal externe bestuurders aanwezig zijn als de private voordelen die een manager naar zich toe kan trekken groot zijn. Externe bestuurders zijn namelijk niet afhankelijk van het management en voeren daarom een objectieve controle uit (Coles et al., 2008). Een vereiste is wel dat de controlekosten in deze situatie laag zijn (Raheja, 2005). Daarentegen haalt een raad van bestuur net meer voordeel uit interne bestuurders die in de raad van bestuur zetelen als het bedrijf een enorm groeipotentieel kent. Vandaar dat Lehn et al. (2009) stellen dat bedrijven met groeipotentieel een meer afhankelijke raad van bestuur moeten hebben met interne bestuurders omwille van de lagere controlekosten die ermee gepaard gaan. Ook Linck et al. (2008) bevestigen dit. Ze stellen dat in de raad van bestuur van bedrijven in een groeiende operationele omgeving een grote informatieasymmetrie heerst, wat leidt tot hogere controlekosten. Die controlekosten zijn deels te vermijden indien er geopteerd wordt voor een minder onafhankelijke raad van bestuur waarin een grotere proportie interne bestuurders zetelen.

Of een bedrijf al dan niet moet opteren voor een meer onafhankelijke raad van bestuur met veel externe bestuurders of een meer afhankelijke raad van bestuur met veel interne bestuurders voor het uitoefenen van haar controlerol, kan niet eenduidig beslist worden. De bedrijfskarakteristieken zullen dit bepalen op basis van de trade-off tussen de voordelen en kosten van monitoring (Raheja, 2005). Zo stellen Boone et al. (2007) dat de samenstelling van de raad van bestuur zelfs helemaal niet verklaard kan worden door de monitoring hypothese.

Uit de literatuur blijkt dat de controlevoordelen toenemen indien de controlerol effectief en objectief wordt vervuld (Coles et al., 2008). Dit gebeurt indien er meer externe bestuurders in de raad van bestuur zetelen daar zij onafhankelijk zijn van het management en hen op een meer eerlijke manier durven te evalueren (Fama & Jensen, 1983). Indien managers de opportuniteit hebben om private voordelen naar zich toe te trekken ten nadele van de aandeelhouders, stijgen



de netto voordelen van extra controle (Raheja, 2005). Ook Adams en Ferreira (2007), Boone et al. (2007) alsook Linck et al. (2008) bevestigen dit. Dit is dus de situatie waarin de raad van bestuur baat haalt uit extra externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur. Indien managers hun opportuniteiten om private voordelen af te leiden toenemen, benadelen zij namelijk de aandeelhouders van het bedrijf. Deze situatie ontstaat omwille van het principaal-agent agency probleem. Door de scheiding van eigendom en beheer van een bedrijf, moeten de aandeelhouders vertrouwen dat de managers het bedrijf leiden op een manier die zo gunstig mogelijk is voor de aandeelhouders. Dit gebeurt vaak niet, daar de belangen die aandeelhouders en managers hebben vaak niet overeenstemmen (Jensen & Meckling, 1976). In plaats van waardemaximalisatie ten voordele van de aandeelhouders na te streven, maakt het management beslissingen die in hun eigen belang zijn en hun eigen persoonlijke rijkdom, prestige en reputatie ten goede komen (Jensen & Meckling, 1976). Dit vereist dan een onafhankelijke raad van bestuur met veel externe bestuurders, daar zij net het management hun beslissingen en acties opvolgen en controleren in het belang van de aandeelhouders (Raheja, 2005). Zo reduceren zij de agency conflicten (Fama & Jensen, 1983). Externe bestuurders zijn namelijk meer geneigd het beleid van het topmanagement kritisch te evalueren en grondig te discussiëren over de behaalde bedrijfsprestaties (Lipton & Lorsch, 1992). De voordelen van die extra controle dalen echter wel indien door de toename in onafhankelijkheid van de raad van bestuur ook de controlekosten mee toenemen. Een raad van bestuur zal dus meer externe bestuurders hebben indien managers makkelijk private voordelen naar zich kunnen toetrekken en indien de controlekosten laag zijn. Indien managers echter moeilijk private voordelen naar zich kunnen toetrekken en indien de controlekosten hoog zijn, zullen er minder externe bestuurders in de raad van bestuur zetelen (Raheja, 2005).

De controlevoordelen stijgen dus door de aanwezigheid van private voordelen voor managers. Daar private voordelen zeer breed omschreven zijn, hebben Boone et al. (2007) hier een geschikte variabele voor gezocht, namelijk de free cashflows. Daarnaast stijgen de controlevoordelen ook in de aanwezigheid van outsider incentive alignment en blokaandeelhouderschap (Raheja, 2005). Vandaar dat de literatuur stelt dat er een positieve relatie bestaat tussen de controlevoordelen en het aantal externe bestuurders in de raad van bestuur.

*Free cashflows:* Volgens Jensen (1986) geven free cashflows aanleiding tot het ontstaan agency problemen. Dit komt natuurlijk door de aard van de free cashflows, die makkelijk te vervreemden zijn en waarvan de marktwaarde altijd gekend is. Managers hebben vaak de neiging om deze free cashflows te gebruiken voor private voordelen af te leiden in plaats van ze te benutten in het belang van de aandeelhouders. Vandaar dat een objectieve controle dit kan voorkomen (Raheja, 2005).

*Outsider incentive alignment:* Raheja (2005) stelt dat er grote controlevoordelen bestaan indien er veel aandelen in handen zijn van externe bestuurders. In dit geval zullen de controlekosten dalen, daar het free-riding probleem zich hier niet zal voordoen aangezien de externe bestuurders als eigenaar zelf een actieve rol zullen spelen in het informatieacquisitieproces en het -verwerkingsproces. Ze zullen dit werk nu niet langer aan anderen overlaten daar ze nu zelf iets op het spel hebben staan. De controlevoordelen die ontstaan door aandelen in handen van externe bestuurders overstijgen de controlekosten, wat moet leiden tot een onafhankelijke raad van bestuur bestaande uit meer externe bestuurders. Ook Monem (2013) bevestigt dit. Hij stelt wel dat dit niet zo is in landen die gekenmerkt zijn door een hoog aansprakelijkheidsrisico voor managers. Hier heeft outsider ownership een negatief effect op de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Linck et al. (2008) weerleggen ook Raheja (2005) haar positieve relatie. Zij stellen namelijk dat er minder externe bestuurders nodig zijn om het management te controleren daar elke externe bestuurder die aandelen in handen heeft een grotere neiging heeft zelf het management te controleren. Zij zien dit dus als controlesubstituten.

*Blokaandeelhouders:* Vaak is het eigendom van een bedrijf geconcentreerd en zijn er slechts enkele aandeelhouders die grote percentages van de aandelen in handen hebben, zoals in België vaak het geval is waar families de blokaandeelhouders zijn (La Porta, Lopez-de-Silanes,

Shleifer, & Vishny, 1999). Het zijn dan die grote aandeelhouders die zelf graag lid worden van de raad van bestuur om hun belangen veilig te stellen en hun welzijn te maximaliseren (Monem, 2013). Hun aanwezigheid doet de gedeelde controlevoordelen die ontstaan door de extra monitoring toenemen, alsook hun private controlevoordelen (Holderness, 2003). Grossman en Hart (1988) stellen dat die voordelen voortvloeien uit de extra controle van het management. Dit leidt tot voordelen waarvan alle aandeelhouders genieten, maar ook tot voordelen waarvan enkel de private aandeelhouders alleen kunnen genieten ten nadele van de minderheidsaandeelhouders. De blokaandeelhouders verbeteren namelijk de controle binnen een bedrijf daar zij snel kunnen ingrijpen om managers te vervangen die de aandeelhouderswinsten niet maximaliseren (Kaplan & Minton, 1994) of door betere informatie te verwerven over de managementprestaties (Berle & Means, 1932). Dit maakt alternatieve controlemechanismen onnodig, wat leidt tot een minder onafhankelijke raad van bestuur (Monem, 2013). Zo stelt Monem (2013) dat een geconcentreerde eigendomsconcentratie, of de aanwezigheid van blokaandeelhouders, een negatief verband kent met de samenstelling van de raad van bestuur. Ook Li (1994), Prevost et al. (2002) en Raheja (2005) bevestigen dit. Mak en Li (2001) hun onderzoek concludeerde echter anders. Zij concludeerden dat er een positieve relatie bestaat tussen blokaandeelhouderschap en de samenstelling van de raad van bestuur. Het verschil tussen de onderzoeksresultaten kan komen doordat blokaandeelhouderschap zowel controlevoordelen als controlekosten met zich meebrengt, zoals opgemerkt door Shleifer en Vishny (1997). Zo kan controle door de blokaandeelhouders leiden tot benadeling van de minderheidsaandeelhouders (Grossman & Hart, 1988). Dit is dan een extra controlekost. Bovendien stellen Mak en Li (2001) dat onderzoek naar de relatie tussen blokaandeelhouders en de samenstelling van de raad van bestuur vaak gevoerd is op basis van een steekproef van bedrijven in omgevingen met een blokaandeelhouderschap die substantieel lager ligt dan in hun steekproef en dat die resultaten niet zomaar veralgemeenbaar zijn. De positieve relatie die Mak en Li (2001) vooropstellen, werd recent ook nog bevestigd door Bekiris (2013).

Uit de literatuur blijkt echter ook dat externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur niet alleen de controlevoordelen doen toenemen door het objectiever uitvoeren van de controlerol (Fama & Jensen, 1983), maar dat zij ook de controlekosten doen toenemen. Vandaar dat de samenstelling van de raad van bestuur bepaald wordt door een trade-off tussen de kosten en voordelen van monitoring. Indien de controlekosten sterker toenemen dan de controlevoordelen, reduceert de raad van bestuur het aantal externe bestuurders en opteert zij voor meer interne bestuurders die zetelen in de raad van bestuur (Raheja, 2005). Door externe bestuurders te vervangen door interne bestuurders, kunnen er namelijk verscheidene problemen en controlekosten voorkomen of verminderd worden. Zo reduceert het free-riding probleem (Raheja, 2005). In raden van bestuur met veel externe bestuurders, zijn er bestuursleden die hun werk niet grondig uitvoeren en denken te kunnen profiteren van hun collega's die dit wel doen (Cheng, 2008). Dit omdat externe bestuurders zelf grote private informatieacquisitiekosten alsook – verwerkingskosten hebben, om hun specifieke kennis en expertise te kunnen toepassen op het bedrijf waarin ze een bestuursrol vervullen (Cheng, 2008). Hiernaast reduceert de aanwezigheid van interne bestuurders in de raad van bestuur de informatieasymmetrie die er heerst tussen de verschillende bestuursleden in bedrijven met een hoog groeipotentieel (Linck et al., 2008). Dit moet de evaluatie van de managementbeslissingen door de raad van bestuur verbeteren, daar alle bestuursleden hun controle nu kunnen uitoefenen met volledige kennis van zaken. Ook Coles et al. (2007) bevestigen dit.

Stijgende controlekosten leiden dus ertoe dat de raad van bestuur zal samengesteld worden uit meer interne en minder externe bestuurders (Raheja, 2005). Vandaar dat men in de literatuur op basis van de monitoring hypothese van Raheja (2005) een negatieve relatie vooropstelt tussen controlekosten en het aantal externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur. Zoals eerder vermeld, stellen Boone et al. (2007) en Lehn et al. (2009) dat managerial ownership en de groeiopportunities van een bedrijf goede variabelen zijn voor het meten van de controlekosten.

*Managerial ownership*: Naarmate de CEO een hoger percentage van de aandelen bezit, verzwakken de agency problemen die ontstaan door de scheiding van beheer en eigendom van

een organisatie (Raheja, 2005). Doordat de CEO zelf aandelen in handen heeft, streeft ook hij nu naar waardemaximalisatie waardoor zijn belangen in lijn lopen met die van de overige aandeelhouders (Jensen en Meckling, 1976). Hierdoor moeten de overige aandeelhouders de beslissingen van het management minder controleren. De kans dat het management nu inferieure en risicovolle beslissingen neemt, is namelijk zeer klein (Raheja, 2005). Dit leidt ertoe dat bedrijven waarin de belangen van het management en de aandeelhouders in lijn lopen, controlekosten kunnen besparen door externe bestuurders te vervangen door interne bestuurders. Zo kunnen ze toch nog een effectieve controle over het management behouden (Raheja, 2005). De negatieve relatie tussen managerial ownership en het aantal externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur bestaat volgens Bathala en Rao (1995) dan ook doordat deze twee corporate governance mechanismen substituten zijn voor een effectieve controle.

*Groeiopportunities:* De groeiopportunities worden geacht een negatieve relatie te hebben met het aantal externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur, omwille van hun effect op de controlekosten (Lehn et al., 2009). Dit ten eerste omdat de controlekosten toenemen indien de groeiopportunities van een bedrijf stijgen omwille van het free-rider probleem (Linck et al., 2008). Het opvolgen van een groeiend bedrijf brengt voor de externe bestuurders namelijk veel kosten met zich mee daar zij veel informatie moeten verzamelen en deze op basis van hun kennis en ervaring moeten omzetten in bruikbaar advies voor het bedrijf (Cheng, 2008). Dit terwijl groeiopportunities net specifieke bedrijfskennis vereisen die interne bestuurders beschikbaar hebben (Coles et al., 2008). De groeiopportunities worden in de literatuur gemeten via de marktwaarde/boekwaarde-ratio en de R&D uitgaven (Linck et al., 2008). Gaver en Gaver (1993) bevestigen dat bedrijven met hoge marktwaarde/boekwaarde-ratio's en hoge R&D uitgaven effectief hoge groeiopportunities hebben die resulteren in een raad van bestuur bestaande uit veel interne bestuursleden. Ook Prevost et al. (2002) alsook Markarian en Parbonetti (2007) hebben aangetoond dat groeiopportunities negatief gerelateerd zijn aan het aantal externe bestuurders die in de raad van bestuur zetelen. Dit komt overeen met wat Bathala en Rao (1995) al eerder hadden vastgesteld, namelijk dat bedrijven met groeiopportunities liever interne bestuurders hebben zetelen in hun raad van bestuur omwille van hun ervaring en kennis met het bedrijf en haar technologie. Een tweede reden waarom groeiopportunities geacht worden een negatieve relatie te hebben met het aantal externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur is omwille van de variatie in het aandelenrendement. Hierdoor zullen ook de controlekosten toenemen daar de variatie onzekerheid over het bedrijf haar prestaties en toekomstige vooruitzichten weergeeft en duidt op informatieasymmetrie (Maug, 1997). Indien er informatieasymmetrie heerst, is het namelijk duurder om bedrijfsspecifieke eigendomsinformatie te transfereren naar externe bestuurders (Maug, 1997). Bovendien stellen Fama en Jensen (1983) dat bedrijven met meer volatiele aandelenrendementen ook meer informatie hebben die ongekend is voor de externe bestuurders. Dit maakt het moeilijker om het management haar prestaties te beoordelen (Boone et al., 2007). De externe bestuurders kunnen dan ofwel evalueren op basis van onvoldoende informatie, of op basis van informatie die ze moeten bekomen via de interne bestuurders (Lehn et al., 2009). Dit laatste valt niet aan te raden daar de opportuniteitskost van het management in groeiende bedrijven erg hoog is en het niet zeker is dat het management de externe bestuurders de juiste informatie zal verschaffen. Zo kan het zijn dat interne bestuurders niet de correcte informatie willen meedelen aan de externe bestuurders door hun afhankelijkheid ten opzichte van de CEO of doordat ze daardoor private voordelen naar zich kunnen toetrekken (Raheja, 2005). Ook Adams en Ferreira (2007) bevestigen dit. Volgens Adams en Ferreira (2007) moet de CEO een belangrijke afweging maken bij het vrijstellen van informatie aan de raad van bestuur. Indien hij dit doet, ontvangt hij beter advies wat de CEO ten goede komt want dit verhoogt de bedrijfswaarde zonder dat de raad van bestuur zich bemoeit met de beleidsbeslissingen. Het nadeel is echter dat de raad van bestuur hem dan beter kan monitoren en het beslissingsmakingsproces kan beïnvloeden. Hierdoor verliest de CEO de controle. Daar een onafhankelijke raad van bestuur de monitoringrol beter uitvoert, wil de CEO niet graag informatie met hen delen. Dit bemoeilijkt de monitoringrol, want de raad van bestuur is voor de uitvoering van hun taak afhankelijk van de informatie die ze van de CEO

en het management ter beschikking gesteld krijgen. Dit omdat de externe bestuursleden nog een fulltime job hebben en geen tijd hebben om die informatie zelf te verzamelen, of het voor hen gewoon weg te duur is. Vandaar dat een bedrijf beter opteert voor een management-friendly board die niet te onafhankelijk is en de CEO niet te intensief zal monitoren. Dit omdat de CEO geen bedrijfsspecifieke informatie zal meedelen indien de raad van bestuur te onafhankelijk is. Daarnaast zullen de overige managers de neiging hebben om de CEO te volgen, daar hun carrière als intern bestuurslid afhankelijk is van de CEO. Indien de raad van bestuur dus kwalitatief advies kan verlenen door gebruik te maken van de bedrijfsspecifieke informatie die de CEO ter beschikking stelt en de CEO niet teveel belang hecht aan controle, is een management-friendly raad van bestuur aangewezen waarbij de CEO niet te strikt gecontroleerd wordt (Adams & Ferreira, 2007).

Op basis van empirisch onderzoek gevoerd door enkele onderzoekers, blijkt de samenstelling van de raad van bestuur niet zo te zijn zoals verwacht wordt op basis van de theorie in de monitoring hypothese. Zo stelt Boone et al. (2007) dat de samenstelling van de raad van bestuur zelfs helemaal niet verklaard kan worden door de monitoring hypothese en dat deze niet gerelateerd is aan de trade-off tussen de controlekosten en de controlevoordelen. In hun resultaten blijkt er geen significant verband te bestaan tussen de controlevoordelen en de samenstelling van de raad van bestuur. Voor het verband tussen de controlekosten en de samenstelling van de raad van bestuur, vinden zij enkel een zwak negatief verband tussen het aantal externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur en de marktwaarde/boekwaarde-ratio van een bedrijf alsook managerial ownership. Over de informatieasymmetrie die gepaard gaat met groeiende bedrijven en het effect hiervan op de samenstelling van de raad van bestuur vinden zij geen enkel bewijs. Ten slotte vinden Boone et al. (2007) ook bewijs over het R&D niveau van een bedrijf, dit blijkt echter een positief verband te hebben met het aantal externe bestuurders die in de raad van bestuur zetelen. Ook Cicero et al. (2013) komen tot deze conclusie. Dit is inconsistent met wat de monitoring hypothese vooropstelt. Eerder voorspelden Smith en Watts (1992) al dat de groeiopportunities leiden tot een toename in de proportie van externe bestuurders, daar groeiopportunities leiden tot een grotere informatieasymmetrie. Dit geeft dan weer aanleiding tot meer agency problemen, die je kan oplossen met een onafhankelijke raad van bestuur.

Boone et al. (2007) stellen dan ook dat de variabelen vooropgesteld in de monitoring hypothese een minimale impact hebben op de samenstelling van de raad van bestuur, in vergelijking met de scope of operations en negotiation hypothesen. Ook Denis en Sarin (1999) en Guest (2008) bevestigen dit. Lehn et al. (2009) daarentegen vinden wel bewijs dat R&D-intensieve bedrijven gekenmerkt worden door een hogere fractie van interne bestuurders die zetelen in de raad van bestuur. Ook Markarian en Parbonetti (2007) bevestigen dit daar de interne complexiteit van een bedrijf de kennis vereist van haar werknemers omtrent de interne bedrijfsprocessen (Simon, 1996). Bovendien zijn de interne bestuurders ook betrokken bij de dagdagelijkse bedrijfsoperaties en beslissingen van het topmanagement (Vafeas, 1999). Harris en Raviv (2008) stellen ook dat indien interne bestuurders belangrijke informatie hebben relatief ten opzichte van externe bestuurders, dat raden van bestuur meer baat hebben bij interne bestuurders dan externe bestuurders. Ook Linck et al. (2008) en Monem (2013) bevestigen dit, alsook al het andere dat vooropgesteld wordt door de monitoring hypothese.

De monitoring hypothese stelt dus dat de samenstelling van de raad van bestuur een positieve relatie heeft met controlevoordelen, en een negatieve relatie met controlekosten (Raheja, 2005). Deze trade-off die de samenstelling van de raad van bestuur beïnvloedt, is sterk afhankelijk van de bedrijfskenmerken, de bedrijfsomgeving alsook de eigendomsstructuur van een bedrijf. Ondanks de meeste onderzoekers de monitoring hypothese steunen en concluderen dat de samenstelling van de raad van bestuur afhankelijk is van de controlekosten en -voordelen, gaat niet iedereen hiermee akkoord. Zo stellen Boone et al. (2008) en Guest (2008) dat de monitoring hypothese de samenstelling van de raad van bestuur niet kan verklaren. Zij bevestigen de conclusie van Agrawal en Knoeber (1996), namelijk dat de monitoringrol die de raad van bestuur vervult afhankelijk is van de sterkte van de andere corporate governance controlemechanismen die als substituut kunnen dienen voor de controlerol van de raad van bestuur. Daar de meeste onderzoekers toch het

effect van de controlekosten en -voordelen op de samenstelling van de raad van bestuur gedeeltelijk of volledig bevestigen, leidt dit tot de volgende monitoring hypothesen voor de samenstellingscomponent van de raad van bestuur:

*Hypothese 10a: "Hoe groter de controlekosten, hoe kleiner de kans op een onafhankelijke raad van bestuur."*

*Hypothese 10b: "Hoe groter de controlevoordelen, hoe groter de kans op een onafhankelijke raad van bestuur."*

### 5.3 Negotiation hypothese

Hermalin en Weisbach (1998) hun negotiation hypothese stelt dat de samenstelling van de raad van bestuur afhankelijk is van de onderhandelingen tussen de CEO van het bedrijf en de externe bestuurders die de CEO zijn managementbeleid moeten controleren. Die onderhandelingen zijn afhankelijk van de macht die de CEO heeft, en die macht gebruikt hij vaak bij het selecteren van kandidaat-bestuursleden (Mace, 1971). De onderhandelingsmacht die de CEO heeft, steunt op zijn waargenomen capaciteiten. Volgens Hermalin en Weisbach (1998) zijn CEO's die winsten genereren voor het bedrijf niet zomaar vervangbaar, waardoor zij veel aanzien verwerven bij de externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur. Zij gebruiken dit dan ook om een deel van die winst naar zich toe te trekken via private voordelen (Hermalin & Weisbach, 1998). Dit kunnen zij makkelijker realiseren indien zij de raad van bestuur domineren, dit is als de raad van bestuur klein is en deze uit veel afhankelijke interne bestuurders en weinig onafhankelijke externe bestuurders bestaat (Hermalin & Weisbach, 1998). Vandaar dat Kieschnick en Moussawi (2004) stellen dat indien de CEO zijn onderhandelingsmacht toeneemt, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur daalt. Door beperkingen op de CEO zijn onderhandelingsmacht, zal de onafhankelijkheid van de raad van bestuur net toenemen. Op basis van hun onderzoek, bevestigen ook Raheja (2005), Boone et al. (2007), Coles et al. (2008), Linck et al. (2008), Guest (2008) alsook Monem (2013) dit. De negotiation hypothese heeft dus een enorme bewijskracht op basis van reeds gevoerde onderzoeken.

In de literatuur komen enkele variabelen naar voren die vaak gebruikt worden om de onderhandelingsmacht van de CEO te meten. Zo stellen Boone et al. (2007) alsook Coles et al. (2008) dat managerial ownership, de CEO zijn loopbaan, de CEO zijn leeftijd alsook de historische winstgevendheid van het bedrijf de juiste variabelen zijn om de onderhandelingsmacht van de CEO te meten.

*Managerial ownership:* Naarmate de CEO meer aandelen in handen heeft, verwerft hij meer macht. De relatie tussen managerial ownership en de samenstelling van de raad van bestuur is negatief. Linck et al. (2008) verklaren dit op basis van wat Hermalin en Weisbach (1998) eerder al zeiden, namelijk dat machtige managers de raad van bestuur zo structureren op een manier die voor hun eigen het meest voordelig is. Indien de raad van bestuur minder onafhankelijk is, wordt het voor de CEO makkelijker om private voordelen naar zich toe te trekken. Daarnaast reduceren de overige aandeelhouders hun controlebelangen, omdat door managerial ownership de agency problemen die ontstonden door scheiding van eigendom en beheer verdwijnen of toch grotendeels reduceren. In dit geval kan het bedrijf best de extra monitoringkosten die gepaard gaan met een onafhankelijke raad van bestuur vermijden, daar dit controlesubstituten zijn. Vandaar dat er een negatieve relatie wordt verwacht tussen managerial ownership en de onafhankelijkheid van de raad van bestuur (Linck et al., 2008). Tenslotte stelt Cheng (2008) nog dat CEO's met een groot aandelenpercentage de neiging hebben risicovolle projecten te ondernemen, daar bij succes zij er veel bij winnen. Het aangaan van risicovolle projecten verloopt natuurlijk makkelijker indien er minder externe bestuurders zijn en er minder controle is.

*CEO Loopbaan:* Hoe langer deze loopbaan, hoe meer ervaring de CEO heeft als manager. Indien een CEO meer managementervaring heeft, nemen zijn waargenomen capaciteiten toe wat hem meer macht geeft. Hij is er namelijk gedurende een lange tijd in geslaagd het bedrijf goed te leiden (Monem, 2013). Dan opteert de CEO voor een minder onafhankelijke raad van bestuur, omwille van dezelfde redenen die hierboven bij *managerial ownership* zijn aangehaald.

*CEO Leeftijd:* Oudere CEO's hebben meestal ook een langere loopbaan. Vandaar dat ze meer managementervaring hebben en hun waargenomen capaciteiten toenemen. Zo verkrijgen ze meer macht en opteren ze voor een minder onafhankelijke raad van bestuur (Monem, 2013). Hiernaast stellen Linck et al. (2008) dat de CEO leeftijd ook moet aantonen of de CEO zijn pensioenleeftijd benadert en er dus al dan niet aan het opvolgingsproces van de CEO gedacht moet worden. Indien de CEO zijn pensioenleeftijd effectief nadert, zullen er meer interne bestuurders aan de raad van bestuur worden toegevoegd daar zij mogelijke kandidaten zijn voor de opvolging en dus de nieuwe CEO te worden (Vancil, 1987). De interne bestuurders worden aan de raad van bestuur toegevoegd om hen bloot te stellen aan verscheidene bedrijfsproblemen of moeilijkheden. Dit biedt hen ervaring en maakt het makkelijker de CEO-kandidaten te evalueren. Na de aanstelling van de nieuwe CEO, verlaten de interne bestuurders de raad van bestuur daar ze niet snel nog een kans hebben om opnieuw CEO te worden (Hermalin & Weisbach, 1988). Na aanstelling van een nieuwe CEO zal de proportie externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur dus terug toenemen. Een andere reden hiervoor is dat een nieuwe CEO meer baat heeft bij extra externe bestuurders die hem waardevol advies kunnen bieden. Bovendien heeft een nieuwe CEO nog niets bewezen, en heeft hij minder vrijheid om de raad van bestuur te structureren zoals hij dat wil. Vandaar dat aandeelhouders dan graag meer externe bestuurders in de raad van bestuur zien zetelen, om een degelijk controleoverzicht te behouden (Hermalin & Weisbach, 1988).

*Winstgevendheid:* Dit is een meting voor de prestaties van de CEO, in termen van hoe winstgevend hij het bedrijf kan maken met zijn managementbeleid. Indien de CEO goede prestaties levert, neemt de CEO zijn waargenomen capaciteit toe waardoor hij bewijst dat de invloed van externe bestuurders onnodig is. Hij reduceert dan de onafhankelijkheid van de raad van bestuur om zo onnodige monitoringkosten te besparen (Monem, 2013). Vance (1978) stelt zelfs dat de CEO bij goede bedrijfsprestaties de interne bestuurders beloont voor hun goede prestaties, door hen een bestuursfunctie aan te bieden. Dit creëert namelijk een verbintenis met de bedrijfsstrategie. Linck et al. (2008) bevestigen dat goede prestaties gepaard gaan met meer interne bestuurders en tonen aan dat bedrijven pas meer externe bestuurders toevoegen aan hun raad van bestuur nadat er slechte bedrijfsprestaties worden vastgesteld. Hermalin en Weisbach (1988) stellen dat dit nodig is omdat externe bestuurders ofwel meer controle moeten uitoefenen ofwel een nieuw perspectief moeten bieden van zaken doen. Dalton et al. (1998) bevestigen dit, en stellen dat externe bestuurders hiernaast ook nog extra expertise moeten bieden alsook de financiële gemeenschap moeten geruststellen dat alles onder controle is. De interne bestuurders die echter verantwoordelijk zijn voor de slechte prestaties, verlaten de raad van bestuur dan. In de literatuur komen er drie alternatieve proxies terug om de winstgevendheid van het bedrijf te meten. Hermalin en Weisbach (1988) stellen dat je best de EBITDA proxy kan gebruiken. Dit meet de onverwachte verdiensten die niet gevoelig zijn en afhankelijk zijn van een bedrijf haar grootte, industrie, kapitaalstructuur, afschrijvingsregime of belastingregime. Dalton et al. (1998) daarentegen gebruiken de ROA proxy, wat het rendement meet dat de CEO genereert ten opzichte van de totale activa. Deze proxy wordt ook in andere onderzoeken het meest gebruikt. Hiernaast opteren ze ook voor de ROE, het rendement dat genereerd wordt ten opzichte van het eigen vermogen.

Naast variabelen die meten hoe de CEO macht verwerft, komen in de literatuur ook variabelen aan bod die meten hoe de macht van de CEO nu net beperkt wordt. Boone et al. (2007) stellen hier drie variabelen voorop. Zij gebruiken outsider ownership, de aanwezigheid van venture capitalists en de reputatie van het bedrijf haar investeringsbank op het moment van beursintroductie. Als alternatieve variabele gebruiken zij zelfs nog de eigendomsconcentratie. Daar de variabelen outsider ownership en eigendomsconcentratie al werden opgenomen in de monitoring hypothese, worden deze twee variabelen niet meer opgenomen in de negotiation hypothese. De reden hieromtrent is dat Boone et al. (2007) stellen dat die eigendomsstructuren de macht van de CEO inperken door de extra controle die er uitgevoerd wordt. Vandaar dat deze variabelen beter aansluiten bij de monitoring hypothese in plaats van de negotiation hypothese. Wat de andere twee variabelen betreft, de aanwezigheid van venture capitalists en de reputatie van het bedrijf haar investeringsbank op het moment van beursintroductie, is het verkrijgen van data hieromtrent

voor Belgische beursgenoteerde bedrijven niet zo evident. Bovendien zijn Boone et al. (2007) echter één van de weinigen die deze variabelen opnemen om de negotiation hypothese te testen. Vandaar dat deze vier variabelen ook niet opgenomen worden in het empirische onderzoek naar het effect van de negotiation hypothese op de onafhankelijk van de raad van bestuur. Hier verder over uitwijken heeft dan ook geen zin.

Daar er in de literatuur grotendeels consensus bestaat over de negotiation hypothese en het effect van haar determinanten op de samenstelling van de raad van bestuur, wordt de volgende negotiation hypothese vooropgesteld voor de samenstellingscomponent van de raad van bestuur:

*Hypothese 11: "Hoe groter de onderhandelingsmacht van de CEO, hoe minder onafhankelijk de raad van bestuur."*

## **5.4 Familiebedrijven**

Daar deze masterproef zal worden uitgevoerd op basis van Belgische beursgenoteerde bedrijven, wordt kort het effect besproken dat familiaal aandeelhouderschap heeft op de samenstelling van de raad van bestuur. Dit omdat in België familiebedrijven een groot deel uitmaken van de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Hiernaast blijkt ook uit onderzoek dat de aanwezigheid van familieleden in een bedrijf significant de organisatorische processen beïnvloedt alsook het bedrijfsbeleid, wat familiebedrijven erg onderscheidt van niet-familiebedrijven (Chua et al., 1999). Ook de governancepraktijken binnen familiebedrijven zijn anders (Bammens et al., 2008).

Agrawal en Knoeber (1996) stellen dat de raden van bestuur van bedrijven waarin de CEO ook de oprichter is, gekenmerkt worden door minder externe bestuurders. Ook Denis en Sarin (1999) kwamen tot deze conclusie. Vandaar dat zij opmerkten dat de samenstelling van de raad van bestuur erg gelinkt is aan de eigendomsstructuur van een bedrijf. Daar de eigendomsstructuur van familiebedrijven vaak verschillend is van de eigendomsstructuur van niet-familiebedrijven, wordt er een verschil in de samenstelling van hun raad van bestuur verwacht (Corbetta & Salvato, 2004).

Bammens et al. (2011) toonden aan dat deze samenstellingskenmerken zelfs verschillen naargelang de verschillende generaties van een familie. Ook Bettinelli (2011) bevestigt dit. Zij stelt dat als familiebedrijven groeien, ze te maken krijgen met meer complexe problemen en CEO's meer beroep doen op hun raad van bestuur. Naarmate de generaties van een familie evolueren, ervaren zij namelijk verschillende niveaus van controle- en adviestaken die uitgeoefend moeten worden door de raad van bestuur (Bammens et al., 2011). Dat ook familiebedrijven nood hebben aan extern advies en expertise is logisch. De familiemanagers, die hier de interne bestuurders zijn, hebben wel bedrijfsspecifieke kennis door hun betrokkenheid bij het familiebedrijf alsook de training die ze van hun familieleden meekregen (Kets de Vries, 1993). Het ontbreekt hen echter aan algemene kennis van zaken doen (Sirmon & Hitt, 2003). Vandaar dat er advies vereist is van externe bestuurders met ervaring, expertise, kennis en functionele vaardigheden (Nash, 1988). Bammens et al. (2008) concluderen dan ook dat de nood aan advies stijgt overheen de generaties, alsook de kans dat er externe bestuurders zullen zetelen in de raad van bestuur. Deze positieve relatie tussen het aantal generaties en het aantal externe bestuurders in de raad van bestuur verloopt wel niet lineair. Dit omdat overheen de generaties de organisatorische kennis ook toeneemt (Astrachan et al., 2002). Volgens Astrachan et al. (2002) neemt deze kennis voornamelijk toe van de eerste naar de tweede generatie. Zij stellen dat de tweede en volgende generaties veel minder bijdragen aan het kennisontwikkelingsproces. Daar er van de eerste naar de tweede generatie geen grote nood is aan de kennis van externe bestuurders, maar wel van de tweede generatie naar alle volgende generaties, concluderen Bammens et al. (2008) dat er een convexe relatie bestaat tussen de familiegeneraties en de adviesnood of dus het aantal externe bestuurders die zullen zetelen in de raad van bestuur. Ook Bettinelli (2011) stelt dat familiebedrijven meer voordeel halen uit de aanwezigheid van externe bestuurders naarmate zij groeien en ouder worden.

In deze masterproef wordt er gewerkt met het onderscheid tussen interne en externe bestuursleden, daarnaast spreken Jones, Makri en Gomez-Mejia (2008) nog van affiliate bestuurders. Ook wel verbonden bestuurders genoemd. Deze bestuursleden bevinden zich tussen

de interne en externe bestuursleden in. Ze behoren wel tot de niet-uitvoerende externe bestuurders maar zijn niet volledig onafhankelijk van het management daar ze toch een goede band met hen hebben (Anderson & Reeb, 2004). Ondanks dat ze niet volledig onafhankelijk zijn, spelen de verbonden bestuurders toch een belangrijke rol in het strategische beslissingsmakingsproces (Jones et al., 2008). Dit omdat familiebedrijven advies vereisen maar ook een enorme behoefte hebben om de controle over het bedrijf in handen te houden (Gomez-Mejia, Makri, & Larraza-Kintana, 2007), en ze verbonden bestuurders meer vertrouwen door hun langdurige persoonlijke relatie met hen (Jones et al., 2008).

Indien het familiebedrijf wil groeien en zich wil diversifiëren, reduceert de familie het bedrijfsrisico. Zo daalt de volatiliteit van de winst en biedt dit de familie een grotere financiële zekerheid daar dit de overlevingskansen van het bedrijf verhoogt (Faccio et al., 2001). Vereisten die nodig zijn om deze groei te realiseren, zijn kennis en expertise in de nieuwe segmenten, nieuwe bronnen alsook nieuwe werkwijzen (Eisenmann, 2002). Daarnaast kan het zijn dat de groei gefinancierd moet worden met extern kapitaal (Schulze et al., 2003). Dit brengt echter het gevaar mee dat de familie de controle over het bedrijf gaat verliezen (Gomez-Mejia et al., 2007). Daarnaast wordt het dan ook moeilijker om familieleden te beschermen die louter hun job hebben verkregen omwille van hun familiebanden en niet omwille van hun competenties (Kepner, 1983). Vandaar dat men de raad van bestuur dan uitbreidt met verbonden bestuurders, zo tracht de familie een evenwicht te vinden tussen de bescherming van haar controlemacht (Gomez-Mejia et al., 2007) en de nood het bedrijf te diversifiëren teneinde het bedrijfsrisico te reduceren (Galve & Salas, 1996). Het zijn dan de verbonden bestuurders die de familie kunnen helpen de bedrijfsdiversificatie te verwezenlijken daar de familie hen vertrouwt. De verbonden bestuurders leveren dan de vereiste bronnen en connecties, alsook de vereiste kennis en expertise (Jones et al., 2008).

Daar in deze masterproef de verbonden bestuurders niet als een aparte categorie bestuurders wordt beschouwd, maar vervat zit in de categorie externe bestuursleden, betekent dit dat voor familiebedrijven die willen uitbreiden het aantal externe bestuurders zal toenemen.

Dat familiebedrijven nood hebben aan controle gevoerd door externe bestuurders, lijkt minder logisch na de conclusies van Agrawal en Knoeber (1996) alsook Denis en Sarin (1999) daar zij stellen dat indien de CEO ook de oprichter van het bedrijf is er minder externe bestuurders in de raad van bestuur zetelen. Van den Heuvel et al. (2006) verklaren dit doordat de CEO niet al te graag heeft dat de raad van bestuur zich moeit met bepaalde controletaken, zoals het vaststellen van de lonen. Toch tonen Bammens et al. (2011) aan dat externe bestuurders zeer geschikt zijn om controle te voeren in familiebedrijven. Dit komt doordat er in familiebedrijven vier soorten moral hazard problemen geïdentificeerd kunnen worden.

*De familie streeft haar eigen economische belangen na:* In beursgenoteerde familiebedrijven is de familie vaak een blokaandeelhouder. Zij hebben daarom de neiging om het management zelf te controleren, om de agency problemen tussen managers en aandeelhouders te reduceren (Florackis & Ozkan, 2009). Een ander agency probleem dat zo echter ontstaat, is dat de familie haar macht misbruikt en private voordelen naar zich toetrekt ten nadele van de minderheidsaandeelhouders bestaande uit niet-familieleden (La Porta et al., 2000). Externe bestuurders spelen dan een belangrijke rol in het beschermen van de minderheidsaandeelhouders (Anderson & Reeb, 2004).

*De familie streeft haar eigen niet-economische belangen na:* Families streven vaak belangen na die geen economische waarde creëren voor het bedrijf. Zo geven ze een familielid vaak een topmanagementfunctie, terwijl er betere kandidaten voor zijn buiten de familie. Zo benadelen ze de aandeelhouders die niet tot de familie behoren, daar zij enkel geïnteresseerd zijn in de economische prestatie van het bedrijf (Chrisman et al., 2004). Externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur kunnen dan de financiële belangen van de overige aandeelhouders beschermen (Fiegener et al., 2000).



*Neiging van de ouders om te handelen op basis van altruïstische motieven:* Altruïsme beïnvloedt de manier waarop de aandeelhouder-manager van het familiebedrijf als ouder kijkt naar de werkprestaties van zijn kinderen die tewerkgesteld zijn binnen het bedrijf. Vaak houden de ouders hun kinderen niet verantwoordelijk voor de fouten die ze begaan. Externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur mogen dan niet ontbreken. Zij moeten de tewerkgestelde kinderen actief controleren en voorkomen dat ze aan free-riding zullen doen (Chrisman et al., 2004).

*De verschillende gezinnen binnen de familie streven hun eigen belangen na:* Naarmate de familiegeneraties toenemen, zullen gezinnen meer en meer hun eigen economische en niet-economische voorkeuren hebben. Zij zullen deze dan ook nastreven, niet langer de doelen van de familie als geheel (Schulze et al., 2003). Overheen generaties, verliezen familiebedrijven hun karakteristieken die hen onderscheiden van niet-familiebedrijven (Lubatkin et al., 2005). Indien externe bestuurders zetelen in de raad van bestuur, kunnen ze de informatieasymmetrie overheen de verschillende gezinnen reduceren en het management controleren om te verzekeren dat ze handelen in het belang van het bedrijf en alle aandeelhouders (Steier, 2001).

Onafhankelijke externe bestuurders hebben dus een belangrijke controlerol in familiebedrijven. Ze helpen deze vier moral hazard problemen te reduceren. Toch willen families, ondanks de voordelen van een onafhankelijke raad van bestuur, graag het aantal externe bestuurders in de raad van bestuur beperken daar zij bang zijn om de macht te verliezen over het beslissingsmakingsproces in het bedrijf (Westhead et al., 2001). Toch moeten familiebedrijven hun raad van bestuur uitbreiden met externe bestuurders, onder druk van aandeelhouders die geen familie zijn en hun financiële belangen willen beschermen (Fiegenger et al., 2000). Corbetta & Salvato (2004) bevestigen dit. Dit is een vereiste voor de kredietbeoordeling van het bedrijf, wil het bedrijf een beroep doen op externe financiering. Ook overheen verscheidene familiegeneraties stijgt de vraag naar een onafhankelijke raad van bestuur, daar de belangen van de verschillende gezinnen niet meer overeenstemmen (Jaskiewicz & Klein, 2007). Zo concludeerden Bammens et al. (2008) dat de controlevereiste van de raad van bestuur toeneemt overheen de generaties. Dit omwille van de toenemende taakconflicten die ontstaan overheen de generaties alsook het afnemend vertrouwen (Raskas, 1998). De externe bestuurders spelen dan niet enkel een belangrijke rol in het voeren van controle over het managementbeleid, ze spelen ook een belangrijke rol als bemiddelaar bij alle belangenconflicten die bestaan tussen de aandeelhouders onderling alsook de familieleden (Anderson & Reeb, 2004).

Daar de nood aan controle alsook advies in familiebedrijven toeneemt overheen de generaties, en vooral vanaf de tweede generatie naar de derde en zo verder (Bammens et al., 2008), kan er verwacht worden dat familieleden de raad van bestuur zullen uitbreiden met externe bestuurders. Familieleden halen namelijk voordeel uit de aanwezigheid van externe bestuurders. Niet alleen baten zij bij externe bestuurders hun expertise, kennis en vaardigheden (Nash, 1988). Maar ook door de objectiviteit die de externe bestuurders zullen toepassen om te controleren of het managementbeleid het welzijn van het bedrijf en alle aandeelhouders vooropstelt alsook door de bemiddelende rol die de externe bestuurders op zich nemen om interestbelangen te vermijden (Anderson & Reeb, 2004). Vandaar dat voor de samenstellingscomponent van de raad van bestuur in familiebedrijven de volgende hypothese wordt opgesteld:

*Hypothese 12: "Indien een bedrijf een familiebedrijf is, stijgt de kans op een onafhankelijke raad van bestuur."*

## **5.5 Algemene conclusie**

De samenstelling van de raad van bestuur wordt voornamelijk bepaald door de scope of operations en de negotiation hypothesen. Boone et al. (2007) concluderen dat bedrijven de samenstelling van hun raad van bestuur voornamelijk bepalen aan de hand van het advies dat het bedrijf vereist, alsook op basis van de onderhandelingsmacht die de CEO heeft ten opzichte van de externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur. Dit wordt onder andere ook bevestigd door Guest (2008). De monitoring hypothese heeft ook enige invloed op de samenstelling van de raad van

bestuur, maar deze invloed blijkt echter klein in vergelijking met de andere twee hypothesen. Hermalin en Weisbach (1998) bevestigen dit en stellen dat dit logisch is daar de bestuursleden die controle moeten uitoefenen onafhankelijk van het management, niet gekozen worden door het management. De wetgeving stelt wel dat het de aandeelhouders zijn die de bestuursleden moeten kiezen, maar in de praktijk selecteren zij enkel de bestuursleden nadat het management ze aan hen heeft aangeraden (Mace, 1971).

In het algemeen betekent dit dat complexe bedrijven opteren voor een onafhankelijke raad van bestuur. Bedrijven waarin de CEO een grote onderhandelingsmacht heeft daarentegen opteren eerder voor een afhankelijke raad van bestuur.

## Hoofdstuk 6: Empirisch onderzoek

Voor de uitwerking van de empirische studie, wordt er gebruik gemaakt van een verklarend onderzoek. Daar er reeds inzicht verworven is over welke determinanten een rol spelen in de algehele samenstelling van de raad van bestuur, is het doel van deze masterproef het verklaren van hoe deze determinanten nu echter net de drie specifieke samenstellingscomponenten van de raad van bestuur beïnvloeden, en of ze al dan niet een significant effect hebben op deze drie componenten. Om dit te bereiken, en ook om na te gaan of de vooropgestelde relaties tussen de determinanten en de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur gelden, worden er regressieanalyses uitgevoerd. Het statistische softwareprogramma Stata (versie 12) zal gebruikt worden voor de econometrische analyse van de verzamelde data en het testen van de vooropgestelde hypothesen.

### 6.1 Onderzoekseenheid

De onderzoekseenheid van deze masterproef bestaat uit 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven die actief zijn overheen de jaren 2009 tot en met 2014, ongeacht de sector waarin ze actief zijn. Ook familiebedrijven worden in dit onderzoek in rekening gebracht, daar er reeds onderzoek gevoerd is naar de algehele samenstelling van de raden van bestuur en er geacht wordt dat de samenstelling in familiebedrijven verschilt van niet-familiebedrijven (Chua et al., 1999). Wel moet opgemerkt worden dat overheidsbedrijven, financiële instellingen en holdings buiten beschouwing gelaten worden, daar hun samenstelling van de raad van bestuur aanzienlijk verschilt van de andere bedrijven en er voor hen specifieke regels hieromtrent gelden. Voor de periode van 2009 tot en met 2014 wordt er gewerkt met *unbalanced* paneldata. Dit omdat voor vele bedrijven niet alle data beschikbaar is voor alle jaren, waardoor bij het gebruik van *balanced* paneldata teveel bedrijven geëlimineerd zouden moeten worden. Bovendien wordt zo ook de survivorship bias geëlimineerd, daar er nu ook rekening wordt gehouden met zowel de bedrijven die gedurende de periode 2009-2014 failliet zijn gegaan, alsook de bedrijven die gedurende deze periode hun beursgang hebben gemaakt.

### 6.2 Dataverzameling

De dataverzameling voor het uitvoeren van deze empirische studie, verliep via vier bronnen. De bepaling van de onderzoekseenheid bestaande uit 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven verliep via de database van de Bel-First. Deze database wordt samengesteld door Bureau van Dijk. Dit bureau biedt verscheidene tools aan voor het gebruik van financiële analyses en de opvolging van de financiële prestaties van vele ondernemingen. De Bel-First vormde een geschikte dataset voor de gegevensvereisten van deze masterproef, daar deze uitgebreide informatie bevat over de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Daar niet alle vereiste gegevens beschikbaar waren via de Bel-First database, werd er voor de dataverzameling nog gebruik gemaakt van drie andere bronnen. Zo werd er ook gebruik gemaakt van informatie uit de jaarrekeningen neergelegd door de Belgische beursgenoteerde bedrijven, te raadplegen via de website van de Nationale Bank van België. Daarnaast werden ook de officiële websites van de Belgische beursgenoteerde bedrijven geraadpleegd, waarop hun jaarverslagen gepubliceerd worden. Deze jaarverslagen waren vereist voor specifieke corporate governance data. Tenslotte werd ook nog het internet geraadpleegd, voornamelijk om de leeftijd van de CEO's te vinden.

De dataverzameling omvat 684 observaties, uitgaande van 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven overheen een tijdsbestek van zes jaren. Voor deze observaties werd er data verzameld van 29 variabelen. Om rekening te houden met de industrie waarin de bedrijven actief zijn, werden er nog eens 33 industrie-dummyvariabelen gecreëerd, 1 voor elke industriecategorie die voorkomt in de onderzoekseenheid.

Wel dient opgemerkt te worden dat één variabele die aan bod is gekomen in de literatuurstudie, niet werd gebruikt ter uitvoering van het empirisch gedeelte. Het gaat om de variabele overgang van publiek naar privaat bedrijf. Gedurende de zesjarige periode van 2009-2014 heeft er namelijk bij geen enkel bedrijf uit de onderzoekseenheid zo'n overgang plaatsgevonden. Vandaar dat deze

variabele niet verder werd meegenomen in de economische regressies, de variabele had namelijk geen economische verklarende macht.

### **6.3 Meting van de componenten van de algehele samenstelling van de raad van bestuur**

Uit voorgaande literatuur werd al duidelijk hoe de drie componenten van de algehele samenstelling van de raad van bestuur empirisch werden gemeten. Voor de componenten grootte en leiderschapsstructuur van de raad van bestuur, gebeurden de empirische metingen op een redelijk consistente wijze. Voor de samenstellingscomponent daarentegen, bestaat er echter een praktijkprobleem. Bij de bepaling van de samenstelling van de raad van bestuur, werden in empirisch onderzoek maar liefst meer dan twintig verschillende meetbenaderingen gebruikt (Daily et al., 1999). De vier meetproporties die worden gebruikt in de literatuur, en die dan elk ook nog eens op verschillende manieren gedefinieerd worden, zijn de volgende:

*Interne bestuurder proportie:* Dit meet de verhouding van het aantal interne bestuurders ten opzichte van het totale aantal bestuursleden (Daily et al., 1999).

*Externe bestuurder proportie:* Dit meet de verhouding van het aantal externe bestuurders ten opzichte van het totale aantal bestuursleden. Deze proportie wordt het vaakst gebruikt in de literatuur als meetbenadering voor de samenstelling van de raden van bestuur (Daily et al., 1999).

*Onafhankelijke vs. afhankelijke bestuurdersproportie:* Hier beschouw je niet de directe tewerkstelling bij het bedrijf als afhankelijkheidsbepaling, maar het feit of een bestuurslid al dan niet werd aangeraden om te zetelen in de raad van bestuur door de CEO die het bedrijf leidde op moment van benoeming van het bestuurslid (Daily et al., 1999). Een afhankelijk bestuurslid werd aangewezen gedurende de loopbaan van de huidige CEO, een onafhankelijk lid werd verkozen tot bestuurslid gedurende de loopbaan van voorgaande CEO's.

*Verbonden bestuurdersvertegenwoordiging:* Dit meet de proportie van het aantal verbonden bestuurders, zij die speciale relaties hebben met het bedrijf waarin ze zetelen als bestuurslid, ten opzichte van het totaal aantal bestuursleden (Daily et al., 1999). Volgens Daily en Dalton (1994) wordt deze meetbenadering echter het minst gebruikt in empirisch onderzoek.

In deze masterproef zal er voor de samenstellingscomponent gebruik gemaakt worden van een combinatie van de metingen. Daar de samenstellingscomponent het uiteindelijke doel heeft een beeld te geven over de onafhankelijkheid van de raad van bestuur, wordt deze in deze masterproef gemeten via de proportie externe, onafhankelijke bestuurders ten opzichte van het totale aantal bestuursleden die zetelen in de raad van bestuur. Daar in België heel duidelijk gedefinieerd wordt in artikel 526 ter Wetboek Vennootschappen wanneer een bestuurder onafhankelijk is, en dit verplicht te melden valt door bedrijven in hun jaarverslag, is deze data goed toegankelijk. Het gebruik van de proportie externe bestuurders ten opzichte van het totale aantal bestuurders wordt verklaard door drie redenen:

1. Zoals eerder vermeld, bestonden er volgens Daily et al. (1999) in 1999 reeds twintig verschillende werkwijzen in de literatuur om de samenstelling van de raad van bestuur te definiëren. Alle definities steunden op het principe van onafhankelijkheid of een gebrek daaraan tussen de bestuursleden en het management, alsook de impact die dit onderscheid kon hebben op de bedrijfsprestaties (Daily & Dalton, 1994). Er werd namelijk gedacht dat de samenstelling van de raad van bestuur een directe en significante invloed had op de bedrijfsprestaties (Fromson, Michels, & Fefer, 1990). De vele verschillende manieren om de samenstelling van de raad van bestuur te meten, hebben waarschijnlijk ertoe geleid dat er een gebrek aan consensus bestaat over de relatie tussen de samenstelling van de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties (Zahra & Pearce, 1989). Daily et al. (1999) stellen dat de manier waarop de samenstellingscomponent gemeten wordt, moet voortvloeien uit de theorieën die de rol van de raad van bestuur verklaren. Dit zijn de agency theorie, resource dependence theorie, de sociale klasse theorie alsook de

stewardship theorie (Zahra & Pearce, 1989). Elke theorie benadert de samenstellingscomponent vanuit een ander perspectief, maar wat de vier theorieën gemeen hebben is dat ze alle vier een belang hechten aan het onderscheid tussen interne bestuurders en externe bestuurders. De agency en stewardship theorieën zijn gerelateerd aan de rol van de raad van bestuur om het management te monitoren om de belangen van de aandeelhouders en andere stakeholders te waarborgen (Fama & Jensen, 1983). De focus ligt hier dus op externe bestuurders en hun onafhankelijkheid daar interne bestuurders minder effectief zijn in het oprecht evalueren van de CEO en hun andere collega's. De resource dependence theorie benadrukt het onderscheid tussen externe bestuurders en interne bestuurders daar externe bestuurders de mogelijkheid hebben noodzakelijke bronnen te bekomen uit de bedrijfsomgeving, belangrijke connecties kunnen opleveren en bijdragen aan de bedrijfsreputatie (Pfeffer, 1972). De sociale klasse theorie focust tenslotte op de bestuursleden hun functie als lid van de sociale elite alsook de bedrijfselite (D'Aveni, 1990). Hierbij worden externe bestuurders gevraagd om bestuursleden te worden omwille van hun professionele en sociale connecties. De belangrijkste assumptie die dus gemaakt wordt in de corporate governance literatuur met betrekking tot de samenstellingscomponent, is dus de assumptie van afhankelijkheid versus onafhankelijkheid van de raad van bestuur (Johnson et al., 1996). Hiervoor gebruikt men het onderscheid tussen externe bestuurders en interne bestuurders, daar externe bestuurders hun primaire beroep niet afhankelijk is van het management van het bedrijf waarin ze zetelen als bestuurslid en ze dus financieel onafhankelijk zijn (Daily et al., 1999). Ondanks alle voordelen die externe bestuurders met zich mee brengen, zijn er ook nadelen aan verbonden. Dit maakt de aanwezigheid van interne bestuurders in de raad van bestuur ook nodig. Zo ontbreekt het externe bestuurders aan bedrijfsspecifieke kennis, waardoor informatie van de interne bestuurders nodig is om managementbeslissingen gepast te evalueren (Baysinger & Butler, 1985).

2. Bij het onderscheid van de bestuursleden wordt enkel gebruik gemaakt van externe en interne bestuurders, daar er onvoldoende data ter beschikking is van de Belgische beursgenoteerde bedrijven om een nog specifiekere onderscheid te maken tussen de verschillende soorten bestuursleden. Zo gebruiken enkele onderzoekers bijvoorbeeld een breder onderscheid tussen interne bestuurders, verbonden bestuurders, onafhankelijke bestuurders en familiebestuurders (Finkelstein et al., 2009). Bovendien zou het ook tijdrovend zijn om dit specifiekere onderscheid na te gaan voor alle Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

3. Veel recente studies maken voor de samenstellingscomponent van de raad van bestuur gebruik van het onderscheid interne ten opzichte van externe bestuurders. De samenstelling van de raad van bestuur en haar onafhankelijkheid wordt in de literatuur voornamelijk gemeten als het percentage externe bestuurders actief in de raad van bestuur. Enkele voorbeelden zijn: Hermalin en Weisbach (1988), Boone et al. (2007), Linck et al. (2008), Guest (2008), Cheng (2008), Monem (2013), etc.

In het verdere verloop van deze masterproef, worden de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur als volgt gemeten:

*Grootte van de raad van bestuur:* Dit wordt bepaald door het totale aantal leden dat de raad van bestuur telt, zowel interne als externe bestuurders (Coles et al., 2008). Ook Boone et al. (2007), Linck et al. (2008), Guest (2008) en nog vele andere onderzoekers gebruiken dezelfde definitie.

*Leiderschapsstructuur van de raad van bestuur:* De leiderschapsstructuur van de raad van bestuur wordt bepaald door de geldende machtsverhouding tussen de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur (Linck et al., 2008). Meer specifiek houdt dit rekening met het feit of er al dan niet CEO duality geldt. CEO duality betekent dat één individu zowel de functie van CEO als de functie van voorzitter van de raad van bestuur gelijktijdig vervult (Krause et al., 2014). Vele andere onderzoekers hanteren dezelfde definitie.

*Samenstelling van de raad van bestuur:* Deze variabele meet het aantal externe, onafhankelijke bestuurders ten opzichte van het totale aantal bestuursleden (= grootte van de raad van bestuur), ter indicatie van het onafhankelijkheidspercentage van de raad van bestuur.

Hierbij worden in de literatuur externe bestuurders gedefinieerd als alle bestuursleden die zetelen in de raad van bestuur en niet door het bedrijf tewerkgesteld worden. Zij worden geacht onafhankelijk te zijn. In deze masterproef gelden echter strengere vereisten voor bestuurders om als onafhankelijk bestuurder gekwalificeerd te worden. De externe bestuurders worden pas als onafhankelijke bestuurders beschouwd als ze voldoen aan de criteria van artikel 526 ter Wetboek Vennootschappen.

Voor de definiëring van de gebruikte onafhankelijke variabelen, zie *Bijlage 1: Variabelenlijst*.

## 6.4 Onderzoeksmodellen

Op basis van de gevoerde literatuurstudie, zullen volgende modellen geschat worden om na te gaan welke nu net de determinanten zijn van de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur:

$$\begin{aligned} GROOTTE = & \alpha + \beta_1 EV + \beta_2 PRODUCT + \beta_3 SCHULD + \beta_4 AGE_{BEURS} + \beta_5 AGE_{BEURS}^2 + \beta_6 FCF + \beta_7 BLOK \\ & + \beta_8 MAN_{OWN} + \beta_9 ARV + \beta_{10} ROA + \beta_{11} CEO_{AGE} + \beta_{12} CEO_{TENURE} + \beta_{13} CEO_{NEW} + \beta_{14} FAM_{20} \\ & + \beta_{15} GEN + \beta_{16} OPRICHTER + Industriedummies + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} CEO\_DUALITY = & \alpha + \beta_1 EV + \beta_2 PRODUCT + \beta_3 SCHULD + \beta_4 AGE_{BEURS} + \beta_5 AGE_{BEURS}^2 + \beta_6 FCF + \beta_7 BLOK \\ & + \beta_8 MAN_{OWN} + \beta_9 ARV + \beta_{10} ROA + \beta_{11} CEO_{AGE} + \beta_{12} CEO_{TENURE} + \beta_{13} CEO_{NEW} + \beta_{14} FAM_{20} \\ & + \beta_{15} GEN + \beta_{16} OPRICHTER + Industriedummies + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} SAMENSTELLING = & \alpha + \beta_1 EV + \beta_2 PRODUCT + \beta_3 SCHULD + \beta_4 AGE_{BEURS} + \beta_5 AGE_{BEURS}^2 + \beta_6 FCF + \beta_7 BLOK \\ & + \beta_8 MAN_{OWN} + \beta_9 ARV + \beta_{10} ROA + \beta_{11} CEO_{AGE} + \beta_{12} CEO_{TENURE} + \beta_{13} CEO_{NEW} + \beta_{14} FAM_{20} \\ & + \beta_{15} GEN + \beta_{16} OPRICHTER + Industriedummies + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

## 6.5 Empirische onderzoeksaanpak

Of de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen al dan niet een effect hebben op de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur, zal getest worden via panelregressies op basis van unbalanced paneldata. Het effect op de grootte- en samenstellingscomponent van de raad van bestuur wordt nagegaan aan de hand van multivariate panelregressies. Voor de leiderschapsstructuur-component van de raad van bestuur wordt een binaire logistische panelregressie gehanteerd. Voor de start van de regressies wordt er wel een correctie doorgevoerd voor outliers in de data. Deze worden niet verwijderd, maar hun waarden worden afgerond op de 1% en 99% grenswaarden van de variabelen.

Om het endogeniteitsprobleem op te lossen, wordt er gewerkt met industrie fixed effects in de multivariate en binaire logistische panelregressiemodellen. De industrie fixed effects worden gekozen omdat bedrijven die opereren in éénzelfde industrie blootgesteld zijn aan gelijkaardige marktcondities en gelijkaardige productietechnologieën hanteren. De industrie controleert dus de economische omgeving waarin bedrijven actief zijn en beïnvloedt zo ook de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur. Op basis van de NACE-BEL 2008 industriecodes, worden de 33 verschillende industrieën vertegenwoordigd in de onderzoekseenheid in rekening gebracht. Daarnaast blijkt uit de gevoerde Hausman-test ( $\text{Prob} > \text{Chi}^2 = 0.0127$ ) ook dat er geopteerd moet worden voor een fixed effects model, en geen random model.

Bij afronding van het empirische onderzoek volgen er nog twee robuustheidstesten. Zo zal er gebruik worden gemaakt van proxies om variabelen hun effect op de drie samenstellingscomponenten te testen bij een andere meetbenadering. Daarnaast worden er nog system GMM regressies uitgevoerd. Hierin wordt het endogeniteitsprobleem opgelost door middel van het gebruik van instrumentele variabelen. Hiervoor worden de endogene variabelen alsook sommige exogene variabelen hun *lagged* waarden gebruikt. Dit zijn de *first differences* van die variabelen.

## 6.6 Controle van de voorveronderstellingen

Voorafgaand aan de regressieresultaten worden in deze paragraaf eerst vier vooronderstellingen getest. Zonder deze controle kunnen de resultaten van het empirische onderzoek namelijk mogelijk misleidend zijn. Er wordt getest voor normaliteit, multicollineariteit, autocorrelatie en homogeniteit.

*Normaliteit:* Een voorveronderstelling wat de storingstermen betreft, is dat deze een normaalverdeling volgen. Dit blijkt aan de hand van normaliteitsplots effectief zo te zijn.

*Multicollineariteit:* Bij paneldata geldt de assumptie dat er een beperkte mate van multicollineariteit aanwezig is, door de correlatie tussen de onafhankelijke variabelen in een regressieanalyse. In deze masterproef wordt de aanwezigheid van multicollineariteit getest via de VIF test, de variance inflation factor. Indien deze factor groter is dan 10, is er teveel multicollineariteit aanwezig tussen de onafhankelijke variabelen. Dit is niet het geval in deze dataset, een beperkte mate van multicollineariteit kan echter niet uitgesloten worden.

*Autocorrelatie:* Dit gaat de onafhankelijkheid van de storingstermen in de regressiemodellen na. Er geldt de aanname dat deze storingstermen onderling niet gecorreleerd zijn. Indien dit echter wel zo is, is er sprake van autocorrelatie. In deze masterproef wordt de aanwezigheid van autocorrelatie in de panelregressiemodellen getest via de Wooldridge autocorrelatietest. Hierin stelt de nulhypothese dat er geen eerste order autocorrelatie aanwezig is. De resultaten van deze autocorrelatietest ( $\text{Prob} > F = 0.000$ ) verwerpen echter de nulhypothese, wat betekent dat er wel autocorrelatie aanwezig is in de data.

*Heteroscedasticiteit:* Er geldt de voorveronderstelling dat er geen heteroscedasticiteit aanwezig mag zijn in de data. Indien er echter wel heteroscedasticiteit aanwezig is, worden de significantietesten overschat. Dit wordt getest via een LR-test, de likelihood ratio test waarbij de nulhypothese stelt dat er geen heteroscedasticiteit aanwezig is. Deze wordt echter verworpen ( $\text{Prob} > \chi^2 = 0.000$ ), wat betekent dat er wel degelijk heteroscedasticiteit aanwezig is. Dit probleem wordt deels aangepakt door voor bepaalde variabelen het logaritme te nemen.

In de multivariate en logistische paneldataregressies die gehanteerd worden in deze masterproef, worden er correcties doorgevoerd voor de aanwezigheid van autocorrelatie en heteroscedasticiteit. Dit kan wel leiden tot een overschatting van de regressiecoëfficiënten ten opzichte van het system GMM panelmodel, daar dit model reeds robuust is voor autocorrelatie en heteroscedasticiteit. Of dit effectief het geval is, wordt besproken in de robuustheidstesten.





# Hoofdstuk 7: Empirie

## 7.1 Beschrijvende data

Voor de 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven, die de onderzoekseenheid van deze masterproef vormen, worden de samenstellingskenmerken van de raad van bestuur besproken, alsook de evolutie van deze samenstellingskenmerken overheen de periode 2009-2014.

**Tabel 1: Beschrijvende statistieken GROOTTE, CEO\_DUALITY, SAMENSTELLING**

Deze tabel geeft een overzicht van de beschrijvende statistieken voor de grootte, leiderschapsstructuur en samenstelling van de raad van bestuur. Het geeft voor elke optimale samenstellingscomponent de gemiddelde waarde weer van 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven overheen de periode 2009-2014, alsook de standaarddeviatie hiervan. Daarnaast meldt ze de minimum- en maximumwaarden voor deze drie componenten. Vervolgens worden nog de 10<sup>de</sup>, 25<sup>ste</sup>, 50<sup>ste</sup>, 75<sup>ste</sup> en 90<sup>ste</sup> percentielwaarden gegeven.

Beschrijvende stat.	Gemiddelde	St.Dev.	Min	Max	10de Percentiel	25ste Percentiel	50ste Percentiel	75ste Percentiel	90ste Percentiel
GROOTTE (aantal)	8	3.3343	1	26	3	6	8	10	12
CEO_DUALITY (%)	18.22%	0.3863	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
SAMENSTELLING (%)	40.24%	0.1623	0.00%	85.71%	20.00%	33.33%	40.00%	50.00%	60.00%

Bovenstaande *Tabel 1: Beschrijvende statistieken GROOTTE, CEO\_DUALITY, SAMENSTELLING* toont de samenstellingskenmerken van de raad van bestuur voor de onderzochte 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven. In België bestond de raad van bestuur voor beursgenoteerde bedrijven gedurende de periode 2009-2014 gemiddeld uit een achttal bestuursleden, daar 50% van de bedrijven uit de onderzoekseenheid opteerden voor een raad van bestuur bestaande uit zes tot tien bestuursleden. Slechts bij 9.79% van de onderzochte bedrijven bestond de raad van bestuur maar uit drie bestuursleden of minder. Ook al te grote raden van bestuur komen in België niet echt voor, daar maar 11.43% van de onderzochte bedrijven kozen om twaalf of meer bestuursleden in hun raad te laten zetelen. Dit is niet verrassend, daar de Belgische Corporate Governance Code 2009 stelt dat de raad van bestuur niet te klein en niet te groot mag zijn.

Wat de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur betreft, wordt er in België door beursgenoteerde bedrijven niet vaak geopteerd voor CEO duality. 81.78% van de onderzochte Belgische beursgenoteerden bedrijven koos ervoor om de functie van CEO en de functie van voorzitter van de raad van bestuur te scheiden. Dat dit percentage zo hoog ligt, is geen verrassing daar de Belgische Corporate Governance Code 2009 de Belgische beursgenoteerden bedrijven verplicht om deze twee functies te scheiden. In 18.22% van de gevallen worden deze functies echter nog niet gescheiden. Opmerkelijk is wel dat dit vooral in familiebedrijven zo is, vooral indien de eerste generatie nog aan de leiding van het bedrijf staat en/of de oprichter zelf de rol van CEO vervult. Dit blijkt uit *Bijlage 2 Beschrijvende data Tabel 8: Correlatiematrix*.

Naast de discussies omtrent de optimale grootte en de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur, wordt er in de praktijk ook veel gediscussieerd over de samenstelling van de raad van bestuur. Meer bepaald over de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Overheen de periode 2009-2014, behaalden Belgische beursgenoteerde bedrijven een gemiddeld onafhankelijkheidspercentage van 40.24%. Voor 50% van de bedrijven in de onderzoekseenheid, schommelt de onafhankelijkheid van de raad van bestuur tussen 33.33% en 50%.

## Tabel 2: Evolutie van de samenstellingscomponenten

Deze tabel geeft de evolutie van de gemiddeldes van de grootte, leiderschapsstructuur en samenstelling van de raad van bestuur weer voor 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven overheen de periode 2009-2014. Tenslotte wordt er ook nog de gemiddelde waarde gegeven van de drie samenstellingscomponenten overheen de zes jaren.

### GROOTTE, CEO\_DUALITY & SAMENSTELLING per jaar

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Gem
<b>GROOTTE</b>	7.96	7.93	7.8	7.71	7.61	7.64	8
<b>CEO_DUALITY</b>	0.1802	0.1696	0.177	0.177	0.193	0.1964	0.1822
<b>SAMENSTELLING</b>	0.3752	0.3887	0.3985	0.3998	0.423	0.4289	0.4024

Wat opvalt in bovenstaande *Tabel 2: Evolutie van de samenstellingscomponenten*, is dat de grootte van de raad van bestuur in België overheen de jaren constant is gebleven. Als de grootte van de raad van bestuur al veranderde van het ene jaar op het andere, was dit voornamelijk doordat er één bestuurslid aan de raad van bestuur werd toegevoegd of net de raad van bestuur verliet. Ook in de leiderschapsstructuur van Belgische beursgenoteerde bedrijven werd er amper enige verandering waargenomen overheen de periode 2009-2014. Amper acht van de 114 bedrijven hebben gedurende deze periode hun leiderschapsstructuur aangepast. Door de verplichte scheiding van de twee functies bij Belgische beursgenoteerde bedrijven, is er de neiging te denken dat de leiderschapsstructuur doorheen de tijd geëvolueerd is van CEO duality naar non-CEO duality. Dit blijkt niet zo. Enkel net na de invoering van de Belgische Corporate Governance Code 2009 was er een daling in CEO duality. Sinds 2010 valt er net een stijging in CEO duality op te merken, ondanks de verwachtingen. Wat de samenstelling van de raad van bestuur betreft, is er wel een evolutie merkbaar doorheen de tijd. Gedurende de periode 2009-2014, is er een stijgende trend van gemiddeld 5.37% in het onafhankelijkheidspercentage van de raad van bestuur. Dit valt te verklaren doordat er in de corporate governance literatuur meer en meer gepleit wordt voor een onafhankelijke raad van bestuur, die in dienst staat van zowel de aandeelhouders als andere stakeholders van het bedrijf. Een andere mogelijke verklaring voor de stijging van de onafhankelijkheid van de raad van bestuur is de toename van het aantal vrouwelijke bestuursleden, vereist door de Corporate Governance Code 2009 die stelt dan tenminste één derde van de bestuursleden van het andere geslacht dient te zijn. Wang en Kelan (2013) stellen namelijk dat vrouwen onafhankelijker zijn dan mannen, daar zij externe bestuursleden zijn zonder al te veel connecties met andere bestuurders. Dit omdat veel vrouwen nog geen positie in de managementelite hebben verworven. Een verklaring hiervoor is dat de vrouwelijke bestuurders vaak jonger zijn dan de mannelijke bestuursleden. Dit dient echter nog nader onderzocht te worden voor de Belgische context.

**Tabel 3: Pearson Correlatie GROOTTE**

Deze tabel geeft voor de grootte van de raad van bestuur weer met welke determinanten ze enerzijds positief significant gecorreleerd is, en anderzijds waarmee ze negatief significant gecorreleerd is ( $p < 0.001$ ). De  $r$  geeft de correlatiecoëfficiënt weer.

<b>GROOTTE (Pearson <math>r</math>)</b>			
<b>+ Sign. Effect (<math>p &lt; 0.001</math>)</b>		<b>- Sign. Effect (<math>p &lt; 0.001</math>)</b>	
PRODUCT	$r = +0.2751$	CEO_DUALITY	$r = -0.3875$
GEO	$r = +0.4095$	FAM_30	$r = -0.2234$
ACTIVA	$r = +0.6521$	GEN	$r = -0.5040$
OMZET	$r = +0.4388$	OPRICHTER	$r = -0.5107$
WKN	$r = +0.1764$	BLOK	$r = -0.2087$
EV	$r = +0.5078$	MAN_OWN	$r = -0.3279$
AGE_BEURS	$r = +0.2482$		
ARV	$r = +0.1517$		

Op basis van de bivariate Pearson correlatiecoëfficiënt, terug te vinden in bovenstaande *Tabel 3: Pearson Correlatie GROOTTE*, blijkt dat de grootte van de raad van bestuur significant ( $p < 0.001$ ) beïnvloed wordt door: de aanwezigheid van CEO duality, of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is, de bedrijfsgrootte, bedrijfsleeftijd, diversificatiegraad van het bedrijf, de aandeelhoudersstructuur en de aanwezigheid van asymmetrische informatie. De raad van bestuur zal kleiner zijn indien er CEO duality geldt. Ook bij familiebedrijven treft men kleinere raden van bestuur aan. Dit is voornamelijk zo doordat de eerste generatie nog aan de macht staat en/of de oprichter van het bedrijf de positie van CEO inneemt. Nog opvallend is dat de grootte van de raad van bestuur wordt ingeperkt in de aanwezigheid van blokaandeelhouders en als de CEO ook aandeelhouder van het bedrijf is. De grootte van de raad van bestuur zal daarentegen toenemen indien het bedrijf meer divers wordt, door uitbreiding van haar productsegment en/of haar geografische activiteiten. Ook indien een bedrijf groter en ouder wordt, stijgt het aantal bestuursleden in de raad van bestuur. Daarnaast zal de grootte van de raad van bestuur ook toenemen indien er asymmetrische informatie aanwezig is, weergegeven door de variatie op het bedrijf haar aandelenrendement.

**Tabel 4: Pearson Correlatie CEO\_DUALITY**

Deze tabel geeft voor de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur weer met welke determinanten ze enerzijds positief significant gecorreleerd is, en anderzijds waarmee ze negatief significant gecorreleerd is ( $p < 0.001$ ). De  $r$  geeft de correlatiecoëfficiënt weer.

<b>CEO_DUALITY (Pearson <math>r</math>)</b>			
<b>+ Sign. Effect (<math>p &lt; 0.001</math>)</b>		<b>- Sign. Effect (<math>p &lt; 0.001</math>)</b>	
FAM_20	$r = +0.2859$	GROOTTE	$r = -0.3875$
FAM_30	$r = 0.3036$	SAMENSTELLING	$r = -0.3144$
GEN	$r = +0.5024$	ACTIVA	$r = -0.2911$
OPRICHTER	$r = +0.5990$	OMZET	$r = -0.2133$
BLOK	$r = +0.2446$	EV	$r = -0.2246$
MAN_OWN	$r = +0.4711$	PRODUCT	$r = -0.1650$
CEO_TENURE	$r = +0.2082$	GEO	$r = -0.4204$

Op basis van de bivariate Pearson correlatiecoëfficiënt, terug te vinden in *Tabel 4: Pearson Correlatie CEO\_DUALITY*, blijkt dat het voorkomen van CEO duality significant ( $p < 0.001$ ) gerelateerd is aan de grootte van de raad van bestuur, de samenstelling van de raad van bestuur, of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is, de loopbaan van de CEO, de bedrijfsgrootte, de diversificatie van het bedrijf en de aandeelhoudersstructuur van het bedrijf. Zo zal de CEO vaker gelijktijdig de rol van voorzitter van de raad van bestuur vervullen indien het bedrijf een familiebedrijf is, zeker indien de eerste generatie nog aan de macht staat en/of de oprichter de rol van CEO vervult. Indien de CEO aandelen bezit van het bedrijf, zal de kans op CEO duality ook toenemen. Dit geldt ook bij de aanwezigheid van blokaandeelhouders. Daarnaast is er ook een positief verband tussen CEO duality en de looptijd van de CEO, wat dus betekent dat de CEO naar verloop van tijd beloond wordt met de extra titel van voorzitter van de raad van bestuur. De kans op CEO duality neemt echter af naarmate de raad van bestuur groter wordt en hierin meer onafhankelijke bestuurders zetelen. Ook indien het bedrijf groter wordt en haar activiteiten uitbreidt overheen meerdere product- of geografische segmenten, zal het voorkomen van CEO duality verminderen.

#### **Tabel 5: Pearson Correlatie SAMENSTELLING**

Deze tabel geeft voor de samenstelling van de raad van bestuur weer met welke determinanten ze enerzijds positief significant gecorreleerd is, en anderzijds waarmee ze negatief significant gecorreleerd is ( $p < 0.001$ ). De  $r$  geeft de correlatiecoëfficiënt weer.

<b>SAMENSTELLING (Pearson r)</b>	
<b>+ Sign. Effect (<math>p &lt; 0.001</math>)</b>	<b>- Sign. Effect (<math>p &lt; 0.001</math>)</b>
EV $r = +0.1629$	CEO_DUALITY $r = -0.3144$
	FAM_20 $r = -0.2621$
	GEN $r = -0.1949$
	OPRICHTER $r = -0.2351$
	CEO_TENURE $r = -0.2401$
	AGE_OPR $r = -0.1261$
	BLOK $r = -0.1349$
	MAN_OWN $r = -0.1851$

Op basis van de bivariate Pearson correlatiecoëfficiënt, terug te vinden in bovenstaande *Tabel 5: Pearson Correlatie SAMENSTELLING*, blijkt de samenstelling van de raad van bestuur significant ( $p < 0.001$ ) beïnvloed te worden door de aanwezigheid van CEO duality, of het bedrijf al dan niet een familiebedrijf is, de looptijd van de CEO, de bedrijfsleeftijd sinds oprichting, het eigen vermogen en de aandeelhoudersstructuur van het bedrijf. Zo zal het onafhankelijkheidspercentage van de raad van bestuur dalen indien de CEO gelijktijdig de rol van voorzitter van de raad van bestuur vervult en de CEO zijn looptijd vordert. De raad van bestuur is ook minder onafhankelijk indien het bedrijf een familiebedrijf is waarbij de familie 20% of meer van de aandelen in handen heeft, doordat de eerste generatie nog aan de macht staat en/of de oprichter de rol van CEO vervult. Ook naarmate het bedrijf ouder wordt, daalt de onafhankelijkheid. Indien de CEO aandelen in handen heeft van het bedrijf of indien er blokaandeelhouders aanwezig zijn, is het ook geen verrassing dat de onafhankelijkheid van de raad van bestuur daalt daar zij dan zelf een bestuursfunctie willen uitvoeren. Opmerkelijk is dat er slechts één variabele significant positief gecorreleerd is met het onafhankelijkheidspercentage van de raad van bestuur, en dat is het eigen vermogen.

**Tabel 6: Beschrijvende statistieken Familiebedrijven**

Deze tabel geeft een overzicht van de beschrijvende statistieken van de familiebedrijven binnen België, overheen de periode 2009-2014. Het geeft voor de familiekenmerken de gemiddelde waarden weer, alsook de standaarddeviatie hiervan. Daarnaast meldt ze de minimum- en maximumwaarden. Vervolgens worden nog de 10<sup>de</sup>, 25<sup>ste</sup>, 50<sup>ste</sup>, 75<sup>ste</sup> en 90<sup>ste</sup> percentielwaarden gegeven.

Beschrijvende stat.	Gemiddelde	St.Dev.	Min	Max	10de Percentiel	25ste Percentiel	50ste Percentiel	75ste Percentiel	90ste Percentiel
<b>Family</b>									
FAM_20 (%)	51.92%	0.5000	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	100.00%	100.00%	100.00%
FAM_30 (%)	28.11%	0.4498	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	100.00%
GEN (%)	51.40%	0.5005	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	100.00%	100.00%	100.00%
OPRICHTER (%)	44.10%	0.4972	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	100.00%

Zoals eerder al vermeld, komen er in België veel familiebedrijven voor. Dit wordt ook bevestigd in bovenstaande *Tabel 6: Beschrijvende statistieken Familiebedrijven*. Maar liefst 51.92% van de Belgische beursgenoteerde bedrijven die actief waren overheen de periode 2009-2014, kunnen geclassificeerd worden als familiebedrijf waarbij de familie 20% of meer van de aandelen in bezit heeft. In 28.11% van de gevallen is de familie zelfs de controlerende aandeelhouder met 30% of meer aandelen in haar bezit. Wat ook opvalt, is dat België gekenmerkt wordt door vooral jonge familiebedrijven. In 51.40% van de familiebedrijven, is de eerste generatie nog steeds actief binnen het bedrijf. Ook komt het in 44.10% van de familiebedrijven voor dat de oprichter van het bedrijf tevens nog de CEO positie inneemt. Dit kunnen mogelijke verklaringen zijn waarom vooral bij familiebedrijven er nog CEO duality voorkomt.

Wat de andere variabelen betreft, vallen de beschrijvende statistieken terug te vinden in *Bijlage 2: Beschrijvende data Tabel 7: Beschrijvende statistieken*. Ook de volledige Pearson correlatiematrix die de paarsgewijze correlatie tussen alle variabelen meldt, is opgenomen in *Bijlage 2: Beschrijvende data Tabel 8: Correlatiematrix*.

## 7.2 Onderzoeksresultaten

De determinanten die een significante invloed hebben op de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur worden besproken aan de hand van de resultaten van de gevoerde regressieanalyses. Dit wordt dan vergeleken met de relaties tussen de determinanten en de drie samenstellingscomponenten die in de literatuur werden vooropgesteld en de hierop steunende te testen hypothesen. Een overzicht van de verwachte relatie van de samenstellingsdeterminanten en de hypothesen op basis van de gevoerde literatuurstudie werden opgenomen in *Bijlage 3: Overzichtstabellen Tabel 9: Verwachte relatie determinanten-samenstellingscomponenten & Tabel 10: Overzicht van de vooropgestelde hypothesen*.

### 7.2.1 Grootte van de raad van bestuur

Onderstaande *Tabel 11: Multivariate panelregressie - GROOTTE* vermeldt de regressieresultaten van de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen op de grootte van de raad van bestuur. Ook het effect van een familiale onderneming werd nagegaan. Wat opvalt is dat de vier regressiemodellen afzonderlijk allen erg significant zijn ( $p=0.000$ ). Ook het All-model, waarin de vier modellen zijn samengevoegd, is significant.

De scope of operations hypothese stelt dat de grootte van de raad van bestuur positief gelinkt is aan de omvang en diversificatie van een bedrijf. Naarmate bedrijven groter ( $EV +0.437^{***}$ ) worden en meer diverse activiteiten ( $PRODUCT +1.318^{***}$ ) ondernemen, neemt de grootte van de raad van bestuur toe. Dit stemt overeen met de theorie dat naarmate bedrijven groter en divers

worden, ze meer afhankelijk worden van hun omgeving voor de toegang tot de vereiste bronnen en bedrijven grotere informatievereisten ervaren. Vandaar dat zij hun raad van bestuur laten uitbreiden met leden die de nodige connecties hebben met de omgeving en expertise of ervaring hebben met de diverse bedrijfsactiviteiten. Daarnaast stelt de scope of operations hypothese ook dat indien bedrijven ouder worden, hun bedrijfsactiviteiten en –processen uitbreiden en complexer worden. In de theorie stelt men wel dat dit een positieve niet-lineaire relatie is (Boone et al., 2007). De impact van de bedrijfsleeftijd op de grootte van de raad van bestuur neemt af naarmate bedrijven ouder worden, daar de bedrijfscomplexiteit sneller toeneemt in de beginjaren van een bedrijf dan bij maturiteit (Linck et al., 2008). Dit wordt ook in het empirische onderzoek bevestigd. De bedrijfsleeftijd sinds beursintroductie (AGE\_BEURS +0.125\*\*\*) heeft een significant positief effect op de grootte van de raad van bestuur. Naarmate bedrijven meer volwassen worden, neemt dit effect af (AGE\_BEURS2 -0.001\*). Ook de significantie van deze verklarende variabele neemt dan af. Tenslotte stelt de scope of operations hypothese ook dat naarmate bedrijven meer gebruik maken van schuldfinanciering, ze meer complex zijn en dit de grootte van de raad van bestuur beïnvloedt. Empirisch wordt deze positieve relatie bevestigd (SCHULD +0.329), maar blijkt ze echter niet significant te zijn. In het algemeen heeft de scope of operations hypothese een significant ( $p < 0.001$ ) positief effect op de grootte van de raad van bestuur. Vandaar dat hypothese 1: "Hoe complexer een bedrijf, hoe groter haar raad van bestuur." ondersteund wordt op het 1% significantieniveau.

De monitoring hypothese stelt dat naarmate de controlevoordelen toenemen, de raad van bestuur groter zal worden. Indien echter de controlekosten toenemen, zal de raad van bestuur haar grootte inperken. Wat de controlevoordelen betreft, kan de hypothese 2b: " Hoe groter de controlevoordelen, hoe groter de raad van bestuur." niet ondersteund worden, zelfs niet op het 10% significantieniveau. De controlevoordelen, enerzijds afhankelijk van de private voordelen die het management zich kan toe-eigenen (FCF -0.002), blijken een negatief effect te hebben op de grootte van de raad van bestuur, maar dit is niet significant. Anderzijds worden de controlevoordelen ook gemeten door de aandeelhoudersstructuur van een bedrijf. Naarmate een bedrijf in handen is van grote blokaandeelhouders (BLOK +1.002), breidt de raad van bestuur uit daar die aandeelhouders zelf mee willen zetelen in de raad van bestuur en de controle deels in eigen handen willen nemen. Dit wordt empirisch wel bevestigd, maar is ook niet significant. Hypothese 2a: "Hoe groter de controlekosten, hoe kleiner de raad van bestuur." kan daarentegen wel ondersteund worden op het 1% significantieniveau. Empirie toont namelijk aan dat naarmate de controlekosten stijgen, wat het geval is indien het management aandelen bezit (MAN\_OWN - 5.757\*\*\*), de raad van bestuur kleiner zal worden. Dit effect is significant ( $p < 0.01$ ). Ook stelt de theorie dat de controlekosten toenemen bij groeiende bedrijven (ARV +1.445\*). Dit heeft echter een positief effect op de grootte van de raad van bestuur, wat de theorie tegensprekt. De theorie stelt namelijk dat bij groeiende bedrijven de raad van bestuur kleiner wordt, wat een sneller en efficiënter beslissingsproces creëert en free-rider problemen voorkomt (Linck et al., 2008). Daarnaast stellen Lehn et al. (2009) ook dat aandelenrendementsvariatie toont op een volatiele bedrijfsomgeving wat een bedrijfsstructuur vereist die snelle beslissingen en nieuwe aanwendingen van activa zeer snel toestaat. Vandaar dat de literatuur een negatieve relatie vooropstelt tussen de groeiopportunities van een bedrijf en de grootte van de raad van bestuur. De empirische resultaten spreken dit tegen, maar dit effect is echter wel maar licht significant ( $p < 0.10$ ).

De negotiation hypothese stelt dat naarmate de macht van de CEO toeneemt, hij zal opteren voor een kleinere raad van bestuur. Niet alleen laat de CEO zo het beslissingsproces binnen de raad van bestuur sneller en efficiënter verlopen, zo is hij ook nog eens aan minder controle onderworpen. De empirische resultaten ondersteunen hypothese 3 op het 1% significantieniveau: "Hoe groter de onderhandelingsmacht van de CEO, hoe kleiner de raad van bestuur." De CEO zijn macht neemt voornamelijk toe naarmate hij langer zijn functie als CEO uitoefent (CEO\_TENURE -0.112\*\*\*), alsook indien hij winsten creëert (ROA -0.011). Toch stelt de literatuur ook dat de CEO zijn onderhandelingsmacht toeneemt met zijn leeftijd. Dit zou dan de grootte van de raad van bestuur moeten verkleinen. Empirisch bewijs spreekt dit tegen en stelt dat naarmate een CEO ouder wordt (CEO\_AGE +0.113\*\*\*), de grootte van de raad van bestuur net toeneemt. Deze relatie is erg significant. Dit kan verklaard worden op basis van de CEO-opvolgingstheorie (Vancil, 1987).

Naarmate de CEO de pensioenleeftijd nadert, zal de raad van bestuur net uitgebreid worden met mogelijke kanshebbers om de CEO op te volgen. Daar de gemiddelde CEO leeftijd van de 114 Belgische beursgenoteerden bedrijven opgenomen in de steekproef 52 jaar bedraagt, kan dit hiervoor een mogelijke verklaring zijn. Bij aanstelling van een nieuwe CEO zou dan echter de raad van bestuur groter worden, daar er dan externe bestuurders aan werden toegevoegd om de nieuwe CEO te adviseren. De empirische resultaten tonen echter aan dat de raad van bestuur ingeperkt wordt net nadat er een nieuwe CEO verkozen is. Dit kan verklaard worden doordat de mogelijke verliezende kandidaat CEO's nu de raad van bestuur verlaten, daar de kans dat ze nog eens kandidaat-CEO worden klein is (Hermalin & Weisbach, 1988). Vandaar het negatieve effect op de grootte van de raad van bestuur bij aanstelling van een nieuwe CEO (CEO\_NEW -0.246). Dit effect is echter niet significant ( $p > 0.10$ ).

Uit de theorie omtrent familiebedrijven werd hypothese 4 vooropgesteld: "Indien een bedrijf een familiebedrijf is, stijgt de grootte van de raad van bestuur." Dit wordt empirisch bevestigd door de positieve relatie tussen de grootte van de raad van bestuur en het feit of een bedrijf een familiebedrijf is waarin de familie 20% of meer van de aandelen in handen heeft (FAM\_20 +0.384). Deze relatie is echter niet significant. De theorie stelt wel ook dat indien het aantal generaties toeneemt, er een grotere raad van bestuur zal zijn omwille van de belangenconflicten die ontstaan tussen de familieleden en de extra adviesvereisten die het familiebedrijf nodig heeft om te groeien. Ook dit wordt empirisch bevestigd. Het gevonden effect op de grootte van de raad van bestuur is nu wel significant. Indien de eerste generatie aan de macht is (GEN -1.969\*\*\*) en de oprichter de rol van CEO vervult (OPRICHTER -1.929\*\*\*), neemt de grootte van de raad van bestuur af. Dit kan verklaard worden doordat de CEO het bedrijf door en door kent en de familieleden van de eerste generatie nog volledig bij het bedrijf betrokken zijn. Naarmate het aantal generaties zal vorderen, zal het tegenovergestelde effect waar zijn. Vandaar dat hypothese 4: "Indien een bedrijf een familiebedrijf is, stijgt de grootte van de raad van bestuur." ondersteund wordt op het 1% significantieniveau.

Uit de literatuur bleek reeds dat van de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen, de scope of operations hypothese het grootste effect had op de grootte van de raad van bestuur (Linck et al., 2008). Dit blijkt in de praktijk ook zo te zijn, aangegeven door de *Adjusted R2*. De scope of operations hypothese verklaart namelijk 33% van de variatie in de grootte van de raad van bestuur. Dat de grootte van de raad van bestuur sterk gelinkt is aan de variabelen van de scope of operations hypothese, bleek ook al uit de bivariate Pearson Correlatietabel (*Bijlage 2: Beschrijvende data Tabel 8: Correlatiematrix*). Daarnaast wordt de grootte van de raad van bestuur voornamelijk verklaard door het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is (32.8%). De monitoring hypothese speelt ook nog enigszins een belangrijke rol in de verklaring van de grootte van de raad van bestuur (18.5%). Wat opvalt is dat de grootte van de raad van bestuur niet zozeer beïnvloed wordt door de onderhandelingsmacht van de CEO (7.7%), wat overeenstemt met de conclusies van Linck et al. (2008) en Monem (2013). Op basis van de gevoerde regressieanalyses en hun effect op de grootte van de raad van bestuur, kan er in het algemeen 66.9% van de variatie in de grootte van de raad van bestuur verklaard worden.

De effecten van de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen worden ook samen bekeken met het effect van familiebedrijven. Dit wordt weergegeven in de All-kolom. Opmerkelijk is dat de aanwezigheid van blokaandeelhouders (BLOK -4.240\*\*\*) nu wel significant is ( $p < 0.01$ ). De theorie stelt voorop dat naarmate er blokaandeelhouders zijn, de grootte van de raad van bestuur zal toenemen daar zij zelf in de raad zullen willen zetelen. Dit wordt nu in het All-model tegengesproken. Dit negatieve effect kan verklaard worden doordat in het All-model er meerdere corporate governance mechanismen gelijktijdig aanwezig zijn. De aanwezigheid van blokaandeelhouders is namelijk significant positief gecorreleerd ( $p < 0.01$ ) met de familiale structuur van een bedrijf. Zo blijken er veel blokaandeelhouders in een bedrijf aanwezig te zijn indien de oprichter of de eerste generatie nog aanwezig is binnen het bedrijf. Zij hebben dan vaak een groot aandelenpercentage in handen, waardoor ze zelf blokaandeelhouders zijn. In dit geval worden er onnodige controlekosten bespaard door de raad van bestuur klein te houden. Vandaar dat de aanwezigheid van blokaandeelhouders in het All-model een negatief effect heeft op de grootte van

de raad van bestuur. Dat de blokaandeelhouders nu plots een significant effect hebben op de grootte van de raad van bestuur, valt te verklaren door de multicollineariteit die er heerst tussen de aanwezigheid van blokaandeelhouders en de oprichter binnen het familiebedrijf. Het significante effect van de aanwezigheid van de oprichter verdwijnt in het All-model, de aanwezigheid van blokaandeelhouders neemt dit significante effect over. Vervolgens speelt multicollineariteit ook een rol in de verklaring waarom het significante effect van managerial ownership verdwijnt (MAN\_OW  $-0.372$ ). De aanwezigheid van managerial ownership is namelijk ook significant positief gecorreleerd ( $p < 0.01$ ) met de familiale structuur binnen een familiebedrijf. De oprichter en de familieleden van de eerste generatie vervullen namelijk vaak managementfuncties binnen het familiebedrijf en houden grote aandelenpercentages in handen, vandaar de positieve correlatie die er heerst. Dit valt terug te vinden in *Bijlage 2: Beschrijvende data Tabel 8: Correlatiematrix*.



**Tabel 11: Multivariate panelregressie - GROOTTE**

Deze tabel omvat de multivariate panelregressies met betrekking tot de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen, familiebedrijven en het All-model waarin de voorgaanden samen zijn gevoegd. De geschatte coëfficiënten zijn bekomen via multivariate regressies op basis van unbalanced paneldata van 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven overheen de jaren 2009-2014. Ze tonen het effect van de determinanten op de grootte van de raad van bestuur. De 5 multivariate regressies zijn gevoerd op basis van industrie fixed effects, rekening houdende met 33 verschillende NACE-BEL 2008 dummies. De p-waarden van de variabelen worden weergegeven door \*, \*\* en \*\*\* welke de significantieniveaus op respectievelijk 10%, 5% en 1% weergeven.

<b>GROOTTE</b>					
	<b>Scope of Operations</b>	<b>Monitoring</b>	<b>Negotiation</b>	<b>Family</b>	<b>All</b>
<b>EV</b>	0.437***				0.258***
<b>PRODUCT</b>	1.318***				1.649***
<b>SCHULD</b>	0.329				0.715
<b>AGE_BEURS</b>	0.125***				0.051**
<b>AGE_BEURS2</b>	-0.001*				-0.000
<b>FCF</b>		-0.002			-0.019
<b>BLOK</b>		1.002			-4.240***
<b>MAN_OWN</b>		-5.757***			-0.372
<b>ARV</b>		1.451*			0.039
<b>CEO_AGE</b>			0.113***		0.055***
<b>CEO_TENURE</b>			-0.112***		-0.091***
<b>CEO_NEW</b>			-0.246		-0.260
<b>ROA</b>			-0.011		0.019
<b>FAM_20</b>				0.384	3.116*
<b>GEN</b>				-1.969***	-2.283***
<b>OPRICHTER</b>				-1.926***	-0.485
<b>_cons</b>	-1.932**	8.335***	3.015**	8.873***	0.532
<b>Adjusted_R2</b>	0.330	0.185	0.077	0.328	0.669
<b>P-value</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

De afhankelijke variabele *GROOTTE* meet het aantal leden die zetelen in de raad van bestuur. De onafhankelijke variabelen zijn als volgt gemeten: *EV* meet het natuurlijk logaritme van de marktwaarde van het eigen vermogen. *PRODUCT* is een binaire variabele = 1 indien het bedrijf actief is in meerdere productsegmenten (0 elders). *SCHULD* meet de verhouding van de boekwaarde van de totale schulden ten opzichte van boekwaarde van de totale activa. *AGE\_BEURS* meet de leeftijd van het bedrijf sinds beursintroductie. *AGE\_BEURS2* is het kwadraat van *AGE\_BEURS*. *FCF* meet verhouding van (de winst van het boekjaar na belastingen + de afschrijvingen - de kapitaaluitgaven - het verschil in werkkapitaal) ten opzichte van de totale activa. *BLOK* meet het percentage aandelen in handen van de grootste aandeelhouder van het bedrijf. *MAN\_OWN* meet het percentage aandelen in handen van de CEO. *ARV* meet de variatie op de marktprijs per aandeel op jaareinde. *CEO\_AGE* meet de leeftijd van de CEO in jaren. *CEO\_TENURE* meet het aantal dienstjaren dat de CEO effectief benoemd is als CEO bij het bedrijf. *CEO\_NEW* is een binaire variabele = 1 indien er dat jaar een nieuwe CEO werd aangesteld (anders 0). *ROA* meet de procentuele verhouding van de winst/verlies van het boekjaar na belastingen ten opzichte van het balanstotaal. *FAM\_20* is een binaire variabele = 1 indien  $\geq 20\%$  van de aandelen in handen is van de stichtende familie is (anders 0). *GEN* is een binaire variabele = 1 indien de eerste generatie van de familie nog actief is in het bedrijf (anders 0). *OPRICHTER* is een binaire variabele = 1 indien de CEO ook de oprichter van het familiebedrijf is (anders 0).

## 7.2.2 Leiderschapsstructuur van de raad van bestuur

Onderstaande *Tabel 12: Binaire logistische panelregressie – CEO\_DUALITY* vermeldt de regressieresultaten van de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Ook het effect van een familiale onderneming werd nagegaan. Wat opvalt is dat de vier regressiemodellen afzonderlijk allen erg significant zijn ( $p=0.000$ ). Ook het gehele model, waarin de vier modellen zijn samengevoegd, is significant.

In de literatuur blijkt er geen éénduidig effect te zijn van de omvang en complexiteit van een onderneming op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Zo zijn er onderzoekers die

argumenten aanhalen waarom grote en complexe bedrijven net moeten opteren voor CEO duality, alsook zijn er onderzoekers die het tegenovergestelde aanhalen. Vandaar de vooropgestelde hypothese 5: "De bedrijfscomplexiteit speelt geen rol in het verklaren van de aanwezigheid van CEO duality." Empirisch bewijs verwerpt hypothese 5 op het 1% significantieniveau, daar de scope of operations hypothese wel een significant effect heeft op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Naarmate bedrijven groter (EV -0.027\*\*\*) en meer divers (PRODUCT -0.112\*\*) worden, daalt de kans op CEO duality. Deze effecten zijn significant ( $p < 0.05$ ). Dit stemt overeen met de argumenten van Monem (2013). Hij stelde namelijk dat naarmate bedrijven groter en complexer worden, de kans op CEO duality afneemt. Dit omdat de controlevereisten toenemen met de omvang en complexiteit van een bedrijf, en anders de raad van bestuur haar controlerol niet gepast kan uitvoeren. De ouderdom van een bedrijf speelt ook een rol in het bepalen van de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur (AGE\_BEURS -0.007\* & AGE\_BEURS2 0.000\*). Dit effect is echter maar licht significant ( $p < 0.10$ ). Tenslotte is er nog de schuldgraad (SCHULD +0.019) van een bedrijf die een rol speelt in de scope of operations hypothese. Deze heeft echter geen significant effect ( $p > 0.10$ ) op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur.

Voor de monitoring hypothese werden er op basis van de gevoerde literatuurstudie twee hypothesen vooropgesteld. Zo stelt hypothese 6a: "Hoe groter de controlekosten, hoe groter de kans op CEO duality." Deze hypothese wordt ondersteund op het 1% significantieniveau. De controlekosten nemen toe naarmate de aanwezigheid van managerial ownership (MAN\_OWNS +0.626\*\*\*) stijgt. Daar de belangen van het management in lijn lopen met die van de andere aandeelhouders, zou een scheiding van de CEO- en voorzitterspositie leiden tot onnodige controlekosten. Vandaar deze positieve, significante relatie ( $p < 0.01$ ). De controlekosten nemen echter ook toe als er asymmetrische informatie aanwezig (ARV +0.049) is binnen een bedrijf. De relatie tussen de asymmetrische informatie en de aanwezigheid van CEO duality bevestigt de theorie omtrent controlekosten maar deze relatie is wel niet significant ( $p > 0.10$ ). Wat de controlevoordelen daarentegen betreft, heeft de aanwezigheid van private voordelen voor het management (FCF 0.000) helemaal geen effect op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. De aanwezigheid van blokaandeelhouders (BLOK +0.039) heeft wel een effect, maar dit effect blijkt ook niet significant ( $p > 0.10$ ). Vandaar dat hypothese 6b: "Hoe groter de controlevoordelen, hoe kleiner de kans op CEO duality." niet ondersteund kan worden, zelfs niet op het 10% significantieniveau.

De negotiation hypothese stelt dat naarmate de CEO zijn onderhandelingsmacht toeneemt, de kans op CEO duality stijgt. Zo is er ook empirisch bewijs voor Hypothese 7: "Indien de CEO zijn onderhandelingsmacht toeneemt, stijgt de kans op CEO duality." Deze hypothese wordt ondersteund op het 1% significantieniveau. Dit wordt grotendeels verklaard door de CEO zijn loopbaan (CEO\_TENURE +0.008\*\*\*). Naarmate de CEO zijn loopbaan vordert, bewijst hij namelijk zijn competenties waardoor hij beloond wordt met de voorzittersrol van de raad van bestuur. Dit bevestigde Monem (2013) eerder al. Wat de leeftijd van de CEO (CEO\_AGE +0.003) en de bedrijfswinstgevendheid (ROA +0.001) betreft, is er ook een positief verband zoals door de meeste onderzoekers vooropgesteld werd. Dit is echter niet significant ( $p > 0.10$ ). Het negatieve effect van de aanwezigheid van een nieuwe CEO (CEO\_NEW -0.035) kan verklaard worden op basis van Vancil (1987) zijn 'passing the baton' theorie. Bij de aanstelling van een nieuwe CEO daalt de kans op CEO duality daar de nieuwe CEO zich nog moet bewijzen en best bijgestaan kan worden door een ervaren voorzitter. Deze variabele is echter wel niet significant ( $p > 0.10$ ).

Het voorkomen van CEO duality wordt echter nog het meest verklaard door het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is. Vandaar dat hypothese 8: "Indien een bedrijf een familiebedrijf is, neemt de kans op CEO duality toe." ondersteund wordt op het 1% significantieniveau. Dit is voornamelijk zo bij familiebedrijven waarbij de oprichter nog in het bedrijf actief is. Indien de oprichter nog actief is binnen het bedrijf (OPRICHTER +0.538\*\*\*), vervult hij gelijktijdig de rollen van CEO en voorzitter van de raad van bestuur. Dit effect is zeer significant ( $p < 0.01$ ). Hetzelfde significante effect valt ook terug te vinden bij familiebedrijven waarbinnen de eerste generatie (GEN +0.080\*\*\*) nog actief is. Hier heerst er nog een groot vertrouwen tussen de familieleden onderling zodat de scheiding van de twee functies onnodige controlekosten teweeg zou brengen.

Ook bij familiaal eigendom waarbij de familieleden minstens 20% van de aandelen bezit (FAM\_20 +0.069), neemt de kans op CEO duality toe. Dit effect is echter wel niet significant ( $p > 0.10$ ).

In het algemeen werd er in de literatuur gesteld dat voornamelijk de monitoring en negotiation hypothesen de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur verklaarden. Over de resultaten van de scope of operations hypothesen bestonden er namelijk veel inconsistenties (Linck et al., 2008). Toch werd er gesteld dat er voor de verklaring van de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur, rekening gehouden moest worden met de overige aanwezige corporate governance mechanismen. Dit kan verklaren waarom het empirische bewijs niet volledig in lijn loopt met de theorie. Zo is, volgens de *Adjusted\_R2*, de leiderschapsstructuur voor Belgische beursgenoteerde bedrijven het meest afhankelijk van het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is (24.8%). Daarnaast verklaren de monitoring hypothese en de scope of operations hypothese respectievelijk 17.1% en 10.8% van de variatie in de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Hieruit kan geconcludeerd worden dat de leiderschapsstructuur voornamelijk beïnvloed wordt door het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is, een bedrijf haar omvang alsook ziet men de leiderschapsstructuur als een oplossing om de controlekosten van bedrijven in te perken. In tegenstelling tot wat de literatuur verwachtte, kan de onderhandelingsmacht van de CEO maar 3% van de variatie in CEO duality verklaren. In het algemeen zijn alle modellen wel significant ( $p < 0.001$ ) en verklaren ze samen 41.8% van de variatie in de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur.

Opmerkelijk is dat in het All-model, waarin de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen en het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is zijn samengevoegd, de effecten van de variabelen op CEO duality grotendeels ongewijzigd blijven. Enkel het effect van de aanwezigheid van blokaandeelhouders (BLOK +0.505\*) wordt nu licht significant ( $p < 0.10$ ). Dit kan verklaard worden door de familiale structuur van een familiebedrijf. Zo is er namelijk een significante positieve correlatie ( $p < 0.01$ ) tussen de aanwezigheid van blokaandeelhouders en de oprichter van het familiebedrijf. Het effect van blokaandeelhouders op de leiderschapsstructuur, wordt door deze significante positieve correlatie versterkt daar de aanwezigheid van de oprichter een significant effect ( $p < 0.01$ ) heeft op de kans op CEO duality. De oprichter van het familiebedrijf bezit namelijk erg vaak een groot aandelenpakket, wat van hem een grote blokaandeelhouder maakt. Dit valt terug te vinden in *Bijlage 2: Beschrijvende data Tabel 8: Correlatiematrix*.

**Tabel 12: Binaire logistische panelregressie – CEO\_DUALITY**

Deze tabel omvat de binaire logistische panelregressies met betrekking tot de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen, familiebedrijven en het All-model waarin de voorgaanden samen zijn gevoegd. De geschatte coëfficiënten zijn bekomen via binaire logistische regressies op basis van unbalanced paneldata van 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven overheen de jaren 2009-2014. Ze tonen het effect van de determinanten op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. De 5 binaire logistische regressies zijn gevoerd op basis van industrie fixed effects, rekening houdende met 33 verschillende NACE-BEL 2008 dummies. De p-waarden van de variabelen worden weergegeven door \*, \*\* en \*\*\* welke de significantieniveaus op respectievelijk 10%, 5% en 1% weergeven.

CEO_DUALITY					
	Scope of Operations	Monitoring	Negotiation	Family	All
EV	-0.027***				-0.022***
PRODUCT	-0.112**				-0.240***
SCHULD	0.019				-0.005
AGE_BEURS	-0.007*				-0.009
AGE_BEURS2	0.000*				0.000
FCF		0.000			0.009
BLOK		0.039			0.505*
MAN_OWN		0.626***			0.122***
ARV		0.049			0.007
CEO_AGE			0.003		0.007**
CEO_TENURE			0.008***		0.010***
CEO_NEW			-0.035		-0.012
ROA			0.001		-0.009
FAM_20				0.069	0.082
GEN				0.080***	0.250***
OPRICHTER				0.538***	0.705***
Pseudo_R2	0.108	0.171	0.030	0.248	0.418
P-value	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

De afhankelijke variabele *CEO\_DUALITY* is een binaire variabele = 1 indien de CEO gelijktijdig de voorzitterspositie van de raad van bestuur inneemt (anders 0). De onafhankelijke variabelen zijn als volgt gemeten: *EV* meet het natuurlijk logaritme van de marktwaarde van het eigen vermogen. *PRODUCT* is een binaire variabele = 1 indien het bedrijf actief is in meerdere productsegmenten (0 elders). *SCHULD* meet de verhouding van de boekwaarde van de totale schulden ten opzichte van boekwaarde van de totale activa. *AGE\_BEURS* meet de leeftijd van het bedrijf sinds beursintroductie. *AGE\_BEURS2* is het kwadraat van *AGE\_BEURS*. *FCF* meet verhouding van (de winst van het boekjaar na belastingen + de afschrijvingen - de kapitaaluitgaven - het verschil in werkkapitaal) ten opzichte van de totale activa. *BLOK* meet het percentage aandelen in handen van de grootste aandeelhouder van het bedrijf. *MAN\_OWN* meet het percentage aandelen in handen van de CEO. *ARV* meet de variatie op de marktprijs per aandeel op jaareinde. *CEO\_AGE* meet de leeftijd van de CEO in jaren. *CEO\_TENURE* meet het aantal dienstjaren dat de CEO effectief benoemd is als CEO bij het bedrijf. *CEO\_NEW* is een binaire variabele = 1 indien er dat jaar een nieuwe CEO werd aangesteld (anders 0). *ROA* meet de procentuele verhouding van de winst/verlies van het boekjaar na belastingen ten opzichte van het balanstotaal. *FAM\_20* is een binaire variabele = 1 indien  $\geq 20\%$  van de aandelen in handen is van de stichtende familie is (anders 0). *GEN* is een binaire variabele = 1 indien de eerste generatie van de familie nog actief is in het bedrijf (anders 0). *OPRICHTER* is een binaire variabele = 1 indien de CEO ook de oprichter van het familiebedrijf is (anders 0).

### 7.2.3 Samenstelling van de raad van bestuur

Onderstaande *Tabel 13: Multivariate panelregressie - SAMENSTELLING* vermeldt de regressieresultaten van de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen op de samenstelling van de raad van bestuur. Ook het effect van een familiale onderneming werd nagegaan. Wat opvalt is dat de vier regressiemodellen afzonderlijk allen erg significant zijn ( $p=0.000$ ). Ook het gehele model, waarin de vier modellen zijn samengevoegd, is significant.

Op basis van de literatuurstudie, werd voor de scope of operations hypothese 9 vooropgesteld: "Hoe complexer een bedrijf, hoe meer externe bestuurders zetelen in haar raad van bestuur." Deze

hypothese wordt ondersteund op het 1% significantieniveau. Vooral de omvang (EV +0.011\*\*\*) van een onderneming, beïnvloedt de samenstelling van de raad van bestuur. Naarmate bedrijven groter worden, wordt het percentage onafhankelijke bestuurders verhoogd. Dit omdat bij complexe bedrijven er grotere controlevereisten zijn daar het controleren van het management dan moeilijker wordt, dit kan vervuld worden door een onafhankelijke raad van bestuur. In de theorie werd hetzelfde effect vooropgesteld voor meer diverse bedrijven. Dit blijkt in de praktijk ook zo te zijn. De diversiteit (PRODUCT +0.038\*) van een bedrijf heeft ook een positief effect op de samenstelling van de raad van bestuur. Dit effect is wel maar licht significant ( $p < 0.10$ ). De andere variabelen die de omvang en complexiteit van een bedrijf weerspiegelen, blijken een negatief effect te hebben op de samenstelling van de raad van bestuur maar zijn allen slechts zeer klein en niet significant ( $p > 0.10$ ).

Wat de monitoring hypothese betreft, wordt ook hier hypothese 10b: "Hoe groter de controlevoordelen, hoe groter de kans op een onafhankelijke raad van bestuur." vooropgesteld met betrekking tot de controlevoordelen niet ondersteund, zelfs niet op het 10% significantieniveau. De variabelen die de controlevoordelen vertegenwoordigen zijn beiden niet significant ( $p > 0.10$ ). Daarentegen wordt hypothese 10a: "Hoe groter de controlekosten, hoe kleiner de kans op een onafhankelijke raad van bestuur." wel weer ondersteund op het 1% significantieniveau. Naarmate er managerial ownership (MAN\_OWN -0.084\*\*) aanwezig is in een bedrijf, opteert een bedrijf ervoor haar controlekosten te reduceren door minder onafhankelijke bestuurders in haar raad te laten zetelen. Dit kan verklaard worden doordat de twee corporate governance mechanismen substituten zijn. Ook de aanwezigheid van asymmetrische informatie (ARV -0.023) heeft een negatief effect op de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Dit effect is echter wel niet significant ( $p > 0.10$ ).

Over het effect van de negotiation hypothese op de samenstelling van de raad van bestuur bestond in de literatuur reeds consensus. Ook de empirisch resultaten van deze masterproef bevestigen dat effect. Vandaar dat hypothese 11: "Hoe groter de onderhandelingsmacht van de CEO, hoe minder onafhankelijk de raad van bestuur." ondersteund wordt op het 1% significantieniveau. Ook in dit geval wordt dit voornamelijk verklaard door de loopbaan van de CEO (CEO\_TENURE -0.004\*\*\*). De CEO zijn behaalde prestaties (ROA -0.001) resulteren in eenzelfde effect, maar deze variabele is niet significant ( $p > 0.10$ ). De CEO zijn leeftijd (CEO\_AGE +0.002) en de aanstelling van een nieuwe CEO (CEO\_NEW +0.010) hebben het tegenovergestelde effect. Dit kan verklaard worden door het 'passing the baton' proces van Vancil (1987), waarbij een nieuwe CEO extra advies kan gebruiken van onafhankelijke bestuurders met bepaalde kennis of ervaring. Daarnaast kan naarmate de CEO de pensioenleeftijd nadert, de raad aangevuld worden met onafhankelijke leden zodat er een objectieve beoordeling kan plaatsvinden van de nieuwe kandidaat-CEO's. Deze twee laatste variabelen zijn echter wel niet significant ( $p > 0.10$ ).

Bij familiebedrijven (FAM\_20 -0.033) neemt de onafhankelijkheid van de raad van bestuur af. Zeker indien de oprichter (OPRICHTER -0.093\*\*) een belangrijke positie in het bedrijf inneemt, heeft dit een negatief effect op de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Dit effect is wel maar licht significant ( $p < 0.05$ ). De verklarende reden is dat de familie vaak angst heeft om de controle over het familiebedrijf te verliezen. Ook indien de eerste generatie (GEN -0.007) nog aanwezig is in het familiebedrijf, daalt de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Ondanks de niet of licht significante variabelen, moet op basis van het empirische bewijs hypothese 12: "Indien een bedrijf een familiebedrijf is, stijgt de kans op een onafhankelijke raad van bestuur." verworpen worden op het 1% significantieniveau.

De vier verschillende modellen zijn ieder significant ( $p = 0.000$ ). Elk afzonderlijk kunnen ze, op basis van de *Adjusted R2*, echter maar een klein deel van de variatie in de samenstelling van de raad van bestuur verklaren. Ook het algehele model kan slechts 24.2% van de variatie in de samenstelling van de raad van bestuur verklaren.

Opmerkelijk is dat de schuldgraad (SCHULD -0.128\*\*\*) in het algehele model een significant positief effect ( $p < 0.01$ ) heeft op de samenstelling van de raad van bestuur. Deze variabele bleek

nergens anders een significant effect te hebben op de algehele samenstelling van de raad van bestuur. Dat de schuldgraad nu wel een significant effect heeft, komt omwille van de multicollineariteit die er heerst tussen de schuldgraad en de familiale structuur van een familiebedrijf. Zo is de schuldgraad significant positief gecorreleerd ( $p < 0.01$ ) met de aanwezigheid van de oprichter en eerste generatie in een familiebedrijf. Naarmate zij aanwezig zijn in een familiebedrijf, willen ze een onafhankelijke raad van bestuur mijden wegens angst om de controle over het bedrijf te verliezen. Daarnaast hebben ze in dit geval vaak nog geen nood aan externe financiering, bestuursleden die het bedrijf kunnen helpen aan toegang tot externe financiering zijn nu dan ook overbodig. Dit stemt overeen met de theorie aangehaald door vele onderzoekers zoals Pfeffer (1972), Klein (1998), Monem (2013), etc. Zij stellen namelijk dat bedrijven met een hoge schuldgraad sterk afhankelijk zijn van externe financieringsbronnen, wat leidt tot adviesvereisten die men het best kan bekomen van bestuurders actief in de financiële sector (Pfeffer, 1972). Daarnaast vergemakkelijken die externe bestuurders ook nog eens de toegang tot externe financiering omwille van hun connecties (Coles et al., 2008). De toegang tot externe financiering wordt noodzakelijk naarmate volgende generaties het familiebedrijf in handen nemen. Willen zij het bedrijf laten groeien, moeten zij een beroep doen op externe financiering en de schuldgraad van het bedrijf verhogen. Dan zal omwille van de correlatie tussen de schuldgraad en een latere generatie, de schuldgraad wel een positief effect hebben op de samenstelling van de raad van bestuur. Dit valt terug te vinden in *Bijlage 2: Beschrijvende data Tabel 8: Correlatiematrix*.

**Tabel 13: Multivariate panelregressie - SAMENSTELLING**

Deze tabel omvat de multivariate panelregressies met betrekking tot de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen, familiebedrijven en het All-model waarin de voorgaanden samen zijn gevoegd. De geschatte coëfficiënten zijn bekomen via multivariate regressies op basis van unbalanced paneldata van 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven overheen de jaren 2009-2014. Ze tonen het effect van de determinanten op de samenstelling van de raad van bestuur. De 5 multivariate regressies zijn gevoerd op basis van industrie fixed effects, rekening houdende met 33 verschillende NACE-BEL 2008 dummies. De p-waarden van de variabelen worden weergegeven door \*, \*\* en \*\*\* welke de significantieniveaus op respectievelijk 10%, 5% en 1% weergeven.

	Scope of Operations	Monitoring	Negotiation	Family	All
<b>EV</b>	0.011***				0.012***
<b>PRODUCT</b>	0.038*				0.033
<b>SCHULD</b>	-0.004				-0.128***
<b>AGE_BEURS</b>	-0.002				-0.001
<b>AGE_BEURS2</b>	0.000				0.000
<b>FCF</b>		0.000			0.000
<b>BLOK</b>		-0.062			0.086
<b>MAN_OWN</b>		-0.084**			-0.041
<b>ARV</b>		-0.023			-0.006
<b>CEO_AGE</b>			0.002		0.004
<b>CEO_TENURE</b>			-0.004***		-0.004**
<b>CEO_NEW</b>			0.010		0.023
<b>ROA</b>			-0.001		0.000
<b>FAM_20</b>				-0.033	-0.010
<b>GEN</b>				-0.007	-0.058
<b>OPRICHTER</b>				-0.093**	-0.091*
<b>_cons</b>	0.262***	0.445***	0.358***	0.434***	0.001
<b>Adjusted_R2</b>	0.057	0.043	0.046	0.054	0.242
<b>P-value</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

De afhankelijke variabele *SAMENSTELLING* meet het aantal onafhankelijke bestuursleden (op basis van art 526 ter Wetboek Vennootschappen) ten opzichte van het totaal aantal bestuursleden. De onafhankelijke variabelen zijn als volgt gemeten: *EV* meet het natuurlijk logaritme van de marktwaarde van het eigen vermogen. *PRODUCT* is een binaire variabele = 1 indien het bedrijf actief is in meerdere productsegmenten (0 elders). *SCHULD* meet de verhouding van de boekwaarde van de totale schulden ten opzichte van boekwaarde van de totale activa. *AGE\_BEURS* meet de leeftijd van het bedrijf sinds beursintroductie. *AGE\_BEURS2* is het kwadraat van *AGE\_BEURS*. *FCF* meet verhouding van (de winst van het boekjaar na belastingen + de afschrijvingen - de kapitaaluitgaven - het verschil in werkkapitaal) ten opzichte van de totale activa. *BLOK* meet het percentage aandelen in handen van de grootste aandeelhouder van het bedrijf. *MAN\_OWN* meet het percentage aandelen in handen van de CEO. *ARV* meet de variatie op de marktprijs per aandeel op jaareinde. *CEO\_AGE* meet de leeftijd van de CEO in jaren. *CEO\_TENURE* meet het aantal dienstjaren dat de CEO effectief benoemd is als CEO bij het bedrijf. *CEO\_NEW* is een binaire variabele = 1 indien er dat jaar een nieuwe CEO werd aangesteld (anders 0). *ROA* meet de procentuele verhouding van de winst/verlies van het boekjaar na belastingen ten opzichte van het balanstotaal. *FAM\_20* is een binaire variabele = 1 indien  $\geq 20\%$  van de aandelen in handen is van de stichtende familie is (anders 0). *GEN* is een binaire variabele = 1 indien de eerste generatie van de familie nog actief is in het bedrijf (anders 0). *OPRICHTER* is een binaire variabele = 1 indien de CEO ook de oprichter van het familiebedrijf is (anders 0).

### 7.3 Robuustheidstesten

Er worden twee robuustheidstesten uitgevoerd. De eerste robuustheidstest maakt gebruik van proxy variabelen, om na te gaan of de determinanten nog steeds eenzelfde effect hebben bij een andere meetbenadering. De tweede robuustheidstest omvat system GMM regressies, waarin het endogeniteitsprobleem opgelost wordt door middel van het gebruik van instrumentele variabelen.

### 7.3.1 Proxy variabelen

Om de robuustheid van de modellen na te gaan, alsook het effect van de meetbenadering van de gebruikte variabelen, wordt er gewerkt met enkele proxyvariabelen. Het effect van de proxyvariabelen op de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur wordt weergegeven in *Bijlage 4: Robuustheidstest Tabel 14: Proxyvariabelen*.

De grootte van een bedrijf werd in voorgaande regressieanalyses vertegenwoordigd door het eigen vermogen van een bedrijf. In de literatuur kwamen er hiervoor echter nog enkele meetbenaderingen naar voren, zoals het totaal der activa, de omzet alsook het aantal werknemers van een bedrijf. De drie proxy variabelen hebben dezelfde invloed op de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur. Ze vertonen allen hetzelfde effect, meestal ook nog eens met hetzelfde niveau van significantie. Zo zal naarmate een bedrijf haar omvang toeneemt, de raad van bestuur groter worden en uitbreiden met meer onafhankelijke bestuurders. Daarnaast opteren grotere bedrijven om de functies van CEO en voorzitter van de raad van bestuur te scheiden.

Voor de diversiteit van een bedrijf, vervat in de scope of operations hypothese, bestaat er nog een andere meetbenadering die in de literatuur vaak werd aangehaald. Naast een bedrijf haar activiteiten in verscheidene productsegmenten, kan een bedrijf ook haar diversiteit laten toenemen door haar activiteiten uit te breiden naar verscheidene geografische segmenten. Net zoals een toename in het aantal productsegmenten, zal een uitbreiding van de bedrijfsactiviteiten naar meerdere geografische segmenten ervoor zorgen dat de raad van bestuur haar omvang toeneemt. Ook dit effect is significant ( $p < 0.01$ ). Wat de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur betreft, geeft deze proxy hetzelfde negatieve effect weer op CEO duality als een uitbreiding van het aantal productsegmenten. Ditmaal is het negatieve effect zelfs significant ( $p < 0.01$ ). Tenslotte bevestigt deze proxy ook het positieve effect van diversiteit op de samenstelling van de raad van bestuur. Dit effect is echter wel niet significant ( $p > 0.10$ ).

Ook voor de leeftijd van een bedrijf, die reeds in de scope of operations hypothese vertegenwoordigd werd door de leeftijd sinds beursintroductie, bestaat er een proxyvariabele. Zo kan de leeftijd van een bedrijf ook gemeten worden sinds haar oprichting. Deze proxy heeft hetzelfde effect op de drie samenstellingscomponenten, enkel is dit effect veel zwakker. Het effect is namelijk niet significant ( $p > 0.10$ ) of maar zwak significant ( $p < 0.10$ ).

Voor de monitoring hypothese, werden er in de literatuur twee determinanten aangehaald die de controlevoordelen konden meten. Dit waren de aanwezigheid van free cashflows, alsook de aandeelhoudersstructuur van een bedrijf. In de reeds gevoerde regressies werd de aandeelhoudersstructuur vertegenwoordigd door het percentage aandelen dat blokaandeelhouders in handen hebben. Een proxy hiervoor is het percentage aandelen dat externe, onafhankelijke bestuurders in handen hebben. Indien het percentage aandelen in handen van externe bestuursleden stijgt, zal de grootte van de raad van bestuur significant ( $p < 0.05$ ) stijgen. Dit stemt overeen met de theorie. De bestuurders willen dan zelf in de raad van bestuur zetelen om het free-rider probleem te voorkomen en ervoor te zorgen dat de controlerol effectief vervuld wordt (Raheja, 2005). Bij blokaandeelhouders kwam dit positieve effect ook al naar voren, maar het was echter niet significant. Outsider incentive alignment heeft ook een positief effect op de kans op CEO duality, daar deze corporate governance mechanismen controlesubstituten zijn. Dit effect is hetzelfde als het effect van de aanwezigheid van blokaandeelhouders, maar net zoals het percentage aandelen in handen van blokaandeelhouders is ook deze proxy voor de aandeelhoudersstructuur niet significant ( $p > 0.10$ ). Tenslotte heeft de aanwezigheid van outsider incentive alignment een positief significant effect op de samenstelling van de raad van bestuur ( $p < 0.05$ ), daar zij willen dat de controlerol objectief en onafhankelijk wordt uitgevoerd. Dit effect is tegengesteld aan het effect van de blokaandeelhouders, maar dat effect was niet significant ( $p > 0.10$ ).

Naast de controlevoordelen, werden er in de literatuur ook nog proxies aangehaald voor het meten van de controlenadelen. Meer specifiek voor de groeiopportuniteiten van een bedrijf. Deze werden



reeds vertegenwoordigd door de variatie op het aandelenrendement (ARV), maar ze kunnen ook vertegenwoordigd worden door de R&D uitgaven van een bedrijf alsook door de market-to-book ratio. Wat de grootte van de raad van bestuur betreft, vertonen ze beiden een positief effect. Dit komt overeen met het effect van de ARV. Het effect van de ARV was echter wel significant ( $p < 0.01$ ), het effect van de andere twee proxies niet ( $p > 0.10$ ). Ook hebben ze geen significant effect op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur, net zoals de ARV. Hun tekens zijn wel dezelfde. De groeiopportunities vertegenwoordigd door de R&D uitgaven en de market-to-book ratio, hebben tenslotte hetzelfde negatieve effect op de samenstelling van de raad van bestuur als de variatie op het aandelenrendement. De market-to-book ratio is echter wel de enigste van de drie met een significant effect ( $p < 0.05$ ).

In de theorie achter de negotiation hypothese werd reeds aangehaald dat een CEO zijn onderhandelingsmacht toeneemt naarmate zijn gerealiseerde competenties, vertegenwoordigd door de winstgevendheid van een bedrijf, toenemen. Die winstgevendheid werd in vorige regressiemodellen vertegenwoordigd door het ROA. Andere proxies hiervoor zijn het ROE en de EBITDA. Zij vertegenwoordigen respectievelijk de procentuele verhouding van de winst/verlies van het boekjaar na belastingen ten opzichte van het eigen vermogen, alsook de procentuele verhouding van de EBITDA ten opzichte van de totale bedrijfsopbrengsten. Beiden hebben op de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur hetzelfde effect als het ROA. Zo zal namelijk de raad van bestuur kleiner worden en bestaan uit minder onafhankelijke bestuurders indien het ROE en de EBITDA stijgen. Een ander effect is dat de kans op CEO duality toeneemt. Net zoals het ROA, zijn deze effecten wel maar zeer zwak ( $p < 0.10$ ) of zelfs niet significant.

Tenslotte is er nog één proxy variabele die meet of bedrijven al dan niet familiebedrijven zijn. In de reeds gevoerde regressiemodellen werden bedrijven gezien als familiebedrijven indien de familie 20% of meer van de aandelen in handen heeft. Een andere proxy daarentegen beschouwt een bedrijf pas als een familiebedrijf indien de familie 30% of meer van de aandelen in handen heeft. In tegenstelling tot FAM\_20 wat een positief, maar niet significant, effect had op de grootte van de raad van bestuur, heeft FAM\_30 een negatief significant ( $p < 0.01$ ) effect op de grootte van de raad van bestuur. Door de raad van bestuur klein te houden, bespaart de controlerende familie enkele controlekosten en behoudt ze haar zeggenschap over het bedrijf. Daarnaast heeft FAM\_30 net zoals FAM\_20 een positief effect op de kans van CEO duality. Beiden hun effect is wel niet significant ( $p < 0.10$ ). Dit geldt ook voor hun effect op de samenstelling van de raad van bestuur. Hiervoor hebben beiden wel een tegenstellend effect. Zo heeft FAM\_20 een negatief effect op de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Dit kan doordat de familie nog makkelijk de controle over het familiebedrijf kan verliezen daar ze slechts 20% van de aandelen in handen heeft. FAM\_30 daarentegen heeft een positief effect op de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Daarvoor hen het risico om de controle over het familiebedrijf te verliezen kleiner is, kan het voor hen lonen om onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur te laten zetelen en te genieten van hun kennis, expertise en connecties om het bedrijf verder te laten groeien. Dit kan tevens ook een eis zijn van de minderheidsaandeelhouders, daar zij zich willen indekken tegen de macht van de familie.

### 7.3.2 GMM regressies

Om de robuustheid van de modellen na te gaan, werden deze herhaald via een andere regressietechniek. De gehanteerde regressietechniek is deze van GMM, *Generalized Method of Moments*. Deze schattingstechniek is namelijk zeer geschikt indien:

1. Er gewerkt wordt met een panel bestaande uit veel entiteiten en weinig tijdsperioden.
2. Er sprake is van een lineaire functionele relatie.
3. De afhankelijke variabele dynamisch is en afhankelijk is van zijn historische waarden. Vandaar dat zijn first difference nu wordt opgenomen als determinant.
4. De onafhankelijke variabelen niet strikt endogeen zijn.
5. Er fixed effects aanwezig zijn.
6. Er heteroscedasticiteit en autocorrelatie bestaat binnenin de entiteiten, maar niet overheen de entiteiten.

De GMM schattingstechniek sluit dus goed aan bij de onderzoeksopzet van deze thesis. Door het toepassen van een GMM schattingsmodel, wordt er een correctie doorgevoerd voor het endogeniteitsprobleem dat er heerst. Dit doordat het GMM schattingsmodel gebruik maakt van de first differences van de gehanteerde variabelen (Arrellano & Bond, 1991). Binnen de GMM methode om het endogeniteitsprobleem op te lossen, bestaan er twee varianten. Enerzijds is er de difference GMM schatter. Deze transformeert de data in de onderzoeksopzet op basis van de first differences om zo de fixed effects weg te werken. Anderzijds is er de system GMM schatter. De system GMM schatter stelt een extra assumptie ten opzichte van de difference GMM schatter, namelijk dat de first differences van de instrumentele variabelen ongecorrleerd zijn met de fixed effects. De system GMM schatter gebruikt daarom de first differences van de afhankelijke variabele alsook deze van sommige onafhankelijke variabelen die geacht worden ongecorrleerd te zijn met de fixed effects. Zo maakt de system GMM schatter dus gebruik van een systeem van twee vergelijkingen, een vergelijking op basis van de geschatte first differences van de errorterm alsook een vergelijking van de geschatte first differences van de residuen. Dit staat toe dat er meer instrumentele variabelen gebruikt kunnen worden in het schattingsmodel, wat zal leiden tot een efficiënter schattingsmodel (Roodman, 2009). Vandaar dat er in deze masterproef geopteerd wordt voor de system GMM methode, daar deze resulteert in sterkere instrumentele variabelen in vergelijking met de difference GMM schatter. Hieronder worden de resultaten van de system GMM schattingsmodellen besproken.

### 7.3.2.1 Grootte van de raad van bestuur

Wat de grootte van de raad van bestuur betreft, blijkt direct uit onderstaande *Tabel 15: GMM regressie - GROOTTE* dat bijna alle determinanten hun coëfficiënten kleiner zijn dan in de multivariate panelregressie. Daarnaast zal voor sommige determinanten ook hun significantie dalen. Dit kan omwille van de aanwezige endogeniteit die in de GMM schattingsmodellen anders wordt aangepakt, alsook doordat het GMM schattingsmodel robuust is voor de aanwezigheid van heteroscedasticiteit en autocorrelatie.

Voor de scope of operations hypothese, wijken de resultaten van het GMM schattingsmodel niet veel af met die van het multivariate panelmodel. Enkel de ouderdom van bedrijven (AGE\_BEURS +0.065\* & AGE\_BEURS2 -0.001) blijkt een minder significant effect te hebben. Hun effect werd overgewaardeerd in het multivariate panelmodel. De belangrijkste determinanten voor het verklaren van de grootte van de raad van bestuur zijn dus de omvang van een bedrijf (EV +0.184\*\*\*) alsook haar diversificatie (PRODUCT +0.787\*\*\*). Beiden hebben een positief significant effect ( $p < 0.01$ ). Vandaar dat ook hier hypothese 1: "Hoe complexer een bedrijf, hoe groter de raad van bestuur." ondersteund kan worden op het 1% significantieniveau.

Het GMM model slaagt er in tegenstelling tot het multivariate panelmodel wel in om de monitoring hypothese omtrent de controlevoordelen en -kosten te ondersteunen. Hypothese 2a: "Hoe groter de controlekosten, hoe kleiner de raad van bestuur." kan ondersteund worden op het 1% significantieniveau. De controlekosten lijken vooral een grote impact te hebben naarmate het percentage aandelen in handen van de CEO toeneemt (MAN\_OWN -1.807\*\*\*). De aanwezigheid van asymmetrische informatie (ARV -0.202) blijkt geen significant effect te hebben ( $p > 0.10$ ). Dit is in tegenstelling tot het multivariate panelmodel, waar deze variabele wel licht significant was ( $p < 0.10$ ) en een tegengesteld teken vertoonde. In het GMM model vertoont het echter wel het negatieve teken vooropgesteld in de literatuur. Ook hypothese 2b: "Hoe groter de controlevoordelen, hoe groter de raad van bestuur." kan hier ondersteund worden, wel slechts op het 10% significantieniveau. De aanwezigheid van blokaandeelhouders (BLOK +0.668\*) blijkt nu een licht significant effect ( $p < 0.10$ ) te hebben op de grootte van de raad van bestuur. De aanwezigheid van free cashflows daarentegen heeft hier geen effect op. Dit stemt overeen met het multivariate panelmodel waar dit effect ook al te verwaarlozen was.

De resultaten van de negotiation hypothesen lopen daarentegen wel volledig in lijn met het multivariate panelmodel. Ook op basis van het GMM model kan hypothese 3: "Hoe groter de onderhandelingsmacht van de CEO, hoe kleiner de raad van bestuur." ondersteund worden op het 1% significantieniveau. De onderhandelingsmacht van de CEO blijkt ook hier voornamelijk bepaald

te worden door zijn loopbaan bij het bedrijf (CEO\_TENURE  $-0.044^{***}$ ). Ook in dit model wordt de literatuur tegengesproken. De literatuur stelt namelijk dat de CEO zijn onderhandelingsmacht toeneemt met zijn leeftijd. Dit zou dan een negatief effect moeten hebben op de grootte van de raad van bestuur. Empirisch bewijs toont echter op een positief significant effect (CEO\_AGE  $+0.085^{***}$ ). Zoals eerder vermeld, wordt dit verklaard door de CEO-opvolgingstheorie (Vancil, 1987).

De resultaten voor familiebedrijven lopen niet volledig in lijn. Waar hun effect op de grootte van de raad van bestuur in het multivariate panelmodel voornamelijk verklaard wordt door de aanwezigheid van de eerste generatie en de oprichter binnen het bedrijf, blijkt in het GMM model de aanwezigheid van de oprichter geen significant effect te hebben op de grootte van de raad van bestuur. Het GMM model ondersteunt hypothese 4: "Indien een bedrijf een familiebedrijf is, stijgt de grootte van de raad van bestuur." op het 1% significantieniveau. In familiebedrijven waarin de familie minstens 20% van de aandelen bezit (FAM\_20  $+0.442^{***}$ ), wordt de grootte van de raad van bestuur uitgebreid. Dit sluit aan bij de theorie dat zij hun raad van bestuur uitbreiden met bestuursleden met expertise, kennis en ervaring alsook sociale connecties om groei van het familiebedrijf mogelijk te maken. Dit wordt bovendien nog versterkt indien een latere generatie aan de macht staat (GEN  $-0.897^*$ ). Dit stemt ook overeen met de theorie dat bij latere generaties er onderling meer wantrouwen heerst waardoor zij de controle binnen het bedrijf willen opvoeren.

Tenslotte blijkt uit het All-model dat het multivariate panelmodel enkele determinanten hun effect op de grootte van de raad van bestuur overwaardeerde. Zo blijkt nu uit het GMM model dat enkel het effect van de omvang van een bedrijf, haar diversificatie en familiaal aandeelhouderschap significant zijn op het 1% significantieniveau. Wanneer alle corporate governance mechanismen zijn samengevoegd, blijken de aandeelhoudersstructuur (op basis van blokaandeelhouders en managerial ownership) nog maar een zwak significant effect te hebben ( $p < 0.10$ ). Ook het effect van de onderhandelingsmacht van de CEO is afgenomen ( $p < 0.05$ ). Opmerkelijk is ook hier dat de aanwezigheid van blokaandeelhouders (BLOK  $-0.783^*$ ) in het All-model plots een negatief effect heeft op de grootte van de raad van bestuur. Er geldt dezelfde verklaring als in het multivariate panelregressiemodel. De aanwezigheid van blokaandeelhouders is significant positief gecorreleerd ( $p < 0.01$ ) met de familiale structuur van een bedrijf, namelijk de aanwezigheid van de oprichter of de eerste familiegeneratie binnen het familiebedrijf. In dit geval worden er onnodige controlekosten bespaard door de raad van bestuur klein te houden. Vandaar dat de aanwezigheid van blokaandeelhouders in het All-model een negatief effect heeft op de grootte van de raad van bestuur. Dit valt terug te vinden in *Bijlage 2: Beschrijvende data Tabel 8: Correlatiematrix*.

Op basis van de p-waarden van de Arrellano-Bond en Hansen testen, kan er geconcludeerd worden dat het GMM schattingsmodel geen tweede order autocorrelatie bevat en het schattingsmodel geldig is daar overidentificatie niet aan bod komt (Roodman, 2009). De eerste Arrellano-Bond test die stelt dat er geen autocorrelatie bestaat van de eerste orde, kan verworpen worden. Dit vormt geen probleem daar dit niet betekent dat de GMM schatter inconsistent is. Zolang als de tweede Arrellano-Bond test ondersteund kan worden ( $p > 0.10$ ), die stelt dat er geen autocorrelatie van de tweede orde aanwezig is, is er sprake van een consistent schattingsmodel. Dit resultaat wordt bekomen door de opname van de lagged waarde van de afhankelijke variabele, wat het gebruik van een dynamisch schattingsmodel ondersteunt. Daarnaast worden ook de p-waarden van de Hansen test weergegeven. Deze test meet in de nulhypothese of de gebruikte instrumentele variabelen geldig zijn. Daar deze nulhypothese niet verworpen kan worden ( $p > 0.10$ ), kan er geconcludeerd worden dat het model juist werd opgesteld met geldige instrumentele variabelen.

**Tabel 15: GMM regressie - GROOTTE**

Deze tabel omvat de GMM schattingsresultaten met betrekking tot de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen, familiebedrijven en het All-model waarin de voorgaanden samen zijn gevoegd. De geschatte coëfficiënten zijn bekomen via system GMM regressies op basis van unbalanced paneldata van 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven overheen de jaren 2009-2014. Ze tonen het effect van de determinanten op de grootte van de raad van bestuur. De tabel bevat ook de p-waarden van de Arrellano-Bond en Hansen testen. Deze meten respectievelijk de consistentie en de geldigheid van de gekozen schatters/instrumenten. De p-waarden van de variabelen worden weergegeven door \*, \*\* en \*\*\* welke de significantieniveaus op respectievelijk 10%, 5% en 1% weergegeven.

	Scope of Operations	Monitoring	Negotiation	Family	All
<b>L.GROOTTE</b>	0.458**	0.713**	0.487*	0.624***	0.454**
<b>EV</b>	0.184***				0.143***
<b>PRODUCT</b>	0.787***				1.170***
<b>SCHULD</b>	0.051				0.129
<b>AGE_BEURS</b>	0.065*				0.079
<b>AGE_BEURS2</b>	-0.001				-0.001
<b>FCF</b>		0.000			0.009
<b>BLOK</b>		0.668*			-0.783*
<b>MAN_OWEN</b>		-1.807***			-1.215*
<b>ARV</b>		-0.202			-0.010
<b>CEO_AGE</b>			0.085***		0.025**
<b>CEO_TENURE</b>			-0.044***		-0.031**
<b>CEO_NEW</b>			-0.045		-0.108
<b>ROA</b>			-0.009		-0.012
<b>FAM_20</b>				0.442***	0.320***
<b>GEN</b>				-0.897*	-0.501
<b>OPRICHTER</b>				-0.429	-0.027
<b>P-value</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>Arellano-Bond test AR(1)</b>	0.000	0.002	0.000	0.000	0.000
<b>Arellano-Bond test AR(2)</b>	0.854	0.774	0.623	0.869	0.894
<b>Hansen test Overidentificatie</b>	0.794	0.592	0.500	0.613	0.764

De afhankelijke variabele *GROOTTE* meet het aantal bestuursleden die zetelen in de raad van bestuur. De onafhankelijke variabelen zijn als volgt gemeten: *EV* meet het natuurlijk logaritme van de marktwaarde van het eigen vermogen. *PRODUCT* is een binaire variabele = 1 indien het bedrijf actief is in meerdere productsegmenten (0 elders). *SCHULD* meet de verhouding van de boekwaarde van de totale schulden ten opzichte van boekwaarde van de totale activa. *AGE\_BEURS* meet de leeftijd van het bedrijf sinds beursintroductie. *AGE\_BEURS2* is het kwadraat van *AGE\_BEURS*. *FCF* meet verhouding van (de winst van het boekjaar na belastingen + de afschrijvingen - de kapitaaluitgaven - het verschil in werkkapitaal) ten opzichte van de totale activa. *BLOK* meet het percentage aandelen in handen van de grootste aandeelhouder van het bedrijf. *MAN\_OWEN* meet het percentage aandelen in handen van de CEO. *ARV* meet de variatie op de marktprijs per aandeel op jaareinde. *CEO\_AGE* meet de leeftijd van de CEO in jaren. *CEO\_TENURE* meet het aantal dienstjaren dat de CEO effectief benoemd is als CEO bij het bedrijf. *CEO\_NEW* is een binaire variabele = 1 indien er dat jaar een nieuwe CEO werd aangesteld (anders 0). *ROA* meet de procentuele verhouding van de winst/verlies van het boekjaar na belastingen ten opzichte van het balanstotaal. *FAM\_20* is een binaire variabele = 1 indien  $\geq 20\%$  van de aandelen in handen is van de stichtende familie is (anders 0). *GEN* is een binaire variabele = 1 indien de eerste generatie van de familie nog actief is in het bedrijf (anders 0). *OPRICHTER* is een binaire variabele = 1 indien de CEO ook de oprichter van het familiebedrijf is (anders 0).

### 7.3.2.2 Leiderschapsstructuur van de raad van bestuur

Net zoals bij de grootte van de raad van bestuur, blijkt ook voor de leiderschapsstructuur dat bijna alle determinanten hun coëfficiënten kleiner zijn dan in de binaire logistische panelregressie. Zie onderstaande *Tabel 16: GMM regressie - CEO\_DUALITY*. Daarnaast zal ook hier voor sommige determinanten hun significantie dalen. Dit kan omwille van de aanwezige endogeniteit die in de

GMM schattingsmodellen anders wordt aangepakt, alsook doordat deze modellen robuust zijn voor de aanwezigheid van heteroscedasticiteit en autocorrelatie.

Het GMM schattingsmodel verwerpt net zoals het binaire logistische panelmodel hypothese 5: "De bedrijfscomplexiteit speelt geen rol in het verklaren van de aanwezigheid van CEO duality." op het 1% significantieniveau. De bedrijfscomplexiteit heeft namelijk een negatief effect op de kans op CEO duality. Dit effect wordt voornamelijk verklaard door de omvang van een bedrijf (EV - 0.020\*\*) en haar diversificatie (PRODUCT -0.098\*). De ouderdom van een bedrijf heeft geen significant effect op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur ( $p > 0.10$ ). In het binaire logistische panelmodel bleek dit wel zo, wat aantoont dat het effect van de ouderdom overgewaardeerd werd.

Voor de monitoring en negotiation hypothesen, alsook voor familiebedrijven, zijn de effecten van het GMM schattingsmodel op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur dezelfde als die van het binaire logistische panelmodel. Enkel zijn sommige effecten nu wat minder significant ( $p < 0.05$ ). Net zoals het binaire logistische panelmodel, ondersteunt ook het GMM model hypothese 6a: "Hoe groter de controlekosten, hoe groter de kans op CEO duality." op het 1% significantieniveau. De controlekosten worden weer voornamelijk verklaard door de aanwezigheid van managerial ownership (MAN\_OWN +0.194\*\*\*). Gelijktijdig wordt hypothese 6b: "Hoe groter de controlevoordelen, hoe kleiner de kans op CEO duality." verworpen op het 1% significantieniveau. Zelfs naarmate de controlevoordelen stijgen, neemt de kans op CEO duality namelijk toe. Dit effect is echter wel niet significant ( $p > 0.10$ ). Het GMM schattingsmodel ondersteunt ook hypothese 7: "Indien de CEO zijn onderhandelingsmacht toeneemt, stijgt de kans op CEO duality." op het 1% significantieniveau. Dit wordt weer voornamelijk verklaard op basis van de CEO zijn looptijd (CEO\_TENURE +0.004\*\*). Ook hypothese 8: "Indien een bedrijf een familiebedrijf is, neemt de kans op CEO duality toe." wordt ondersteund op het 1% significantieniveau. De kans op CEO duality is het grootst indien de oprichter de rol van CEO vervult (OPRICHTER + 0.344\*\*\*) en de eerste generatie nog actief is binnen het bedrijf (GEN +0.052\*\*).

Wat het All-model betreft, blijken de meest significante determinanten uit de monitoring hypothese en de aanwezigheid van familiale ondernemingen te komen. Dit waren ook de modellen die de meeste variatie in de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur konden verklaren in de binaire logistische panelmodellen. Wat opvalt is dat in de binaire logistische panelmodellen, de verklarende macht van de omvang en diversiteit van een bedrijf overschat waren. Dit geldt ook voor de onderhandelingsmacht van de CEO.

Ook hier tonen de p-waarden van de Arellano-Bond en Hansen testen, dat het GMM schattingsmodel gebruik maakt van respectievelijk consistente en geldige schatters. Dit doordat de tweede Arellano-Bond en Hansen test ondersteund kunnen worden ( $p > 0.10$ ). Het gebruik van een dynamisch panelmodel valt dus te rechtvaardigen.

**Tabel 16: GMM regressie - CEO\_DUALITY**

Deze tabel omvat de GMM schattingsresultaten met betrekking tot de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen, familiebedrijven en het All-model waarin de voorgaanden samen zijn gevoegd. De geschatte coëfficiënten zijn bekomen via system GMM regressies op basis van unbalanced paneldata van 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven overheen de jaren 2009-2014. Ze tonen het effect van de determinanten op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. De tabel bevat ook de p-waarden van de Arrellano-Bond en Hansen testen. Deze meten respectievelijk de consistentie en de geldigheid van de gekozen schatters/instrumenten. De p-waarden van de variabelen worden weergegeven door \*, \*\* en \*\*\* welke de significantieniveaus op respectievelijk 10%, 5% en 1% weergeven.

CEO_DUALITY					
	Scope of Operations	Monitoring	Negotiation	Family	All
L.CEO_DUALITY	0.716**	0.733**	0.920***	0.478**	0.841***
EV	-0.020**				-0.018**
PRODUCT	-0.098*				-0.048*
SCHULD	-0.079				-0.037
AGE_BEURS	-0.002				-0.001
AGE_BEURS2	0.000				0.000
FCF		0.000			-0.002
BLOK		0.004			0.104*
MAN_OWN		0.194***			0.093***
ARV		0.016			0.006
CEO_AGE			0.002		0.001
CEO_TENURE			0.004**		0.001**
CEO_NEW			-0.002		-0.039
ROA			0.001		0.001
FAM_20				0.016	0.009
GEN				0.052**	0.056*
OPRICHTER				0.344***	0.143***
<b>P-value</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>Arellano-Bond test AR(1)</b>	0.000	0.000	0.000	0.003	0.000
<b>Arellano-Bond test AR(2)</b>	0.414	0.569	0.442	0.672	0.957
<b>Hansen test Overidentificatie</b>	0.475	0.658	0.332	0.767	0.858

De afhankelijke variabele *CEO\_DUALITY* is een binaire variabele = 1 indien de rol van CEO en voorzitter van de raad van bestuur gelijktijdig worden uitgevoerd door éénzelfde persoon (anders 0). De onafhankelijke variabelen zijn als volgt gemeten: *EV* meet het natuurlijk logaritme van de marktwaarde van het eigen vermogen. *PRODUCT* is een binaire variabele = 1 indien het bedrijf actief is in meerdere productsegmenten (0 elders). *SCHULD* meet de verhouding van de boekwaarde van de totale schulden ten opzichte van boekwaarde van de totale activa. *AGE\_BEURS* meet de leeftijd van het bedrijf sinds beursintroductie. *AGE\_BEURS2* is het kwadraat van *AGE\_BEURS*. *FCF* meet verhouding van (de winst van het boekjaar na belastingen + de afschrijvingen - de kapitaaluitgaven - het verschil in werkkapitaal) ten opzichte van de totale activa. *BLOK* meet het percentage aandelen in handen van de grootste aandeelhouder van het bedrijf. *MAN\_OWN* meet het percentage aandelen in handen van de CEO. *ARV* meet de variatie op de marktprijs per aandeel op jaareinde. *CEO\_AGE* meet de leeftijd van de CEO in jaren. *CEO\_TENURE* meet het aantal dienstjaren dat de CEO effectief benoemd is als CEO bij het bedrijf. *CEO\_NEW* is een binaire variabele = 1 indien er dat jaar een nieuwe CEO werd aangesteld (anders 0). *ROA* meet de procentuele verhouding van de winst/verlies van het boekjaar na belastingen ten opzichte van het balanstotaal. *FAM\_20* is een binaire variabele = 1 indien  $\geq 20\%$  van de aandelen in handen is van de stichtende familie is (anders 0). *GEN* is een binaire variabele = 1 indien de eerste generatie van de familie nog actief is in het bedrijf (anders 0). *OPRICHTER* is een binaire variabele = 1 indien de CEO ook de oprichter van het familiebedrijf is (anders 0).

### 7.3.2.3 Samenstelling van de raad van bestuur

Net zoals in de andere GMM schattingsmodellen, blijkt ook uit *Tabel 17: GMM regressie - SAMENSTELLING* voor de samenstelling van de raad van bestuur dat bijna alle determinanten hun coëfficiënten kleiner zijn dan in de multivariate panelregressie. Daarnaast zal voor sommige determinanten ook hun significantie dalen. Dit kan omwille van de aanwezige endogeniteit die in de

GMM schattingsmodellen anders wordt aangepakt, alsook door de GMM schatter robuust is voor de aanwezigheid van heteroscedasticiteit en autocorrelatie.

De resultaten met betrekking tot de scope of operations hypothese, stemmen overeen met deze van het multivariate panelmodel. Hier werd ook hypothese 9: "Hoe complexer een bedrijf, hoe meer externe bestuurders zetelen in haar raad van bestuur." ondersteund op het 1% significantieniveau. Ook hier wordt dit positieve effect voornamelijk verklaard door de omvang van het bedrijf (EV +0.009\*\*\*). De diversiteit speelt hier echter geen significante rol ( $p > 0.10$ ), wat aantoont dat het effect van diversiteit op de samenstelling van de raad van bestuur in het multivariate panelmodel overschat werd.

Voor hypothese 10a: "Hoe groter de controlekosten, hoe kleiner de kans op een onafhankelijke raad van bestuur." komen het GMM model en het multivariate panelmodel tot dezelfde conclusie. Hypothese 10a wordt ondersteund op het 1% significantieniveau. Het is weer vooral de aanwezigheid van managerial ownership (MAN\_OWN -0.075\*\*) wat de controlekosten stuurt. Voor hypothese 10b: "Hoe groter de controlevoordelen, hoe groter de kans op een onafhankelijke raad van bestuur." resulteren beide schattingsmodellen in tegengestelde resultaten. Het GMM kan deze hypothese wel ondersteunen op het 1% significantieniveau. De controlevoordelen nemen toe naarmate de aanwezigheid van blokaandeelhouders (BLOK +0.228\*\*\*), wat resulteert in een onafhankelijker raad van bestuur.

Voor de negotiation hypothese, lopen de resultaten van het GMM model en het multivariate panelmodel gelijk. Beiden ondersteunen hypothese 11: "Hoe groter de onderhandelingsmacht van de CEO, hoe minder onafhankelijk de raad van bestuur." op het 1% significantieniveau. De verklarende variabele is ook dezelfde, namelijk de loopbaan van de CEO bij het bedrijf (CEO\_TENURE -0.003\*\*\*). Ook over familiebedrijven komen beide modellen tot een gelijkaardig resultaat. Beide modellen verwerpen hypothese 12: "Indien een bedrijf een familiebedrijf is, stijgt de kans op een onafhankelijke raad van bestuur." op het 1% significantieniveau. Ook hier duiden beide modellen dezelfde significante verklarende variabele aan, nl. de aanwezigheid van de oprichter in het bedrijf (OPRICHTER -0.023\*\*).

Voor het All-model, blijken de meest significant verklarende determinanten ( $p < 0.01$ ) van de samenstelling van de raad van bestuur uit de scope of operations hypothese (EV +0.003\*\*\*) en familiale aanwezigheid (OPRICHTER -0.015\*\*\*) te komen. Opmerkelijk is dat de schuldgraad (SCHULD -0.048\*\*) van een bedrijf in het All-model wel een significant effect heeft op de samenstelling van de raad van bestuur. Dit was in het multivariate panelmodel ook zo, te wijten aan de multicollineariteit die er heerst tussen de schuldgraad en de familiale structuur binnen een familiebedrijf. De schuldgraad is namelijk significant ( $p < 0.01$ ) gecorreleerd met de aanwezigheid van de oprichter binnen het bedrijf alsook de aanwezigheid van de eerste generatie. Dit blijkt uit *Bijlage 2 Beschrijvende data Tabel 8: Correlatiematrix*. Uit dit model blijkt tenslotte ook dat het multivariate panelmodel de effecten van de aanwezigheid van de oprichter in het bedrijf alsook de aanwezigheid van blokaandeelhouders onderschat.

Ook hier tonen de p-waarden van de Arrellano-Bond en Hansen testen weer aan dat het GMM schattingsmodel gebruik maakt van respectievelijk consistente en geldige schatters. Dit doordat de tweede Arrellano-Bond en Hansen test ondersteund kunnen worden ( $p > 0.10$ ). Het gebruik van een dynamisch panelmodel valt dus te rechtvaardigen.

**Tabel 17: GMM regressie - SAMENSTELLING**

Deze tabel omvat de GMM schattingsresultaten met betrekking tot de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen, familiebedrijven en het All-model waarin de voorgaanden samen zijn gevoegd. De geschatte coëfficiënten zijn bekomen via system GMM regressies op basis van unbalanced paneldata van 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven overheen de jaren 2009-2014. Ze tonen het effect van de determinanten op de samenstelling van de raad van bestuur. De tabel bevat ook de p-waarden van de Arrellano-Bond en Hansen testen. Deze meten respectievelijk de consistentie en de geldigheid van de gekozen schatters/instrumenten. De p-waarden van de variabelen worden weergegeven door \*, \*\* en \*\*\* welke de significantieniveaus op respectievelijk 10%, 5% en 1% weergeven.

	Scope of Operations	Monitoring	Negotiation	Family	All
<b>L.SAMENSTELLING</b>	0.598***	0.705**	0.521**	0.678**	0.694***
<b>EV</b>	0.009***				0.003***
<b>PRODUCT</b>	0.001				0.005
<b>SCHULD</b>	0.000				-0.048**
<b>AGE_BEURS</b>	0.000				0.000
<b>AGE_BEURS2</b>	0.000				0.000
<b>FCF</b>		0.000			0.006
<b>BLOK</b>		0.228***			0.015**
<b>MAN_OWN</b>		-0.075**			-0.004
<b>ARV</b>		-0.021*			-0.021
<b>CEO_AGE</b>			0.004		0.001
<b>CEO_TENURE</b>			-0.003***		-0.002**
<b>CEO_NEW</b>			0.014		0.009
<b>ROA</b>			0.000		-0.005
<b>FAM_20</b>				-0.116	-0.039
<b>GEN</b>				-0.003	-0.012
<b>OPRICHTER</b>				-0.023**	-0.015***
<b>P-value</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>Arellano-Bond test AR(1)</b>	0.000	0.000	0.002	0.000	0.000
<b>Arellano-Bond test AR(2)</b>	0.803	0.553	0.600	0.791	0.697
<b>Hansen test Overidentificatie</b>	0.429	0.387	0.356	0.480	0.534

De afhankelijke variabele *SAMENSTELLING* meet het aantal onafhankelijke bestuursleden (op basis van art 526ter Wetboek Vennootschappen) ten opzichte van het totaal aantal bestuursleden). De onafhankelijke variabelen zijn als volgt gemeten: *EV* meet het natuurlijk logaritme van de marktwaarde van het eigen vermogen. *PRODUCT* is een binaire variabele = 1 indien het bedrijf actief is in meerdere productsegmenten (0 elders). *SCHULD* meet de verhouding van de boekwaarde van de totale schulden ten opzichte van boekwaarde van de totale activa. *AGE\_BEURS* meet de leeftijd van het bedrijf sinds beursintroductie. *AGE\_BEURS2* is het kwadraat van *AGE\_BEURS*. *FCF* meet verhouding van (de winst van het boekjaar na belastingen + de afschrijvingen - de kapitaaluitgaven - het verschil in werkkapitaal) ten opzichte van de totale activa. *BLOK* meet het percentage aandelen in handen van de grootste aandeelhouder van het bedrijf. *MAN\_OWN* meet het percentage aandelen in handen van de CEO. *ARV* meet de variatie op de marktprijs per aandeel op jaareinde. *CEO\_AGE* meet de leeftijd van de CEO in jaren. *CEO\_TENURE* meet het aantal dienstjaren dat de CEO effectief benoemd is als CEO bij het bedrijf. *CEO\_NEW* is een binaire variabele = 1 indien er dat jaar een nieuwe CEO werd aangesteld (anders 0). *ROA* meet de procentuele verhouding van de winst/verlies van het boekjaar na belastingen ten opzichte van het balanstotaal. *FAM\_20* is een binaire variabele = 1 indien  $\geq 20\%$  van de aandelen in handen is van de stichtende familie is (anders 0). *GEN* is een binaire variabele = 1 indien de eerste generatie van de familie nog actief is in het bedrijf (anders 0). *OPRICHTER* is een binaire variabele = 1 indien de CEO ook de oprichter van het familiebedrijf is (anders 0).



## Hoofdstuk 8: Conclusie

Na het voeren van het empirische onderzoek, kan er op basis van de onderzoeksresultaten een antwoord gegeven worden op de drie vooropgestelde deelvragen. Vervolgens worden de theoretische en praktische implicaties van de gevonden onderzoeksresultaten besproken. Tenslotte wordt er afgerond met enkele kritische bemerkingen omtrent dit onderzoek, alsook enkele suggesties voor verder onderzoek.

### 8.1 Onderzoeksresultaten

#### 8.1.1 Grootte van de raad van bestuur

De eerste deelvraag luidt: "Welke zijn de determinanten die de grootte van de raden van bestuur bepalen in Belgische beursgenoteerde bedrijven?". Uit *Tabel 11: Multivariate panelregressie - GROOTTE* blijkt dat voornamelijk de scope of operations hypothese en familiebedrijven een grote impact hebben op de grootte van de raad van bestuur. De scope of operations hypothese verklaart namelijk 33% van de variatie in de grootte van de raad van bestuur. Het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is, verklaart 32.8% van de variatie in de grootte van de raad van bestuur. Vervolgens hebben de monitoring en negotiation hypothesen ook nog een invloed op de grootte van de raad van bestuur. Zo verklaren ze respectievelijk 18.5% en 7.7% van de variatie in de grootte van de raad van bestuur. Als tenslotte de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen worden samengevoegd met het familiale aspect, blijkt het algehele model in totaal 66.9% van de variatie in de grootte van de raad van bestuur te kunnen verklaren.

Op basis van onderstaande *Tabel 18: Grootte van de raad van bestuur*, kan duidelijk opgemerkt worden welke determinanten nu net een significant effect hebben op de grootte van de raad van bestuur. Grote, diverse en oudere bedrijven zullen eerder opteren voor een grote raad van bestuur. Dit stemt overeen met de literatuur. Naarmate bedrijven namelijk groter, meer divers en ouder worden, stijgt de bedrijfscomplexiteit. Hiermee stijgen ook de adviesnoden binnen het bedrijf, waardoor de nood aan een grotere raad van bestuur toeneemt daar er dan meer expertise en gespecialiseerde kennis beschikbaar is voor het management.

Daarnaast speelt ook de aandeelhoudersstructuur van een bedrijf een rol in de grootte van de raad van bestuur. Zo zullen bedrijven waarin er managerial ownership aanwezig zijn, opteren voor een kleinere raad van bestuur. Door de aanwezigheid van managerial ownership lopen de belangen van het management namelijk in lijn met die van de overige aandeelhouders. Hierdoor zou extra controle uitgevoerd door een grotere raad van bestuur enkel de controlekosten verhogen, terwijl het niet nodig is. De aanwezigheid van blokaandeelhouders daarentegen verhoogt net wel de grootte van de raad van bestuur. Zij hebben omwille van hun aandeelhouderschap de neiging zelf extra te controleren en laten dit niet graag aan anderen over. Vandaar dat zij zelf zullen zetelen in de raad van bestuur. Ook familiaal eigendom heeft een positief effect op de grootte van de raad van bestuur. Familiebedrijven opteren voor een grotere raad van bestuur. Een grotere raad van bestuur bestaande uit meer bestuurders met kennis, ervaring, expertise en netwerken helpt familiebedrijven namelijk bij hun groeiproces. Daarnaast zal ook indien er een latere generatie actief is binnen het bedrijf, het vertrouwen tussen de familieleden afnemen. Vandaar dat zij dan opteren voor een grotere raad van bestuur, die de familieleden beter controleert. Als de eerste generatie echter nog actief is binnen het bedrijf, zal de raad van bestuur net klein gehouden worden. Bij hen is er namelijk nog geen sprake van vertrouwensproblemen en vrezen zij anders de controle over het bedrijf te verliezen. Daarnaast is voor hen een grote raad van bestuur niet nodig, omwille van de onnodige controlekosten die ermee gepaard gaan.

Tenslotte wordt de grootte van de raad van bestuur nog bepaald door de onderhandelingsmacht van de CEO. Naarmate zijn loopbaan vordert, verwerft hij macht door de kennis en ervaring die hij heeft. Alsook doordat hij het bedrijf gedurende die hele periode in goede banen heeft geleid. Overeenstemmend met de literatuur zal naarmate de CEO zijn onderhandelingsmacht toeneemt, hij opteren voor een kleinere raad van bestuur. Zo worden onnodige controlekosten bespaard en zal

het beslissingsproces binnen het bedrijf sneller en efficiënter verlopen. Daarnaast neemt de CEO zijn onderhandelingsmacht ook toe met zijn leeftijd, meldt de literatuur. De leeftijd van de CEO vertoont echter een positief effect op de grootte van de raad van bestuur. Dit kan verklaard worden door de opvolgingstheorie van de CEO. Naarmate de CEO de pensioenleeftijd nadert, wordt de raad van bestuur uitgebreid met mogelijke nieuwe CEO-kandidaten. Vandaar dat de raad van bestuur dan groter wordt.

Als dan alle mogelijke determinanten van de grootte van de raad van bestuur worden samengevoegd, zijn er slechts twee determinanten die hun verklarende macht verliezen in aanwezigheid met de overige determinanten en corporate governance mechanismen. Dit zijn de ouderdom van het bedrijf en de familiegeneratie die actief is binnen het bedrijf. Dit omwille van multicollineariteit en doordat vele variabelen corporate governance substituten van elkaar zijn. Opmerkelijk is het wel dat het effect van de aanwezigheid van blokaandeelhouders (BLOK -0.783\*) op de grootte van de raad van bestuur nu negatief is. Dit negatieve effect kan verklaard worden doordat de aanwezigheid van blokaandeelhouders significant positief gecorreleerd ( $p < 0.01$ ) is met de familiale structuur van een bedrijf. Zo blijken er veel blokaandeelhouders in een bedrijf aanwezig te zijn indien de oprichter of de eerste generatie nog aanwezig is binnen het bedrijf. Zij hebben dan vaak een groot aandelenpercentage in handen, waardoor ze zelf blokaandeelhouders zijn. In dit geval worden er onnodige controlekosten bespaard door de raad van bestuur klein te houden. Vandaar dat de aanwezigheid van blokaandeelhouders nu een negatief effect vertoont op de grootte van de raad van bestuur. Dit valt terug te vinden in *Bijlage 2: Beschrijvende data Tabel 8: Correlatiematrix*.

**Tabel 18: Grootte van de raad van bestuur**

Deze tabel geeft een overzicht van de hypothesen omtrent de grootte van de raad van bestuur. Hij vermeldt of de hypothesen aanvaard of verworpen worden op het 1% significantieniveau. Daarnaast worden nog de determinanten vermeld die een significant effect hebben op de grootte van de raad van bestuur, op basis van het system GMM schattingsmodel. Tenslotte wordt ook nog gemeld welke determinanten een significant effect behouden indien de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen worden samengevoegd met het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is. De significantie van de determinanten worden weergegeven door \*, \*\* en \*\*\* die tonen op een respectievelijk 10%, 5% en 1% significantieniveau.

<b>Grootte van de raad van bestuur</b>				
<b>Nr</b>	<b>Hypothese</b>	<b>Aanvaard/Verwerp</b>	<b>Significante determinanten</b>	
1	Hoe complexer een bedrijf, hoe groter de raad van bestuur.	Aanvaard	EV	+0.184***
			PRODUCT	+0.787***
			AGE_BEURS	+0.065*
2a	Hoe groter de controlekosten, hoe kleiner de raad van bestuur.	Aanvaard	MAN_OWN	-1.807***
2b	Hoe groter de controlevoordelen, hoe groter de raad van bestuur.	Aanvaard	BLOK	+0.668*
3	Hoe groter de onderhandelingsmacht van de CEO, hoe kleiner de raad van bestuur.	Aanvaard	CEO_AGE	+0.085***
			CEO_TENURE	-0.044***
4	Indien een bedrijf een familiebedrijf is, stijgt de grootte van de raad van bestuur.	Aanvaard	FAM_20	+0.442***
			GEN	-0.897*
<b>Gecombineerd met andere corporate governance mechanismen, zijn de volgende determinanten nog significant</b>				
			EV	+0.143***
			PRODUCT	+1.170***
			BLOK	-0.783*
			MAN_OWN	-1.215*
			CEO_AGE	+0.025**
			CEO_TENURE	-0.031**
			FAM_20	+0.320***

### 8.1.2 Leiderschapsstructuur van de raad van bestuur

De tweede deelvraag luidt: "Welke zijn de determinanten die de leiderschapsstructuur van de raden van bestuur bepalen in Belgische beursgenoteerde bedrijven?". Uit *Tabel 12: Binaire logistische panelregressie - CEO\_DUALITY* blijkt dat voornamelijk familiebedrijven en de monitoring hypothese een grote impact hebben op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is, verklaart 24.8% van de variatie in de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. De monitoring hypothese verklaart 17.1%. Vervolgens hebben de scope of operations en negotiation hypothesen ook nog enige invloed op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Zo verklaren ze respectievelijk 10.8% en 3% van de variatie in de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Als tenslotte de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen worden samengevoegd met het familiale aspect, blijkt het algehele model in totaal 41.8% van de variatie in de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur te kunnen verklaren. Dit stemt dus niet overeen met wat de literatuur vooropstelde. Linck et al. (2008) stelden namelijk dat de leiderschapsstructuur niet zozeer door de scope of operations hypothese verklaard kon worden, maar eerder door de monitoring en negotiation hypothesen. De empirische resultaten weerleggen dit, daar het namelijk net de scope of operations hypothese is die een grotere verklarende kracht heeft in tegenstelling tot de verwachte negotiation hypothese.

Op basis van onderstaande *Tabel 19: Leiderschapsstructuur van de raad van bestuur*, kan duidelijk opgemerkt worden welke determinanten nu net een significant effect hebben op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Grote en diverse bedrijven zullen eerder opteren voor een scheiding van de functies van CEO en voorzitter van de raad van bestuur. De literatuur gaf geen eenduidig antwoord over het effect van de bedrijfscomplexiteit. Op basis van de empirische onderzoeksresultaten kan er nu geconcludeerd worden dat de theorie van Monem (2013) correct is. Hij stelde namelijk dat naarmate bedrijven groter en meer divers worden, de bedrijfscomplexiteit toeneemt. Hierdoor is er extra controle vereist, vandaar de scheiding tussen de rol van de CEO en de rol van de voorzitter van de raad van bestuur. Zo kan er een onafhankelijke en objectieve controle plaatsvinden, wat niet kan indien er CEO duality heerst.

De bedrijfscomplexiteit lijkt echter het enige te zijn wat de kans op CEO duality doet afnemen. Zo zal namelijk bij de aanwezigheid van managerial ownership, bij een lange loopbaan van de CEO alsook bij familiebedrijven de kans op CEO duality toenemen. Indien de CEO aandelen van het bedrijf in handen heeft, lopen zijn belangen in lijn met die van de overige aandeelhouders. Een scheiding van de functies van CEO en voorzitter van de raad van bestuur zou dan resulteren in onnodige controlekosten. Daarnaast bevordert de keuze van CEO duality ook het beslissingsproces, dat nu sneller en efficiënter zal verlopen. Deze argumenten verklaren ook waarom de loopbaan van de CEO een positief effect heeft op de kans op CEO duality. Naarmate zijn loopbaan vordert, bewijst de CEO zijn capaciteiten om het bedrijf te leiden. Vandaar dat hij beloond wordt met de functie van voorzitter van de raad van bestuur. Tenslotte neemt bij familiebedrijven ook de kans op CEO duality toe. Dit is vooral zo indien de eerste generatie nog binnen het bedrijf actief is, alsook indien de oprichter nog de rol van CEO vervult. Dit omdat er dan nog geen vertrouwensproblemen zijn binnen de familie en de familie angst heeft de controle over het bedrijf te verliezen.

Als dan alle mogelijke determinanten van de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur worden samengevoegd, is er geen enkele determinant die zijn verklarende macht verliest in aanwezigheid met de overige determinanten en corporate governance mechanismen. In dat geval is er zelfs nog een extra determinant die een significant effect heeft op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Dat is de aanwezigheid van blokaandeelhouders (BLOK +0.104\*), wat de kans op CEO duality doet toenemen. Monem (2013) stelde reeds dat blokaandeelhouders zelf de neiging hebben lid te worden van de raad van bestuur om hun belangen te verdedigen. Dit staat een strikte monitoring van het management en de CEO toe, vandaar dat de vraag naar alternatieve monitoringmechanismen daalt zodat het bedrijf geen overbodige monitoringkosten oploopt. Daarom hebben bedrijven met een hoge eigendomsconcentratie een raad van bestuur wiens voorzittersrol uitgevoerd wordt door de CEO van het bedrijf. De reden waarom de aanwezigheid van blokaandeelhouders nu plots een significant effect vertoont, is omwille van multicollineariteit.

De aanwezigheid van blokaandeelhouders is namelijk significant positief gecorreleerd ( $p < 0.01$ ) met de familiale structuur van een familiebedrijf, meer bepaald de aanwezigheid van de oprichter van het familiebedrijf alsook de generatie die momenteel actief is binnen het bedrijf. Het effect van blokaandeelhouders op de leiderschapsstructuur wordt door deze significante positieve correlatie versterkt daar de aanwezigheid van de oprichter een significant effect ( $p < 0.01$ ) heeft op de kans op CEO duality. Daarnaast neemt de aanwezigheid van blokaandeelhouders nu een deel van de verklarende macht van de generatie actief in het familiebedrijf over. Dit valt terug te vinden in *Bijlage 2: Beschrijvende data Tabel 8: Correlatiematrix*.

### Tabel 19: Leiderschapsstructuur van de raad van bestuur

Deze tabel geeft een overzicht van de hypothesen omtrent de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Hij vermeldt of de hypothesen aanvaard of verworpen worden op het 1% significantieniveau. Daarnaast worden nog de determinanten vermeld die een significant effect hebben op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur, op basis van het system GMM schattingsmodel. Tenslotte worden ook nog gemeld welke determinanten een significant effect behouden indien de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen worden samengevoegd met nog het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is. De significantie van de determinanten worden weergegeven door \*, \*\* en \*\*\* die tonen op een respectievelijk 10%, 5% en 1% significantieniveau.

Leiderschapsstructuur van de raad van bestuur				
Nr	Hypothese	Aanvaard/Verwerp	Significante determinanten	
5	De bedrijfscomplexiteit speelt geen rol in het verklaren van de aanwezigheid van CEO duality.	Verwerp	EV	-0.020**
			PRODUCT	-0.098*
6a	Hoe groter de controlekosten, hoe groter de kans op CEO duality.	Aanvaard	MAN_OWN	+0.194***
6b	Hoe groter de controlevoordelen, hoe kleiner de kans op CEO duality.	Verwerp		
7	Indien de CEO zijn onderhandelingsmacht toeneemt, stijgt de kans op CEO duality.	Aanvaard	CEO_TENURE	+0.004**
8	Indien een bedrijf een familiebedrijf is, neemt de kans op CEO duality toe.	Aanvaard	GEN	+0.052**
			OPRICHTER	+0.344***
Gecombineerd met andere corporate governancemechanismen, zijn de volgende determinanten nog significant				
			EV	-0.018**
			PRODUCT	-0.048*
			BLOK	+0.104*
			MAN_OWN	+0.093***
			CEO_TENURE	+0.001**
			GEN	+0.056*
			OPRICHTER	+0.143***

### 8.1.3 Samenstelling van de raad van bestuur

De derde deelvraag luidt: "Welke zijn de determinanten die de samenstelling van de raden van bestuur bepalen in Belgische beursgenoteerde bedrijven?". Uit *Tabel 13: Multivariate panelregressie - SAMENSTELLING* blijkt dat de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen alsook familiebedrijven een gelijkaardige impact hebben op de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Zo verklaren ze respectievelijk 5.7%, 4.3%, 4.6% en 5.4% van de variatie in de samenstelling van de raad van bestuur. Als tenslotte de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen worden samengevoegd met het familiale aspect, blijkt het algehele model in totaal 24.2% van de variatie in de samenstelling van de raad van bestuur te kunnen verklaren. Dit stemt dus niet overeen met wat de literatuur vooropstelde. Boone et al. (2007) stelden namelijk dat de samenstelling vooral verklaard kon worden door de scope of operations en negotiation hypothesen, en dat de impact van de monitoring hypothese maar klein zou zijn in vergelijking met de impact van de twee andere hypothesen. Empirisch onderzoek toont echter aan dat de hypothesen ongeveer evenveel variatie in de samenstelling van de raad van bestuur verklaren.

Op basis van onderstaande *Tabel 20: Samenstelling van de raad van bestuur*, kan duidelijk opgemerkt worden welke determinanten nu net een significant effect hebben op de samenstelling van de raad van bestuur. Er zijn slechts twee determinanten die een positief effect hebben op de samenstelling van de raad van bestuur. Naarmate bedrijven groter worden, stijgt de bedrijfscomplexiteit waardoor ook de adviesnoden toenemen. Hierdoor is er nood aan externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur, daar er dan meer expertise en gespecialiseerde kennis beschikbaar is voor het management te begeleiden. Daarnaast tonen de empirische resultaten aan dat de onafhankelijkheid van de raad van bestuur ook toeneemt indien er blokaandeelhouders aanwezig zijn. Dit stemt overeen met de argumenten van Mak en Li (2001). De aanwezigheid van blokaandeelhouders kan leiden tot een benadeling van de minderheidsaandeelhouders. Vandaar dat er dan geopteerd wordt voor een onafhankelijke raad van bestuur, om die benadeling te voorkomen.

Indien echter de controlekosten toenemen, door de aanwezigheid van managerial ownership en asymmetrische informatie, heeft dit een negatief effect op de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Als de CEO aandelen van het bedrijf bezit, lopen zijn belangen in lijn met die van de overige aandeelhouders. Dan is extra controle door een onafhankelijke raad van bestuur niet meer nodig, daar dit enkel onnodige controlekosten met zich meebrengt. De aanwezigheid van asymmetrische informatie leidt ook tot een minder onafhankelijke raad van bestuur. Indien er informatieasymmetrie heerst, is het namelijk duurder om bedrijfsspecifieke eigendomsinformatie te transfereren naar externe bestuurders (Maug, 1997). Het gevolg is dat er veel informatie ongekend is voor de externe bestuurders (Fama & Jensen, 1983). Dan zullen zij hun controlerol uitvoeren op basis van onvoldoende informatie of op basis van informatie verkregen van interne bestuurders (Lehn et al., 2009). In die situatie is het geschikter voor het bedrijf om een raad van bestuur samen te stellen bestaande uit meer interne bestuurders die wel over de juiste informatie beschikken. Dat leidt dan tot een minder onafhankelijke raad van bestuur.

De kans op een onafhankelijke raad van bestuur daalt ook naarmate de CEO zijn loopbaan bij het bedrijf vordert. Hij verwerft zo namelijk macht doordat hij reeds zijn competenties bewezen heeft. Vandaar dat een onafhankelijke raad van bestuur zou resulteren in onnodige controlekosten. Tenslotte wil men deze onnodige controlekosten ook vermijden indien de oprichter van het bedrijf nog actief is binnen het bedrijf en hij de rol van CEO vervult. Hij wil dan liefst geen onafhankelijke raad van bestuur, daar dit resulteert in onnodige controlekosten en de oprichter schrik heeft om anders de controle over het bedrijf te verliezen.

Als tenslotte alle mogelijke determinanten van de samenstelling van de raad van bestuur worden samengevoegd, zijn er twee determinanten die hun verklarende macht verliezen in aanwezigheid met de overige determinanten en corporate governance mechanismen. Dit zijn de twee determinanten die de controlekosten vertegenwoordigen. De aanwezigheid van managerial ownership en asymmetrische informatie zullen in combinatie met andere corporate governance mechanismen geen significant effect meer hebben op de samenstelling van de raad van bestuur. Wat managerial ownership betreft, deze is significant positief gecorreleerd met de aanwezigheid van de oprichter binnen het familiebedrijf ( $p < 0.01$ ). De oprichter vervult erg vaak de rol van CEO, en heeft een groot aandelenpercentage in handen. Vandaar de positieve correlatie tussen beiden. Als deze gecombineerd worden, verliest managerial ownership zijn verklarende kracht daar deze wordt overgedragen naar de aanwezigheid van de oprichter binnen een familiebedrijf die nu significanter wordt ( $p < 0.01$ ). Wat de aandelenrendementsvariatie betreft, deze verliest zijn verklarende kracht daar deze significant gecorreleerd is ( $p < 0.01$ ) met het eigen vermogen. Dit valt terug te vinden in *Bijlage 2: Beschrijvende data Tabel 8: Correlatiematrix*.

Opmerkelijk is dat wanneer alle variabelen samengevoegd worden, de schuldgraad plots een significant effect ( $p < 0.05$ ) blijkt te hebben op de samenstelling van de raad van bestuur. Dit komt omwille van de multicollineariteit die er heerst tussen de schuldgraad en de familiale structuur van een familiebedrijf. Zo is de schuldgraad significant positief gecorreleerd ( $p < 0.01$ ) met de aanwezigheid van de oprichter en eerste generatie in een familiebedrijf. Naarmate zij aanwezig zijn in een familiebedrijf, verkiezen ze een afhankelijke raad van bestuur wegens angst om de controle

over het bedrijf te verliezen. Daarnaast hebben ze in dit geval vaak nog geen nood aan externe financiering, en dus ook niet aan bestuursleden die het bedrijf kunnen helpen aan toegang tot externe financiering. De toegang tot externe financiering wordt echter wel noodzakelijk naarmate volgende generaties actief worden in het familiebedrijf. Willen zij het bedrijf laten groeien, moeten zij een beroep doen op externe financiering en de schuldgraad van het bedrijf verhogen. Dan zal omwille van de correlatie tussen de schuldgraad en een latere generatie, de schuldgraad wel een positief effect hebben op de samenstelling van de raad van bestuur. Dit valt terug te vinden in *Bijlage 2: Beschrijvende data Tabel 8: Correlatiematrix*.

## Tabel 20: Samenstelling van de raad van bestuur

Deze tabel geeft een overzicht van de hypothesen omtrent de samenstelling van de raad van bestuur. Hij vermeldt of de hypothesen aanvaard of verworpen worden op het 1% significantieniveau. Daarnaast worden nog de determinanten vermeld die een significant effect hebben op de samenstelling van de raad van bestuur, op basis van het system GMM schattingsmodel. Tenslotte wordt ook nog gemeld welke determinanten een significant effect behouden indien de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen worden samengevoegd met nog het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is. De significantie van de determinanten worden weergegeven door \*, \*\* en \*\*\* die tonen op een respectievelijk 10%, 5% en 1% significantieniveau.

Samenstelling van de raad van bestuur				
Nr	Hypothese	Aanvaard/Verwerp	Significante determinanten	
9	Hoe complexer een bedrijf, hoe meer externe bestuurders zetelen in haar raad van bestuur.	Aanvaard	EV	+0.009***
10a	Hoe groter de controlekosten, hoe kleiner de kans op een onafhankelijke raad van bestuur.	Aanvaard	MAN_OWN	-0.075**
			ARV	-0.021*
10b	Hoe groter de controlevoordelen, hoe groter de kans op een onafhankelijke raad van bestuur.	Aanvaard	BLOK	+0.228***
11	Hoe groter de onderhandelingsmacht van de CEO, hoe minder onafhankelijk de raad van bestuur.	Aanvaard	CEO_TENURE	-0.003***
12	Indien een bedrijf een familiebedrijf is, stijgt de kans op een onafhankelijke raad van bestuur.	Verwerp	OPRICHTER	-0.023**
Gecombineerd met andere corporate governance mechanismen, zijn de volgende determinanten nog significant				
			EV	+0.003***
			SCHULD	-0.048**
			BLOK	+0.015**
			CEO_TENURE	-0.002**
			OPRICHTER	-0.015***

## 8.2 Algemene theoretische implicaties

Omtrent de samenstelling van de raad van bestuur zijn er in de literatuur enkele tegengestelde theorieën terug te vinden. Op basis van de onderzoeksresultaten van deze masterproef, kan er achterhaald worden welke theorieën er gelden omtrent de samenstelling van de raad van bestuur in de Belgische context voor beursgenoteerde bedrijven.

### 8.2.1 Scope of operations hypothese

De scope of operations hypothese werd in de literatuur al aangehaald als de hypothese die het meest de algehele samenstelling van de raad van bestuur kon verklaren. Over de reden waarom en de manier waarop ze deze samenstelling van de raad van bestuur beïnvloedt, bestaat er in de theorie reeds consensus wat de grootte en samenstelling van de raad van bestuur betreft. Ook voor de Belgische context blijkt de theorie achterliggend de scope of operations hypothese met betrekking tot de grootte en samenstelling van de raad van bestuur geldig te zijn. De scope of operations hypothese stelt namelijk dat de omvang en complexiteit van de bedrijfsactiviteiten en – processen de algehele samenstelling van de raad van bestuur beïnvloeden omwille van de advies- en controlevereisten die ermee gepaard gaan (Fama & Jensen, 1983). Niet alleen is het in grotere en meer complexe bedrijven moeilijker om managementbeslissingen op te volgen, wat extra controle vereist. Ook gelden er in grotere en meer complexe bedrijven grotere adviesnoden en hogere bronvereisten. De raad van bestuur kan hier een oplossing voor bieden. Het gevolg is dat de raad van bestuur groter zal worden en zal uitbreiden met externe bestuursleden die ervaring of gespecialiseerde kennis hebben in de bedrijfsprocessen of –activiteiten. Ook zal de raad van

bestuur uitbreiden met externe bestuurders die de vereiste netwerkconnecties en contractuele relaties hebben, zodat de toegang van het bedrijf tot de vereiste bronnen om te opereren gegarandeerd wordt (Pfeffer, 1972). Deze theorie wordt in de onderzoeksresultaten van deze masterproef bevestigd.

Voor de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur, bestond er in de theorie geen consensus over het effect van de scope of operations hypothese. Zo stelde onder andere Monem (2013) dat naarmate bedrijven groter worden en hun omgeving complexer wordt, de controlevereisten toenemen. Dit doordat het in die situatie moeilijker wordt om managementbeslissingen op te volgen, omwille van de extra informatievereisten die er hiervoor nodig zijn. Vandaar dat Monem (2013) stelt dat bij complexe bedrijven de kans op CEO duality daalt. In dat geval kan de raad van bestuur namelijk haar controlerol efficiënt en effectief uitvoeren. Linck et al. (2008) stellen echter dat naarmate bedrijven groter worden en hun omgeving complexer wordt, bedrijven net moeten opteren voor CEO duality. Ook Davidson et al. (2008) bevestigen dit. Daar grotere bedrijven een complexer beslissingsproces ervaren, stelt Boyd (1995) dat bedrijven moeten opteren voor CEO duality aangezien dit leidt tot een uniform leiderschap waardoor er zowel betere alsook snellere beslissingen genomen kunnen worden. Dit omdat de CEO over meer gedetailleerde en bedrijfsspecifieke kennis bezit en er zo geen onenigheid kan optreden tussen de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur (Brickley et al., 1997). Uit de onderzoeksresultaten van deze masterproef blijkt dat complexe bedrijven niet opteren voor CEO duality, omwille van de toenemende controlevereisten. Dan is er een raad van bestuur vereist zonder CEO duality die onafhankelijk van het management haar controlerol kan uitoefenen. De theorie omtrent de invloed op het beslissingsmakingsproces blijkt in de Belgische context dus niet te gelden.

Op basis van de scope of operations hypothese, werden de grootte, diversiteit, schuldgraad en leeftijd van het bedrijf gezien als drijvende kracht ter bepaling van de algehele samenstelling van de raad van bestuur. Op basis van de onderzoeksresultaten, kan er geconcludeerd worden dat de scope of operations hypothese voornamelijk steunt op de verklarende kracht van de grootte en diversiteit van een bedrijf. Naarmate bedrijven groter en meer divers worden, opteren zij voor een grote, onafhankelijke raad van bestuur zonder CEO duality.

### **8.2.2 Monitoring hypothese**

De monitoring hypothese stelt dat de samenstelling van de raad van bestuur een afweging is van de controlevoordelen en controlekosten die ermee gepaard gaan. Een bedrijf moet deze afweging maken op basis van bepaalde bedrijfskarakteristieken alsook de economische omgeving waarin ze actief is (Brickley et al., 1997). In de literatuur worden de controlevoordelen en -kosten bepaald op basis van de private voordelen die het management zich kan toe-eigenen, de groeiopportunities van een bedrijf alsook de aandeelhoudersstructuur. De onderzoeksresultaten tonen echter aan dat de verklarende kracht van de monitoring hypothese in Belgische context enkel steunt op de aandeelhoudersstructuur van een bedrijf, met een onderscheid tussen managerial ownership en blokaandeelhouderschap. De overige twee determinanten waarop de monitoringhypothese haar theorie steunt, namelijk de private voordelen die het management zich kan toe-eigenen en de groeiopportunities van het bedrijf, blijken in het grote geheel indien ze gecombineerd worden met andere corporate governance mechanismen geen significant effect te hebben op de samenstelling van de raad van bestuur.

Wat managerial ownership betreft, bestaat er in de literatuur consensus over het effect van aandelen in handen van de CEO op de algehele samenstelling van de raad van bestuur. Bij de aanwezigheid van managerial ownership, verzwakken de agency problemen die ontstaan door de scheiding van beheer en eigendom van een organisatie (Raheja, 2005). De kans dat het management nu inferieure en risicovolle beslissingen neemt, is namelijk zeer klein. Dit reduceert de nodige controle in een bedrijf. Dit leidt ertoe dat bedrijven waarin de belangen van het management en de aandeelhouders in lijn lopen, controlekosten kunnen besparen door externe bestuurders te vervangen door interne bestuurders en hun raad van bestuur in te perken. Een andere kostenbesparingsmethode is door te opteren voor CEO duality. De negatieve relatie tussen managerial ownership en het aantal externe bestuurders die zetelen in de raad van bestuur bestaat

volgens Bathala en Rao (1995) dan ook doordat deze twee corporate governance mechanismen substituten zijn voor een effectieve controle. De onderzoeksresultaten bevestigen dit. Ook kan er uit de onderzoeksresultaten afgeleid worden dat managerial ownership ook als corporate governance substituuut dient voor een grote raad van bestuur of voor CEO duality.

Over de andere significante determinant waarop de monitoringhypothese haar verklarende kracht steunt, bestaan er in de literatuur twee tegengestelde theorieën. Raheja (2005) stelt dat de controlevoordelen binnen een bedrijf grotendeels bepaald worden door de aandeelhoudersstructuur. Als er veel aandelen in handen zijn van grote blokaandeelhouders, hebben zij de intentie zelf actief op zoek te gaan naar informatie daar zij nu zelf iets op het spel hebben staan. De aanwezigheid van blokaandeelhouders maakt alternatieve controlemechanismen dan overbodig, waardoor deze bedrijven net opteren voor een kleinere, minder onafhankelijke raad van bestuur met CEO duality (Monem, 2013). Ook Li (1994), Prevost et al. (2002) en Raheja (2005) bevestigen dit. Mak en Li (2001) melden echter het tegenovergestelde. Dit omdat controle door de blokaandeelhouders kan leiden tot benadeling van de minderheidsaandeelhouders. Om de minderheidsaandeelhouders te beschermen, moet de controlerol van de raad van bestuur net verstrengd worden. Dit wordt net bereikt door te opteren voor een grotere, onafhankelijke raad van bestuur zonder CEO duality (Grossman & Hart, 1988). Beide argumenten zijn aanwezig in de onderzoeksresultaten. Zo leidt blokaandeelhouderschap tot een kleinere raad van bestuur met CEO duality, om onnodige controlekosten te besparen daar de blokaandeelhouders zelf in de raad van bestuur zetelen en zo voldoende controlemogelijkheden hebben. Anderzijds leidt blokaandeelhouderschap wel tot een raad van bestuur bestaande uit meer externe bestuursleden, ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders.

De verklarende kracht van de monitoringhypothese wordt gereduceerd door alle overige corporate governance mechanismen die aanwezig zijn binnen het bedrijf. De monitoringrol van de raad van bestuur is namelijk sterk afhankelijk van het geheel van corporate governance mechanismen die er georganiseerd zijn in een bedrijf, daar deze vaak substituten zijn (Brickley et al., 1997). Dit moet dus in het bredere geheel geïnterpreteerd worden.

### **8.2.3 Negotiation hypothese**

De negotiation hypothese stelt dat de samenstelling van de raad van bestuur afhankelijk is van de onderhandelingen tussen de CEO van het bedrijf en de externe bestuurders (Hermalin & Weisbach, 1998). Niet alleen opteren CEO's met een grote onderhandelingsmacht voor minder controle uitgeoefend door de raad van bestuur uit hun eigen belang (Hermalin & Weisbach, 1998), ook kiezen ze hiervoor om onnodige controlekosten en inefficiënte beslissingsprocessen te mijden.

In de literatuur blijkt dat de onderhandelingsmacht van de CEO stijgt naarmate zijn aandelenbezit toeneemt, hij winsten realiseert, lang bij het bedrijf actief is en naarmate hij ouder wordt. Uit de onderzoeksresultaten blijken echter enkel de loopbaan en de leeftijd van de CEO een sterke invloed te hebben op de samenstelling van de raad van bestuur.

Omtrent het effect van de CEO zijn loopbaan op de algehele samenstelling van de raad van bestuur, bestaat er consensus in de literatuur. Op basis van de onderzoeksresultaten, wordt deze literatuur omtrent de CEO zijn loopbaan bevestigd voor Belgische beursgenoteerde bedrijven. Naarmate de CEO zijn loopbaan bij het bedrijf vordert, neemt zijn onderhandelingsmacht toe. Hij heeft dan al jaren bewezen dat hij capabel is om het bedrijf in goede banen te leiden, vandaar dat extra controle als overbodig gezien wordt en onnodige controlekosten gemeden worden. Dit leidt tot een kleine, afhankelijke raad van bestuur met CEO duality (Monem, 2013).

Wat de leeftijd van de CEO betreft, worden er in de literatuur twee tegengestelde theorieën aangehaald. Enerzijds heeft een oudere CEO meer ervaring, kennis, expertise en sociale connecties (Ning et al., 2007). De leeftijd weerspiegelt zijn waargenomen capaciteiten en dus ook zijn onderhandelingsmacht. Vandaar dat Ning et al. (2007) stellen dat een oudere CEO zal opteren voor een kleine, afhankelijke raad van bestuur met CEO duality. Daarnaast speelt de leeftijd van de CEO ook een rol in het opvolgingsproces van de CEO. Zo stelt Vancil (1987) dat naarmate de CEO ouder



wordt en de pensioenleeftijd nadert, een bedrijf net opteert voor een grote raad van bestuur met een tijdelijke scheiding van de functies van de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur. Linck et al. (2008) stellen dat het aantal interne bestuurders toeneemt met de CEO leeftijd, daar er interne bestuurders worden toegevoegd aan de raad van bestuur als mogelijke kandidaten ter opvolging van de CEO. Uit de onderzoeksresultaten blijkt dat het effect van de CEO zijn leeftijd op de algehele samenstelling van de raad van bestuur deels verklaard wordt door beide theorieën. Zo zal naarmate de leeftijd van de CEO toeneemt, de kans op CEO duality stijgen. Dit stemt overeen met de CEO zijn toenemende onderhandelingsmacht die hij gebruikt om zichzelf beide posities toe te kennen. Daarnaast zal de raad van bestuur groter worden als de CEO zijn leeftijd toeneemt, dit stemt overeen met de opvolgingstheorie van Vancil (1987). Het effect van de CEO zijn leeftijd op de onafhankelijkheid van de raad van bestuur, die toeneemt naarmate de CEO ouder wordt, stemt echter met geen van de twee argumenten overeen. Een mogelijke verklaring hiervoor volgens Raheja (2005) is dat een CEO zich graag laat bijstaan door onafhankelijke externe bestuurders omwille van de kennis en expertise die zij hebben. Uit de onderzoeksresultaten blijkt wel echter enkel het effect van de CEO leeftijd op de grootte van de raad van bestuur significant te zijn. De opvolgingstheorie wordt daardoor meer vertegenwoordigd in de onderzoeksresultaten.

#### **8.2.4 Familiebedrijven**

Chua et al. (1999) stellen dat de aanwezigheid van familieleden in een bedrijf significant de organisatorische processen en het bedrijfsbeleid beïnvloedt, wat familiebedrijven erg onderscheidt van niet-familiebedrijven. Ook de governancepraktijken binnen familiebedrijven zijn anders (Bammens et al., 2008). Wat familiebedrijven betreft, worden er in de literatuur drie elementen gegeven die de samenstelling van de raad van bestuur kunnen beïnvloeden. Dit zijn het aandelenpercentage in handen van de familie, de generatie actief binnen het bedrijf en de aanwezigheid van de oprichter binnen het bedrijf.

In de literatuur komen er twee tegengestelde theorieën aan bod over het effect van familiebedrijven op de samenstelling van de raad van bestuur. Deze theorieën gaan enerzijds over de familiale structuur, vertegenwoordigd door welke generatie aan de macht is en of de oprichter nog actief is binnen het bedrijf. Anderzijds gaat de tweede theorie over de familiale macht, vertegenwoordigd door het aandelenpercentage dat de familie in handen heeft.

De eerste theorie stelt dat naarmate het aantal generaties binnen een familie toeneemt, de controle- alsook de adviesvereisten binnen het bedrijf stijgen (Bammens et al., 2008). De stijgende controlevereisten worden verklaard op basis van de agency theorie (Eisenhardt, 1989). Er ontstaan namelijk allerlei belangenconflicten en vertrouwensproblemen naarmate de generaties toenemen, waardoor de controlevereisten toenemen en er geopteerd wordt voor een grote, onafhankelijke raad van bestuur zonder CEO duality (Anderson & Reeb, 2004). Ook de overige niet-familiale aandeelhouders eisen extra controle ter bescherming van hun financiële belangen (Faccio, Lang, & Young, 2001). De eerste generatie of de oprichter daarentegen willen echter een kleine, afhankelijke raad van bestuur met CEO duality, bang om de controle over het beslissingsmakingsproces in het familiebedrijf te verliezen (Westhead et al., 2001). Daarnaast zullen ook de adviesvereisten binnen het bedrijf stijgen naarmate het aantal generaties toeneemt, zeker vanaf de tweede generatie en verder. Het ontbreekt de familieleden namelijk aan een algemene kennis van zaken doen. Vandaar dat er advies vereist is van externe bestuurders met ervaring, expertise, kennis en functionele vaardigheden (Demsetz & Lehn, 1985). Tenslotte gaan de stijgende controle- en adviesvereisten ook gepaard met stijgende bronvereisten, zeker indien het familiebedrijf wil groeien. Familiebedrijven voegen dan objectieve bestuursleden met kennis, ervaring en netwerkconnecties toe aan de raad van bestuur. Ook dit leidt tot een grotere en onafhankelijker raad van bestuur. Daarnaast stelt Nelson (2003) dat familiebedrijven de nodige bronnen enkel kunnen bekomen door ze te verhandelen voor macht, waardoor familiebedrijven opteren voor een leiderschapsstructuur zonder CEO duality. Ook Singla et al. (2010) stellen dat de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur verschillende sociale netwerken hebben en dus ook toegang hebben tot verschillende soorten bronnen.

Daarentegen is er een tegengestelde theorie omtrent familiale macht die stelt dat familiebedrijven net opteren voor een kleine, afhankelijke raad van bestuur met CEO duality. Deze theorie stelt dat naarmate de familie een groot deel van de aandelen van het bedrijf in handen heeft, en zo een goede controle over het management heeft, de agency problemen die ontstaan door de scheiding van eigendom en beheer van een bedrijf verdwijnen of reduceren (Fama & Jensen, 1983). Er is dan minder controle vereist wat leidt tot een kleine, afhankelijke raad van bestuur met CEO duality (Corbetta & Salvato, 2004). Daarnaast biedt familiale macht de familie ook een voordeel in het uitbuiten van de minderheidsaandeelhouders van het bedrijf (Villalonga & Amit, 2006). Dit kan makkelijker gerealiseerd worden in een kleine, afhankelijke raad van bestuur met CEO duality waar er minder gecontroleerd wordt. In dat geval is de familie volgens Villalonga en Amit (2006) makkelijk in staat rijkdom van de minderheidsaandeelhouders naar zich toe te trekken.

Wat de grootte van de raad van bestuur betreft, blijkt uit de onderzoeksresultaten dat de theorie omtrent de familiemacht niet klopt. Bij familiebedrijven opteert men net voor een grote raad van bestuur. Dit omdat bij familiebedrijven vanaf de tweede generatie de controle- en adviesvereisten toenemen, daar de actieve familieleden zelf vaak geen algemene kennis hebben van zaken doen en het aantal passieve aandeelhouders toeneemt. Daardoor breidt de raad van bestuur uit met zowel passieve familieleden die zelf in de raad willen zetelen om extra controle uit te oefenen alsook met externe bestuurders die de controle-, advies- en bronvereisten moeten verzekeren. De externe bestuurders zorgen niet alleen voor een efficiënte uitvoering van de controle- en de adviesrol door middel van hun kennis, expertise en vaardigheden. Ze zorgen ook voor de bronvereisten, zoals de toegang tot schuldfinanciering, die nodig zijn vanaf de tweede familiegeneratie en verder om te groeien en deze groei te financieren. Dit doordat externe bestuurders over veel waardevolle netwerkrelaties beschikken.

Voor de samenstelling en de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur, blijkt uit de onderzoeksresultaten dat beide tegengestelde theorieën correct zijn. De theorie omtrent de familiestructuur stelt dat vanaf de tweede generatie, de controle-, advies- en bronvereisten stijgen waardoor er geopteerd wordt voor een onafhankelijke raad van bestuur zonder CEO duality. Bij de eerste generatie en indien de oprichter nog aanwezig is als CEO, is dit zeker en vast niet zo. Wat de familiale macht betreft, vertegenwoordigd door het aandelenpercentage in handen van de familie, wordt er geopteerd voor een afhankelijke raad van bestuur met CEO duality. Dit stemt overeen met het argument dat de familie onnodige controlekosten mijdt als ze voldoende macht over het bedrijf behoudt. Uit de onderzoeksresultaten blijkt echter dat enkel de eerste theorie omtrent de familiale structuur in een familiebedrijf significant is in het verklaren van de samenstelling en leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Dit betekent dat het effect van een familiebedrijf op de samenstelling en leiderschapsstructuur niet zomaar voorspeld kan worden simpelweg door het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is, en er dus familiale macht aanwezig is. Het effect van een familiebedrijf op de samenstelling en leiderschapsstructuur is net sterk afhankelijk van een familiebedrijf haar specifieke situatie wat de aanwezigheid van de oprichter en de generaties betreft. Dit blijkt ook uit de onderzoeksresultaten die voortkomen uit de regressiemodellen waarin de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen zijn samengevoegd met het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is. Uit deze algehele modellen blijkt namelijk dat de effecten van de overige aanwezige determinanten op de algehele samenstelling van de raad van bestuur vaak beïnvloed worden door de aanwezigheid van de oprichter of een bepaalde generatie binnen familiebedrijven en niet zozeer door het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is.

### **8.3 Praktische implicaties**

Er bestaat in de praktijk niet één optimale samenstelling van de raad van bestuur die voor alle bedrijven geschikt is om hun controle- en adviesrol efficiënt te kunnen uitvoeren. Vandaar dat corporate governance codes niet erg gedetailleerde richtlijnen bevatten, maar algemene richtlijnen op basis van dewelke bedrijven hun raad van bestuur kunnen aanpassen naargelang hun eigen behoeftes en hun eigen bedrijfsomgeving.

Een bedrijf moet haar raad van bestuur samenstellen rekening houdende met de omgeving waarin ze actief is, de monitoringbehoefte van het bedrijf en haar aandeelhouders alsook de onderhandelingsmacht die de CEO binnen het bedrijf heeft. Dit blijkt doordat zowel de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen de samenstelling van de raad van bestuur beïnvloeden. Uit de onderzoeksresultaten, blijkt dat vooral de complexiteit van de bedrijfsomgeving en bedrijfsactiviteiten de samenstelling van de raad van bestuur beïnvloedt. Dit kan verklaard worden doordat die complexiteit net hogere bronvereisten alsook hogere advies- en controlevereisten oplegt. Bedrijven hebben de bron- en adviesvereisten nodig om verder te kunnen ontwikkelen en te groeien. Daarnaast zijn de extra controlevereisten nodig om het management niet de vrije loop te geven en de aandeelhouders bescherming te bieden. Dit impliceert dat bedrijven de complexiteit van hun bedrijfsomgeving en -activiteiten als uitgangspunt moeten nemen bij de keuze van de samenstelling van de raad van bestuur.

Ook de monitoring hypothese kan een deel van de variatie in de samenstelling van de raad van bestuur verklaren. De monitoring vereist in een bedrijf is volgens de theorie in de literatuurstudie enerzijds afhankelijk van de aandeelhoudersstructuur, anderzijds van de groeiopportuniteiten in een bedrijf. Uit de onderzoeksresultaten blijkt echter dat de groeiopportuniteiten van een bedrijf niet zozeer de samenstelling van de raad van bestuur bepalen. De aandeelhoudersstructuur heeft hier wel een grote invloed op. Het is dan ook belangrijk voor bedrijven dat zij, nadat ze rekening hebben gehouden met de complexiteit van de bedrijfsomgeving en -activiteiten, nagaan welke monitoringvereisten er zijn op basis van de aanwezige aandeelhoudersstructuur. Belangrijk hierbij is wel voor ogen te houden dat er corporate governance substituten bestaan. Vandaar dat bepaalde corporate governance mechanismen niet nodig zijn in een bedrijf, door de aanwezigheid van substituerende corporate governance mechanismen. Zo bespaart het bedrijf namelijk onnodige controlekosten.

Dat de aandeelhoudersstructuur belangrijk is ter bepaling van de optimale samenstelling van de raad van bestuur, komt ook terug naar voren in de resultaten omtrent familiebedrijven. Familiebedrijven hebben een enorme impact op de samenstelling van de raad van bestuur, deze impact valt vooral te verklaren door de aan- of afwezigheid van een bepaalde familiegeneratie of de oprichter van het bedrijf. Het is dan ook voor familiebedrijven gepast om hun raad van bestuur samen te stellen lettende op deze familiale kenmerken. Zo moeten ze een afweging maken tussen weinig onafhankelijke bestuursleden om te verzekeren dat ze de controle over het bedrijf behouden of net een groot aantal onafhankelijke bestuursleden wiens hulp ze nodig hebben indien het familiebedrijf wil uitbreiden en groeien. Alsook moeten ze de raad van bestuur samenstellen op basis van de aanwezige vertrouwensproblemen binnen de familie.

De negotiation hypothese kan tenslotte maar een klein deel van de variatie in de samenstelling van de raad van bestuur verklaren. Toch blijken er enkele determinanten van de onderhandelingsmacht van de CEO een erg significant effect te hebben op de samenstelling van de raad van bestuur. De belangrijkste verklarende variabele van de CEO zijn onderhandelingsmacht blijkt zijn loopbaan te zijn. Bij het samenstellen van de raad van bestuur, moet een bedrijf dan als allerlaatste rekening houden met de loopbaan van de CEO. Indien de CEO al meerdere jaren erin geslaagd is het bedrijf succesvol te leiden, kan het bedrijf de CEO inspraak geven in de samenstelling van de raad van bestuur om zo onnodige controlekosten te mijden. Zo kan het voor bepaalde bedrijven bijvoorbeeld lonen om te opteren voor onder andere CEO duality omwille van economische redenen, ook al meldt de Corporate Governance Code 2009 dit niet te doen. De Corporate Governance Code 2009 houdt wat deze richtlijn betreft namelijk geen rekening met de overige aanwezige corporate governance mechanismen. Daarnaast kan het voor bedrijven ook handig zijn de raad van bestuur samen te stellen op basis van het CEO opvolgingsproces, indien de CEO de pensioenleeftijd nadert. Dit om de opvolging binnen het bedrijf soepel te laten verlopen.

Als bedrijven al deze elementen zorgvuldig in beschouwing nemen bij de afweging van de samenstelling van hun raad van bestuur, zullen zij komen tot een raad van bestuur die voor hen specifiek optimaal is samengesteld. Hun raad van bestuur zal het bedrijf dan toegang verlenen tot

de vereiste bronnen, de juiste mate advies verschaffen aan het management en de juiste mate van controle uitoefenen ter bescherming van de aandeelhouders zonder onnodige kosten te maken.

## **8.4 Kritische bemerkingen en suggesties voor verder onderzoek**

Een eerste opmerking moet gemaakt worden over de onderzoekseenheid, bestaande uit 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven overheen de jaren 2009-2014. Daar België een specifiek corporate governance systeem hanteert voor beursgenoteerde bedrijven, via de Corporate Governance Code 2009, zijn de resultaten van deze masterproef niet zomaar veralgemeenbaar. Toch bevatten corporate governance codes overheen de wereld wel grotendeels dezelfde richtlijnen hieromtrent. Er bestaan echter wel grote verschillen tussen landen wat de aansprakelijkheid van de bestuurders en het management betreft, alsook het wetssysteem dat een land hanteert. Dit leidt tot verschillen in de corporate governance mechanismen die bedrijven hanteren. Zoals uit de empirische resultaten bleek, kunnen bepaalde determinanten van de algehele samenstelling van de raad van bestuur een ander effect hierop hebben in de aanwezigheid van andere corporate governance mechanismen. Dit alles tezamen zorgt ervoor dat de empirische onderzoeksresultaten enkel veralgemeenbaar zijn voor landen met een gelijkaardig corporate governance systeem en wetssysteem als België.

Een tweede kritische bemerking betreft de gekozen variabelen en proxies, meer bepaald hun meetbenadering. De variabelen en proxies gebruikt in deze masterproef, werden bekomen via de literatuurstudie. Ze sluiten dus aan bij variabelen en proxies gehanteerd in andere empirische onderzoeken. Toch zijn er ook enkele variabelen en proxies die in andere empirische studies aan bod kwamen en niet gebruikt werden in deze masterproef, daar zij vooral in de Amerikaanse context gebruikt werden en die gegevens niet beschikbaar waren voor de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Opmerkelijk was dat er in de geraadpleegde empirische onderzoeken verschillende meetbenaderingen gebruikt werden voor dezelfde variabelen en proxies. Er is dan in deze masterproef altijd gekozen voor de meetbenadering die het beste aansluit bij de gegevens beschikbaar in de Bel-First balanscentrale of bij specifieke Belgische beschrijvingen. Dit omdat de focus van deze masterproef op Belgische beursgenoteerde bedrijven ligt. Zo is er bijvoorbeeld voor de variabele SAMENSTELLING gebruik gemaakt van de beschrijving van artikel 526 ter Wetboek Vennootschappen. Bij vergelijking van de empirische onderzoeksresultaten van deze masterproef met die van een ander empirisch onderzoek, moet er dan ook rekening gehouden worden met de meetbenadering van de verschillende variabelen en proxies.

Een extra opmerking omtrent de variabele SAMENSTELLING, is dat in deze masterproef een onderscheid gemaakt wordt tussen externe bestuurders enerzijds, die beschouwd worden als onafhankelijke bestuurders op basis van artikel 256 ter Wetboek Vennootschappen, en interne bestuurders anderzijds. In de literatuur wordt er soms een uitgebreider onderscheid gemaakt, waarin men ook nog spreekt over verbonden of affiliate bestuurders. Dit kan een mogelijke verklaring zijn waarom de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen alsook het feit of een bedrijf een familiebedrijf is, samen maar 24.2% van de variatie in de samenstellingscomponent van de raad van bestuur kunnen verklaren. Een suggestie voor verder onderzoek is dan ook om na te gaan of de verklarende variatie in de samenstellingscomponent van de raad van bestuur stijgt naarmate deze samenstelling verder wordt opgesplitst om ook rekening te houden met de verbonden bestuurders.

Daarnaast zou wat betreft de variabele BLOK, die de aanwezigheid van blokaandeelhouders meet, eventueel een onderscheid gemaakt kunnen worden tussen de aanwezigheid van familiale en niet-familiale blokaandeelhouders. Dit omdat de variabelen BLOK en FAM\_20, dewelke meet of een familie 20% of meer van de aandelen in handen heeft, sterk gecorreleerd zijn. Zo kan er in het algehele model waarin de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen samengevoegd worden met het feit of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is, nagegaan worden of de aanwezigheid van niet-familiale blokaandeelhouders al dan niet een effect heeft op de samenstelling van de raad van bestuur. In deze masterproef zal het effect van blokaandeelhouders

namelijk grotendeels verklaard worden door de aanwezigheid van familiale aandeelhouders. Dit natuurlijk ook wel doordat de onderzoekseenheid bestaat uit Belgische beursgenoteerde bedrijven, waaronder veel familiebedrijven voorkomen.

Een volgende suggestie voor verder onderzoek omtrent de samenstelling van de raad van bestuur, is om eventueel een onderzoek te voeren in een bredere internationale context. Dit kan een grote internationale vergelijking overheen meerdere landen toestaan. Zo kan er nagegaan worden of de determinanten van de drie samenstellingscomponenten eenzelfde effect hebben op internationaal niveau, of als het effect van deze determinanten net beïnvloed wordt door de internationale context. Vervolgens kan men dan ook nagaan welke de institutionele factoren zijn die de verschillen in de samenstelling van de raad van bestuur overheen landen veroorzaken.

Tenslotte zijn er ook nog de toegepaste regressiemethoden. De meeste empirische onderzoeken omtrent dit onderwerp, hebben gebruik gemaakt van multivariate fixed effects panelregressies voor de grootte en de samenstelling van de raad van bestuur na te gaan en een binaire logistische fixed effects panelregressie voor de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur. Deze regressiemethode werd ook toegepast in deze masterproef. Daarnaast werden in andere empirische onderzoeken voor de robuustheidstesten gebruik gemaakt van verscheidene andere regressiemethoden. Een regressiemethode die niet vaak aan bod kwam, is de GMM regressiemethode. Deze regressiemethode is nochtans zeer geschikt voor het onderzoeksdoel alsook de onderzoekseenheid van deze masterproef. Vandaar dat in deze masterproef geopteerd werd voor de system GMM methode. Bij vergelijking van empirische onderzoeksresultaten moet er dus ook voldoende aandacht worden besteed aan de gebruikte regressiemodellen.



## Lijst van de geraadpleegde werken

- Adams, R.B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 62, 217-250.
- Alchian, A.A., & Demsetz, H. (1972). Production, information costs, and economic organization [Elektronische versie]. *American Economic Review*, 62, 777-795.
- Almazan, A., Hartzell, J., & Starks, L. (2005). Active Institutional Investors and Costs of Monitoring: Evidence from Executive Compensation [Elektronische versie]. *Financial Management*, 34, 5-34.
- Anderson, C. A., & Anthony, R. N. (1986). *The new corporate directors: Insights for board members and executives*. New York: John Wiley.
- Anderson, R.C., & Reeb, D.M. (2004). Board composition: balancing family influence in S&P 500 firms [Elektronische versie]. *Administrative Science Quarterly*, 49, 209-237.
- Agrawal, A. & Knoeber, C. (2001). Do some outside directors play a political role? [Elektronische versie]. *Journal of Law and Economics*, 44, 179-198.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte carlo evidence and an application to employment equations [Elektronische versie]. *Review of Economic Studies*, 58, 277-297.
- Astrachan, J., Klein, S., & Smyrnios, K. (2002). The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 15, 5-58.
- Baliga, B.R., Moyer, R.C., & Rao, R.S. (1996). CEO duality and firm performance: What's the fuss? [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 17, 41-53.
- Baltagi, B.H. (2008). *Econometric Analysis of Panel Data*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2008). Boards of directors in family firms: a generational perspective [Elektronische versie]. *Small Business Economics*, 31, 163-180.
- Bammens, Y., Voordeckers, W., & Van Gils, A. (2011). Boards of directors in family businesses: a literature review and research agenda [Elektronische versie]. *International Journal of management Reviews*, 13, 134-152.
- Barney, J. (1991). Firm resources and sustained competitive advantage [Elektronische versie]. *Journal of Management*, 17, 99-120.
- Bathala, C., & Rao, R.P. (1995). The determinants of board composition: an agency theory perspective [Elektronische versie]. *Managerial and Decision Economics*, 16, 59-69.
- Baysinger, B.D., & Butler, H.N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition [Elektronische versie]. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 1, 101- 124.
- Baysinger, B.D., & Zardkoohi, A. (1986). Technology, Residual Claimants and Corporate Control [Elektronische versie]. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 2, 339-344.
- Beatty, R.P., & Zajac, E.J. (1994). Managerial incentives, monitoring and risk bearing: A study of executive compensation, ownership and board structure in initial public offerings [Elektronische versie]. *Administrative Science Quarterly*, 39, 313-335.

- Bekiris, F.V. (2013). Ownership structure and board structure: are corporate governance mechanisms interrelated? [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Governance*, 13, 352-364.
- Belkhir, M. (2009). 'Board structure, ownership structure, and firm performance: evidence from banking [Elektronische versie]. *Applied Financial Economics*, 19, 1581-1593.
- Berle, A.A., & Means, G.C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Commerce Clearing House.
- Bettinelli, C. (2011). Boards of Directors in Family Firms: An Exploratory Study of Structure and Group Process [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 24, 151-169.
- Bhagat, S. & Black, B. (1999). The uncertain relationship between board composition and firm performance [Elektronische versie]. *Business Lawyer*, 54, 921-963.
- Bhagat, S., & Black, B. (2002). The non-correlation between board independence and long-term firm performance [Elektronische versie]. *Journal of Corporation Law*, 27, 231-73.
- Boone, A. et al. (2007). The determinants of corporate board size and composition: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 85, 66-101.
- Booth, J.R., Cornett, M.M., & Teharanian, H. (2002). 'Boards of directors, ownership, and regulation [Elektronische versie]. *Journal of Banking and Finance*, 26, 1973-1996.
- Booth, J. & Deli, D. (1996). Factors affecting the number of outside directorships held by CEOs [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 40, 81-104.
- Boyd, B. K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 16, 301-312.
- Brickley, J.A., Coles, J.L., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 3, 189-220.
- Brickley, J., Coles, J., & Linck, J. (1999). What happens to CEOs after they retire? New evidence on career concerns, horizon problems, and CEO incentives [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 52, 341-377.
- Brickley, J.A., & James, C.M. (1987). The takeover market, corporate board composition, and ownership structure: the case of banking [Elektronische versie]. *Journal of Law and Economics*, 30, 161-180.
- Certo, S.T. (2003). Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 28, 432-446.
- Cheng, S. (2008). Board size and the variability of corporate performance [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 87, 157-176.
- Chrisman, J.J., Chua, J.H., & Litz, R.A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence [Elektronische versie]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28, 335-354.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior [Elektronische versie]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23, 19-39.
- Cicero, D., Wintoki, M.B., & Yang, T. (2013). How do public companies adjust their board structures [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 23, 108-127.
- Coles, J.L, Daniel, N.D., & Naveen, L. (2008) Boards: Does one size fit all? [Elektronische versie]. *Journal of financial economics*, 87, 329-356.



- Commissie Corporate Governance. (2009). *Belgische Corporate Governance Code*. Opgevraagd op 14 maart, 2015, via <http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/final%20code/CorporateGovNLCode2009.pdf>.
- Commissie Corporate Governance. (2011). *Toelichting bij de impact van recente wetgeving op de Belgische Corporate Governance Code 2009*. Opgevraagd op 14 maart, 2015, via [http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/Instrumenten/20111012\\_Toelichting%20bij%20de%20Code%202009\\_08%2012%202011.pdf](http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/Instrumenten/20111012_Toelichting%20bij%20de%20Code%202009_08%2012%202011.pdf).
- Corbetta, G., & Salvato, C. (2004). The board of directors in family firms: one size fits all? *Family Business Review*, 17, 119–134.
- Corbetta, G., & Salvato, C. (2004). Self-serving or selfactualizing? models of man and agency costs in different types of family firms: A commentary on “comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence” [Elektronische versie]. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 28, 355–362.
- Daily, C. M., & Dalton, D. R. (1994). Corporate governance in the small firm: Prescriptions for CEOs and directors [Elektronische versie]. *Journal of Small Business Strategy*, 5, 57–68.
- Daily, C.M., & Dalton, D.R. (1995). CEO en director turnover in failing firms: An illusion of change? [Elektronische versie]. *Strategic management journal*, 16, 393–400.
- Daily, C.M., Johnson, J.L., & Dalton, D.R. (1999) On the measurements of board composition: poor consistency and a serious mismatch of theory and operationalization [Elektronische versie]. *Decision Sciences*, 30, 83–106.
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E., & Johnson, J.L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 19, 269–290.
- D’Aveni, R.A. (1990). Top managerial prestige and organizational bankruptcy [Elektronische versie]. *Organization Science*, 1, 121–142.
- Davidson, W.N., Ning, Y., Rakowski, D., & Elsaid, E. (2008). The antecedents of simultaneous appointments to CEO and Chair [Elektronische versie]. *Journal of Managerial Governance*, 12, 381–401.
- Davis, G.F. (1993). Who gets ahead in the market for corporate directors: the political economy of multiple board memberships [Elektronische versie]. *Academy of Management Annual Meeting Proceedings*, 1, 202–206.
- Davis, P., & Harveston, P. (1999). In the founder’s shadow: Conflict in the family firm [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 12, 311–323.
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences [Elektronische versie]. *Journal of Political Economy*, 93, 1155–1177.
- Denis, D. & Sarin, A. (1999). Ownership and board structure in publicly traded corporations [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 52, 187–223.
- Dey, A., Engel, E., & Liu, X. (2011). CEO and board chair roles: To split or not to split? [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 17, 1595–1618
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 15, 369–381.

- Donaldson, L., & Davis, J.H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns [Elektronische versie]. *Journal of Management*, 16, 49–64.
- Drakos, A.A., & Bekiris, F.V. (2010). Endogeneity and the Relationship Between Board Structure and Firm Performance: A Simultaneous Equation Analysis for the Athens Stock Exchange [Elektronische versie]. *Managerial and Decision Economics*, 31, 387–401.
- Dyer, G. (1994). Potential contributions of organizational behavior to the study of family-owned businesses [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 7, 109–131.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: An assessment and Review [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 14, 57–74.
- Eisenmann, T.R. (2002). The effects of CEO equity ownership and equity diversification on risk taking [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 23, 513–534.
- Elsayed, K. (2010). A Multi-theory Perspective of Board Leadership Structure: What Does the Egyptian Corporate Governance Context Tell Us? [Elektronische versie]. *British Journal of Management*, 21, 80–99.
- Faccio, M., Lang, L.H., & Young, L. (2001). Dividends and expropriation [Elektronische versie]. *The American Economic Review*, 91, 54–80.
- Fama, E.F., & Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control [Elektronische versie]. *Journal of Law and Economics*, 26, 301–325.
- Fich, E. (2005). Are some outside directors better than others? Evidence from director appointments from Fortune 1000 firms [Elektronische versie]. *Journal of Business*, 78, 1943–1971.
- Fiegenger, M.K., Brown, B.M., Dreux, D.R., & Dennis, W.J. (2000). CEO stakes and board composition in small private firms [Elektronische versie]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 24, 5–24.
- Finkelstein, S., & D’Aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 37, 1079–1108.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D.C. (1995). *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*. Minneapolis/St. Paul: West Publishing Company.
- Finkelstein, S., Hambrick, D.C., & Cannella, A.A. (2009). *Strategic Leadership*. Oxford: Oxford University Press.
- Florackis, C., & Ozkan, A. (2009). The impact of managerial entrenchment on agency costs: an empirical investigation using UK panel data [Elektronische versie]. *European Financial Management*, 15, 497–528.
- Fromson, B.D., Michels, A.J., & Fefer, M.D. (1990). The big owners roar [Elektronische versie]. *Fortune*, 122, 66–71.
- Galve, C.G., & Salas, V.F. (1996). Ownership structure and firm performance: Some empirical evidence from Spain [Elektronische versie]. *Managerial and Decision Economics*, 17, 575–586.
- Gaver, J., & Gaver, K. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 16, 125–160.

- Gillan, S., Hartzell, J. & Starks, L. (2004). Explaining corporate governance: boards, bylaws, and charter provisions [Elektronische versie]. Unpublished working paper, University of Texas.
- Gilson, S.C. (1990). Bankruptcy, boards and blockholders: Evidence on changes in corporate ownership and control when firms default [Elektronische versie]. *Journal of financial economics*, 27, 355-387.
- Gomez-Mejia, L., Makri, M., & Larraza-Kintana, M. (2007). *Diversification decisions in family controlled firms*. Arizona State University working paper. Tempe: Arizona State University.
- Grossman, S.J., & Hart, O.D. (1982). *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. Chicago: University of Chicago Press, 107-140.
- Grossman, S.J., & Hart, O.D. (1988). One share-one vote and the market for corporate control [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 20, 175-202.
- Guest, P.M. (2008). The determinants of board size and composition: evidence from the UK [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 14, 51-72.
- Hambrick, D.C., & D'Aveni, R.A. (1992). Top management team deterioration as part of the downward spiral of large bankruptcies [Elektronische versie]. *Management Science*, 38, 1445-1466.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure [Elektronische versie.] *Journal of Finance*, 46, 297-355.
- Harris, M., & Raviv, A. (2008). A Theory of Board Control and Size [Elektronische versie]. *Review of Financial Studies*, 21, 1797-1832.
- Harrison, J. R., Torres, D. L., & Kukalis, S. (1988). The changing of the guard: Turnover and structural change in the top-management positions [Elektronische versie]. *Administrative Science Quarterly*, 33, 211-232.
- He, J. Y., & Wang, H. C. (2009). Innovative knowledge assets and economic performance: The asymmetric roles of incentives and monitoring [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 52, 919-938.
- Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CE [Elektronische versie]. *American Economic Review*, 88, 96-118.
- Hermalin, B.E., & Weisbach, M.S. (1988). The determinants of board composition [Elektronische versie]. *Journal of economics*, 19, 589-606.
- Hillman, A.J., Cannella, A.A., & Paetzold, R.L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change [Elektronische versie]. *Journal of Management Studies* 37, 235-255.
- Hillman, A.J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 28, 383-396.
- Holderness, C. (2003). A Survey of Blockholders and Corporate Control [Elektronische versie]. *FRBNY Economic Policy Review*, 51-64.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 6, 101-111.

- Huse, M. (2005). Accountability and creating accountability: a framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance [Elektronische versie]. *British Journal of Management*, 16, 65-79.
- Ingram, P., & Simons, T. (1995). Institutional and resource dependence determinants of responsiveness to work-family [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 38, 1460-1482.
- Institute of Management Accountants. (2004). The Sarbanes-Oxley Act and the evolution of Corporate Governance [Elektronische versie]. *CPA Journal*, 74, 14-15.
- Jaffe, D., & Lane, S. (2004). Sustaining a family dynasty: Key issues facing complex multigenerational business- and investment-owning families [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 17, 81-98.
- Jaskiewicz, P., & Klein, S. (2007). The impact of goal alignment on board composition and board size in family businesses [Elektronische versie]. *Journal of Business Research*, 60, 1080-1089.
- Jehn, K. (1995). A multimethod examination of the benefits and detriments of intragroup conflict [Elektronische versie]. *Administrative Science Quarterly*, 40, 256-282.
- Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers [Elektronische versie]. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Johnson, J.L., Daily, C.M., & Ellstrand, A.E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda [Elektronische versie]. *Journal of Management*, 22, 409-438.
- Johnson, S.G., Schnatterly, K., & Hill, A.D. (2013). Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital, and Demographics [Elektronische versie]. *Journal of Management*, 39, 232-262.
- Jones, C.D., Makri, M., & Gomez-Mejia, L.R. (2008). Affiliate Directors and Perceived Risk Bearing in Publicly Traded, Family-Controlled Firms: The Case of Diversification [Elektronische versie]. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 32, 1007-1026.
- Justitie. (2014). Wetboek van vennootschappen [Elektronische versie].
- Kaplan, S.N., & Minton, B. (1994). Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 36, 225-257.
- Kepner, E. (1983). The family and the firm: A co-evolutionary perspective [Elektronische versie]. *Organizational Dynamics*, 12, 57-71.
- Kets de Vries, M.F. (1993). The dynamics of family controlled firms: the good and the bad news [Elektronische versie]. *Organizational Dynamics*, 21, 59-71.
- Kibirige, A.D. (2013). *Why Corporate Governance*. Opgevraagd op 10 mei, 2015, via [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/corporate+governance/overview/why+corporate+governance](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/corporate+governance/overview/why+corporate+governance).
- Kieschnick, R., & Moussawi, R. (2004). The board of directors: a bargaining perspective? Unpublished working paper, University of Texas at Dallas.

- Klein, A. (1998). Firm performance and board committee structure [Elektronische versie]. *Journal of Law and Economics*, 41, 137–165.
- Klein, S., Astrachan, J., & Smyrniotis, K. (2005). The F-PEC scale of family influence: Construction, validation, and further implication for theory [Elektronische versie]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 29, 321–339.
- Krause, R., Semadeni, M., & Cannella, A.A. (2014) CEO Duality: a review and research agenda [Elektronische versie]. *Journal of management*, 40, 256-286.
- Krenn, M. (2014). CEO Duality: Economic and Socio-Psychological Determinants [Elektronische versie]. *Journal of Leadership, Accountability and Ethics*, 11, 141-153.
- Lang, J., & Lockhart, D. (1990). Increased environmental uncertainty and changes in board linkage patterns [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 33, 106-128.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1999). Corporate ownership around the world [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R.W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 55, 1-33.
- Lasfer, A. (2006). 'The interrelationship between managerial ownership and board structure [Elektronische versie]. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33, 1006-1033.
- Lehn, K., Patro, S., & Zhao, M. (2009). Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935–2000 [Elektronische versie]. *Financial Management*, 747 – 780.
- Li, J. (1994). Ownership structure and board composition: a multi-country test of agency theory predictions [Elektronische versie]. *Managerial and Decision Economics*, 15, 359-368.
- Linck, J., Netter, J. & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87, 308-328.
- Linck, J.S., Netter, J.M., & Yang, T. (2009). The effects and unintended consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the supply and demand for directors [Elektronische versie]. *Review of Financial Studies*, 22, 3287-3328.
- Lipton, M. & Lorsch, J. (1992). A modest proposal for improved corporate governance [Elektronische versie]. *Business Lawyer*, 1, 59–77.
- Lubatkin, M.H., Schulze, W.S., Ling, Y., & Dino, R.N. (2005). The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms [Elektronische versie]. *Journal of Organizational Behavior*, 26, 313–330.
- Mace, M. (1971). *Directors: Myth and Reality*. Boston: Harvard Business School Press.
- Mahon, J., & Murray, E. (1981). Strategic planning for regulated companies [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 2, 251-262.
- Mak, Y.T., & Li, Y. (2001). Determinants of corporate ownership and board structure: evidence from Singapore [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 7, 235-256.
- Mariolis, P., & Hones, M.H. (1982). Centrality in corporate interlock networks: Reliability and stability [Elektronische versie]. *Administrative Science Quarterly*, 27, 571-584.
- Markarian, G., & Parbonetti, A. (2007). Firm Complexity and Board of Director Composition [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Governance*, 15, 1224-1243.

- Maug, E. (1997). Board of directors and capital structure: alternative forms of corporate restructuring [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 3, 113–139.
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2006). Family governance and firm performance: Agency, stewardship, and capabilities [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 19, 73–87.
- Mizruchi, M. (1983). Who controls whom? An examination of the relation between management and boards of directors in large American corporations [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 8, 426-35.
- Monem, R.M. (2013). Determinants of board structure: Evidence from Australia [Elektronische versie]. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9, 33-49.
- Nash, J.M. (1988). Boards of privately held companies: their responsibilities and structures [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 1, 263–269.
- Nelson, T. (2003). The persistence of founder influence: Management, ownership, and performance effects at initial public offering [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 24, 707-724.
- Ning, Y., Davidson, W.N., & Zhong, K. (2007). The variability of board determinants: An empirical analysis [Elektronische versie]. *Journal of applied finance*, 46-61.
- Patton, A., & Baker, J.C. (1987). Why don't directors rock the boat? [Elektronische versie]. *Harvard Business Review*, 65, 10-18.
- Pearce, J.A., & Zahra, S.A. (1992). Board composition from a strategic contingency perspective [Elektronische versie]. *Journal of Management Studies*, 29, 411-438.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: the organization and its environment [Elektronische versie]. *Administrative Science Quarterly*, 17, 218–229.
- Pfeffer, J., & Salancik, G.(1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper & Row.
- Pi L, & Timme S. (1993). Corporate control and bank efficiency [Elektronische versie]. *Journal of Banking and Finance*, 17, 515–530.
- Prevost, A.K., Rao, R.P, & Hossain, M. (2002). Determinants of board composition in New Zealand: a simultaneous equations approach [Elektronische versie]. *Journal of Empirical Finance*, 9, 373-397.
- Pruijm, R.A.M. (2003). *Behoorlijk ondernemingsbestuur*. Assen: Koninklijke Van Gorcum.
- Raheja, C.G. (2005). Determinants of board size and composition: a theory of corporate boards [Elektronische versie]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 283–306.
- Raskas, D. (1998). Familiarity breeds trust as well as contempt... What about Familiarity? An examination of familial involvement and trust in family firms [Elektronische versie]. Doctoral Dissertation, Columbia University.
- Rechner, P.L., & Dalton, D.R. (1991). CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 12, 155–160.
- Roberts, E.B., & Berry, C.A. (1985). Entering new businesses: selecting strategies for succes [Elektronische versie]. *Sloan Management Review*, 26, 3-17.
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata [Elektronische versie]. *The Stata Journal*, 9, 86-136.

- Saibaba, M.D. (2013). Do board independence and CEO duality matter in firm valuation? – An empirical study of Indian companies [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Governance*, 12, 50-67.
- Sanders, W. G., & Carpenter, M. A. (1998). Internationalization and firm governance: The roles of CEO compensation, top team composition, and board structure [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 41, 158-178.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., & Dino, R.N. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 46, 179–194.
- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis [Elektronische versie]. *Journal of finance*, 4, 1829-1853.
- Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1997). A survey of corporate governance [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 52, 737–783.
- Simon, H. A. (1996). *The Sciences of the Artificial*. Cambridge, MA: MIT Press.
- Sirmon, D.G., & Hitt, M.A. (2003). Managing resources: linking unique resources, management, and wealth creation in family firms [Elektronische versie]. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 27, 339–358.
- Smith, K., & Grimm, C. (1987). Environmental variation, strategic change, and firm performance: a study of railroad deregulation [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 8, 363-376.
- Smith, C.W., & Watts, R.L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 32, 263–292.
- Steier, L. (2001). Family firms, plural forms of governance, and the evolving role of trust [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 14, 353–367.
- Vafeas, N. (1999). Board Meeting Frequency and Firm Performance [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 53, 113–142.
- Vance, S. C. (1978). Corporate governance: Assessing corporate performance by boardroom attributes [Elektronische versie]. *Journal of Business Research*, 6, 203–220.
- Vance, S. G. (1983). *Corporate leadership: Boards, directors and strategy*. New York: McGraw-Hill.
- Vancil, R.F., (1987). *Passing the Baton: Managing the Process of CEO Succession*. Harvard Business School Press, Boston.
- Van den Heuvel, J., Van Gils, A., & Voordeckers, W. (2006). Board roles in small and medium-sized family businesses: performance and importance [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 14, 467–485.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Vilaseca, A. (2002). The shareholder role in the family business: Conflict of interests and objectives between nonemployed shareholders and top management team [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 15, 299–320.
- Wang, M., & Kelan, E. (2013). The gender quota and female leadership: Effects of the Norwegian gender quota on board chairs and CEO's [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 117, 449-466.

Ward, J., & Aronoff, C. (1994). Managing family-business conflict [Elektronische versie]. *Nation's Business*, 82, 54-55.

Westhead, P., Cowling, M., & Howorth, C. (2001). The development of family companies: management and ownership imperatives [Elektronische versie]. *Family Business Review*, 14, 369-385.

Westphal, J.D. (1999). Collaboration in the Boardroom: behavioral and performance consequences of CEO social ties [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 42, 7-24.

Yermack, D. (1996). Higher valuation of companies with a small board of directors [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.

Young, M.N., Peng, M.W., Ahlstrom, D., Bruton, G.D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective [Elektronische versie]. *Journal of Management Studies*, 45, 196-220.

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.



# Bijlagen

## Bijlage 1: Variabelenlijst

### Afhankelijke variabelen

In deze masterproef komen er drie afhankelijke variabelen aan bod:

**GROOTTE:** Deze variabele meet het totale aantal bestuursleden die zetelen in de raad van bestuur. Hierbij worden zowel interne als externe bestuursleden geteld.

**CEO\_DUALITY:** Deze binaire variabele meet de aanwezigheid van CEO Duality. De variabele wordt gelijkgesteld aan 1 indien de CEO tevens de voorzitterspositie van de raad van bestuur inneemt. Deze wordt gelijkgesteld aan 0 indien dit niet zo is.

**SAMENSTELLING:** Deze variabele meet de samenstelling van de raad van bestuur, meer bepaald het onafhankelijkheidspercentage. Het meet het aantal onafhankelijke bestuursleden ten opzichte van het totaal aantal bestuursleden (= GROOTTE). Hierbij worden onafhankelijke bestuurders gedefinieerd op basis van de criteria van artikel 526 ter Wetboek Vennootschappen. Meer bepaald voldoet een onafhankelijk bestuurder aan de volgende negen criteria:

1. De bestuurder mag gedurende de vijf voorafgaande jaren binnen de vennootschap geen mandaat van uitvoerend lid van het bestuursorgaan of lid van het directiecomité of van persoon belast met het dagelijks bestuur, hebben uitgeoefend. Dit geldt eveneens voor functies die werden bekleed in een vennootschap die gedurende die periode verbonden is met deze waarin de onafhankelijke bestuurder wordt benoemd.
2. Hij mag 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. Evenmin mag hij, gedurende de drie afgelopen jaren, deel hebben uitgemaakt van het leidinggevend personeel van de vennootschap of een daarmee verbonden vennootschap.
4. De bestuurder mag geen vergoeding of ander belangrijk voordeel van vermogensrechtelijke aard ontvangen of hebben ontvangen van de vennootschap. Dit geldt niet voor 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. Ook mag hij geen maatschappelijke rechten bezitten die een tiende of meer vertegenwoordigen van het kapitaal. Zelfs indien hij maatschappelijke rechten bezit die minder dan 10% vertegenwoordigen, moet minstens aan één van de volgende voorwaarden voldaan zijn:
  - De som van deze participaties en de maatschappelijke rechten die in dezelfde vennootschap worden aangehouden door vennootschappen waarover de onafhankelijke bestuurder controle heeft, moet lager zijn dan een tiende van het kapitaal
  - De daden van beschikking over die aandelen of de uitoefening van de daaraan verbonden rechten mogen niet onderworpen zijn aan overeenkomsten of aan eenzijdige verbintenissen die het onafhankelijk lid van het bestuursorgaan heeft aangegaan.
    - Bovenstaande voorwaarden zijn eveneens van toepassing wanneer de bestuurder een aandeelhouder vertegenwoordigt die voldoet aan deze voorwaarden.
6. Tevens mag de onafhankelijk bestuurder geen significante zakelijke relatie van betekenis hebben of in het voorbije boekjaar hebben gehad met de vennootschap. Hiermee bedoelt men niet alleen zijn rechtstreekse zakelijke relaties, maar ook de relaties die hij gehad zou hebben in zijn hoedanigheid van vennoot, aandeelhouder, lid van het bestuursorgaan of van het leidinggevend personeel.

7. Tijdens de drie afgelopen jaren mag hij bovendien geen werknemer of vennoot zijn geweest van de huidige of vorige commissaris van de vennootschap of een daarmee verbonden vennootschap.
8. Hij mag zich niet in een situatie bevinden waarin er een gekruist mandaat bestaat met een andere persoon. Deze situatie zou zich bv. voordoen indien A als bestuurder van vennootschap 1, uitvoerend bestuurder zou zijn van vennootschap 2 waarin B als uitvoerend bestuurder van vennootschap 1 zetelt als niet-uitvoerend bestuurder of lid van het toezichthoudend orgaan. In dit geval voldoet A niet aan de criteria van onafhankelijkheid in vennootschap 1.  
Ook mag de bestuurder geen andere belangrijke banden hebben met uitvoerende bestuurders van de vennootschap waarin hij als onafhankelijk bestuurder benoemd wordt.
9. Ten slotte mag een onafhankelijk bestuurder geen echtgenoot, wettelijk samenwonende partner of bloed- of aanverwanten tot de tweede graad hebben die in de vennootschap of in een daarmee verbonden vennootschap, een mandaat uitoefenen van:
  - lid van het bestuursorgaan,
  - lid van het directiecomité,
  - persoon belast met het dagelijks bestuur, of
  - lid van het leidinggevend personeel.

## **Onafhankelijke variabelen**

De onafhankelijke variabelen die worden opgenomen in deze masterproef vertegenwoordigen de bedrijfscomplexiteit, controlekosten, controlevoordelen, onderhandelingsmacht van de CEO, de familiale situatie alsook de industriële sector waarin de bedrijven actief zijn.

### **COMPLEXITEIT:**

**BEDRIJFSGROOTTE:** Deze variabele meet de bedrijfscomplexiteit en de adviesnoden van een bedrijf. De bedrijfsgrootte kan gemeten worden aan de hand van enkele proxies:

- EV: Deze proxy meet het natuurlijk logaritme van de marktwaarde van het eigen vermogen.
- ACTIVA: Deze proxy meet het natuurlijk logaritme van de boekwaarde van de totale activa.
- OMZET: Deze proxy meet het natuurlijk logaritme van de verkopen.
- WKN: Deze proxy meet het aantal werknemers dat een bedrijf tewerkstelt.

**DIVERSIFICATIE:** Deze variabele meet de bedrijfscomplexiteit en de adviesnoden van een bedrijf. De diversificatie van een bedrijf kan gemeten worden aan de hand van twee proxies:

- PRODUCT: Deze binaire proxy neemt de waarde 1 aan indien het bedrijf actief is in meerdere productsegmenten, 0 indien het bedrijf slechts in 1 productsegment actief is.
- GEO: Deze binaire proxy neemt de waarde 1 aan indien het bedrijf actief is in meerdere geografische segmenten. Dit betekent dat het bedrijf ook actief is buiten België. Indien het bedrijf enkel actief is in België, neemt deze binaire proxy de waarde 0 aan.

**SCHULD:** Deze variabele meet de bedrijfscomplexiteit en de adviesnoden van een bedrijf. Dit percentage bestaat uit de verhouding van de boekwaarde van de totale schulden ten opzichte van boekwaarde van de totale activa.

**LEEFTIJD:** Deze variabele meet de leeftijd van het bedrijf, wat een indicatie geeft van de bedrijfscomplexiteit en de adviesnoden van het bedrijf. Deze variabele kan gemeten worden aan de hand van twee proxies:

- AGE\_BEURS: Deze proxy meet de leeftijd van het bedrijf sinds beursintroductie.
- AGE\_OPR: Deze proxy meet de leeftijd van het bedrijf sinds de oprichting van de onderneming.

#### **CONTROLEVOORDELEN/PRIVATE VOORDELEN:**

FCF: Deze variabele meet de free cashflows binnen een bedrijf, wat tevens de controlevoordelen binnen de raad van bestuur meet alsook de aanwezigheid van private voordelen van managers. Het meet de verhouding van de winst van het boekjaar na belastingen vermeerderd met de afschrijvingen en verminderd met de kapitaaluitgaven en het verschil in werkkapitaal, ten opzichte van de totale activa.

OIA: Deze variabele meet de outsider incentive alignment, het percentage van aandelen in handen van onafhankelijke bestuursleden. De aanwezigheid van outsider incentive alignment verhoogt de controlevoordelen binnen een bedrijf.

BLOK: Deze variabele meet het percentage aandelen in handen van de grootste aandeelhouder van het bedrijf. De aanwezigheid van blokaandeelhouders verhoogt de controlevoordelen binnen een bedrijf.

#### **CONTROLEKOSTEN:**

GROEI: Deze variabele meet de groeiopportunities van het bedrijf, wat een indicatie geeft van de controlekosten binnen de raad van bestuur.

- MB: De marktwaarde/boekwaarde-ratio is een proxy voor de groeiopportunities van een bedrijf. Het meet de procentuele verhouding van de marktwaarde van een bedrijf op basis van haar eigen vermogen ten opzichte van de boekwaarde van een bedrijf op basis van de totale activa.
- RD: Deze proxy voor de groeiopportunities van een bedrijf meet de R&D uitgaven die een bedrijf heeft gedaan gedurende een boekjaar. Het bestaat uit de verhouding van de R&D uitgaven ten opzichte van de totale activa.
- ARV: De aandelenrendementsvariatie is een proxy voor de groeiopportunities van een bedrijf. Het meet de variatie in het aandelenrendement dat een bedrijf ervaart overheen een jaar, meer bepaald de variatie op de marktprijs per aandeel op jaareinde. De variatie duidt namelijk op informatie-asymmetrie, een voorkomend aspect bij groeibedrijven.

MAN\_OW.N.: Deze variabele meet het percentage aandelen in handen van de CEO, managerial ownership genoemd. Dit geeft een indicatie van de controlekosten binnen de raad van bestuur.

#### **ONDERHANDELINGSMACHT:**

WINSTGEVENDHEID: Dit meet de winstgevendheid van het bedrijf, een indicatie van de CEO zijn onderhandelingsmacht.

- ROA: Dit meet het rendement op de activa dat er gerealiseerd wordt. Het bestaat uit de procentuele verhouding van de winst/verlies van het boekjaar na belastingen ten opzichte van het balanstotaal.
- EBITDA: Dit meet de procentuele verhouding van de EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation & Amortization) ten opzichte van de totale bedrijfsopbrengsten.

- ROE: Dit meet het rendement dat gegenereerd wordt ten opzichte van het eigen vermogen. Het bestaat uit de procentuele verhouding van de winst/verlies van het boekjaar na belastingen ten opzichte van het eigen vermogen.

CEO\_AGE: Dit meet de leeftijd van de CEO in jaren. Naarmate hij ouder wordt, neemt zijn onderhandelingsmacht namelijk toe.

CEO\_TENURE: Dit meet het aantal dienstjaren dat de CEO effectief benoemd is als CEO bij het bedrijf. Naarmate hij langer in dienst is als CEO, heeft hij een grotere onderhandelingsmacht.

CEO\_NEW: Deze binaire variabele meet de aanwezigheid van een nieuwe CEO. Deze neemt de waarde 1 aan indien er dat jaar een nieuwe CEO werd aangesteld, anders de waarde 0.

#### **FAMILIE:**

FAM\_30: Deze variabele meet of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is. Deze binaire variabele wordt gelijkgesteld aan 1 indien het bedrijf een familiebedrijf is, waarbij  $\geq 30\%$  van de aandelen in handen van de stichtende familie is. Zo niet, wordt deze binaire variabele gelijkgesteld aan 0.

FAM\_20: Deze variabele meet of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is. Deze binaire variabele wordt gelijkgesteld aan 1 indien het bedrijf een familiebedrijf is, waarbij  $\geq 20\%$  van de aandelen in handen van de stichtende familie is. Zo niet, wordt deze binaire variabele gelijkgesteld aan 0.

GEN: Deze binaire variabele meet welke familiegeneratie de macht heeft over het bedrijf. Deze binaire variabele wordt gelijkgesteld aan 1 indien het de eerste generatie is. Bij latere generaties wordt deze binaire variabele gelijkgesteld aan 0.

OPRICHTER: Deze binaire variabele wordt gelijkgesteld aan 1 indien de CEO ook de oprichter van het familiebedrijf is. Zo niet, wordt deze binaire variabele gelijkgesteld aan 0.

#### **INDUSTRIE DUMMY:**

INDUSTRIEx: Deze binaire variabele wordt gelijkgesteld aan 1 indien het bedrijf actief is in industriecategorie x, 0 in het andere geval. De industriecategorie x wordt bepaald op basis van de NACE-BEL 2008, de nomenclatuur van de economische activiteiten in de Europese Gemeenschap waarbij BEL specifiek verwijst naar de Belgische versie.

## Bijlage 2: Beschrijvende data

**Tabel 7: Beschrijvende statistieken**

Deze tabel geeft een overzicht van de beschrijvende statistieken van de gebruikte variabelen. Ze geeft voor elke variabele de gemiddelde waarde weer alsook de standaarddeviatie hiervan voor 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven overheen de periode 2009-2014. Daarnaast worden de minimum- en maximumwaarden weergegeven. Tenslotte omvat de tabel nog de waarden voor de 10<sup>de</sup>, 25<sup>ste</sup>, 50<sup>ste</sup>, 75<sup>ste</sup> en 90<sup>ste</sup> percentielen.

Beschrijvende stat.	Gemiddelde	St.Dev.	Min	Max	10de Percentiel	25ste Percentiel	50ste Percentiel	75ste Percentiel	90ste Percentiel
GROOTTE (aantal)	8	3.3343	1	26	3	6	8	10	12
CEO_DUALITY (%)	18.22%	0.3863	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
SAMENSTELLING (%)	40.24%	0.1623	0.00%	85.71%	20.00%	33.33%	40.00%	50.00%	60.00%
<b>Scope of operations</b>									
EV (1000€)	15728.27	32.68	0.21	215756200.80	94.85	1439.78	23558.56	164759.93	996739.49
ACTIVA (1000€)	89484.86	13.58	78.43	67136923.15	4457.06	13797.53	87749.79	421782.36	2819992.32
OMZET (1000€)	8605.05	52.88	0.00	6090524.26	145.80	1607.19	13256.52	122057.16	525573.18
WKN (aantal)	500	1888.6080	1	15786	3	9	32	247	1019
PRODUCT (%)	85.48%	0.3525	0.00%	100.00%	0.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
GEO (%)	78.22%	0.4130	0.00%	100.00%	0.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
SCHULD (%)	51.66%	0.5366	0.00%	1118.75%	7.77%	30.17%	49.02%	66.11%	83.35%
AGE_BEURS (jaren)	12	12.5954	1	78	2	5	8	14	24
AGE_OPR (jaren)	37	36.6773	0	151	6	11	21	50	94
<b>Monitoring</b>									
FCF (%)	79.10%	15.2221	-14019.00%	24901.25%	-26.68%	-3.57%	0.72%	10.01%	76.69%
BLOK (%)	41.63%	0.2375	0.00%	99.93%	10.91%	24.26%	40.22%	55.05%	74.36%
OIA (%)	0.30%	0.0184	0.00%	15.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
MAN_OWN (%)	17.87%	0.2606	0.00%	99.92%	0.00%	0.00%	0.31%	34.10%	54.73%
ARV (%)	4.35%	0.3983	-100.00%	364.78%	-38.20%	-15.53%	3.33%	18.55%	43.18%
RD (%)	1.67%	0.0700	0.00%	93.77%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	3.30%
MB (%)	-173.68%	2.8109	-1068.00%	805.00%	-673.00%	-274.00%	-94.00%	6.00%	76.00%
<b>Negotiation</b>									
ROA (%)	110.93%	12.7291	-14043.32%	24827.53%	-525.32%	-292.37%	1.16%	7.47%	82.84%
ROE (%)	252.56%	28.2690	-19945.63%	51406.09%	-45.39%	-4.32%	2.05%	15.11%	146.66%
EBITDA (%)	-692.91%	71.9506	-91604.20%	44430.67%	-141.54%	-6.43%	8.56%	28.82%	91.30%
CEO_AGE (jaren)	52	7.5671	31	81	43	48	52	56	61
CEO_TENURE (jaren)	10	8.4006	1	46	2	3	7	12	22
CEO_NEW (%)	8.28%	0.2758	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>Family</b>									
FAM_20 (%)	51.92%	0.5000	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	100.00%	100.00%	100.00%
FAM_30 (%)	28.11%	0.4498	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	100.00%
GEN (%)	51.40%	0.5005	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	100.00%	100.00%	100.00%
OPRICHTER (%)	44.10%	0.4972	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	100.00%

**Tabel 8: Correlatiematrix**

Deze tabel meet de bivariate Pearson correlatie tussen alle variabelen. Zowel de richting van de correlatie wordt weergegeven, alsook wordt eronder de significantie van de relatie vermeldt. Daarnaast geven \*, \*\* en \*\*\* weer of de correlatie significant is op respectievelijk de 10%, 5% en 1% significantieniveaus.

	Id	year	GROOTTE	CEO_DUALITY	SAMENSTELLING	FAM_20	FAM_30
<b>id</b>	1.0000						
<b>year</b>	0.0000	1.0000					
	1.0000						
<b>GROOTTE</b>	-0.0515	0.0392	1.0000				
	0.1816	0.3096					
<b>CEO_DUALITY</b>	-0.0069	-0.0191	-0.3875***	1.0000			
	0.8581	0.6195	0.0000				
<b>SAMENSTELLING</b>	-0.0905**	-0.1118***	0.0098	-0.3144***	1.0000		
	0.0188	0.0037	0.7997	0.0000			
<b>FAM_20</b>	0.3603***	0.0003	-0.1228***	0.2859***	-0.2621***	1.0000	
	0.0000	0.9945	0.0014	0.0000	0.0000		
<b>FAM_30</b>	0.2944***	0.0043	-0.2234***	0.3036***	-0.0830**	0.6034***	1.0000
	0.0000	0.9103	0.0000	0.0000	0.0314	0.0000	
<b>GEN</b>	-0.1455***	-0.0067	-0.504***	0.5024***	-0.1949***	0.1347**	0.0608
	0.0060	0.9004	0.0000	0.0000	0.0002	0.0110	0.2541
<b>OPRICHTER</b>	-0.0596	-0.0098	-0.5107***	0.5990***	-0.2351***	0.1163**	0.1512***
	0.2617	0.8540	0.0000	0.0000	0.0000	0.0282	0.0044
<b>CEO_AGE</b>	-0.0882**	-0.1140***	0.1139***	0.0601	-0.0523	0.0077	0.0405
	0.0226	0.0032	0.0032	0.1205	0.1774	0.8426	0.2959
<b>CEO_TENURE</b>	0.1357***	-0.0522	-0.1138***	0.2082***	-0.2401***	0.3469***	0.2881***
	0.0004	0.1757	0.0031	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<b>CEO_NEW</b>	-0.0550	0.0273	0.0463	-0.0585	0.1028***	-0.1190***	-0.0802**
	0.1535	0.4791	0.2297	0.1289	0.0079	0.0019	0.0373
<b>PRODUCT</b>	0.2052***	-0.0044	0.2751***	-0.1650***	-0.0230	0.0574	-0.0330
	0.0000	0.9083	0.0000	0.0000	0.5518	0.1366	0.3927
<b>ACTIVA</b>	-0.0702*	-0.0166	0.6521***	-0.2911***	0.1206***	-0.0548	-0.1546***
	0.0689	0.6672	0.0000	0.0000	0.0017	0.1555	0.0001

<b>OMZET</b>	0.0523	0.0141	0.4388***	-0.2133***	0.0287	0.0758**	-0.0605
	0.1754	0.7146	0.0000	0.0000	0.4581	0.0496	0.1175
<b>SCHULD</b>	-0.0640*	-0.0445	-0.0023	0.0657*	-0.0285	-0.0014	0.0144
	0.0967	0.2488	0.9517	0.0885	0.4598	0.9714	0.7102
<b>AGE_BEURS</b>	-0.0190	-0.1266***	0.2482***	-0.1106***	0.0247	0.0239	-0.0292
	0.6220	0.0010	0.0000	0.0040	0.5222	0.5342	0.4482
<b>GEO</b>	0.0211	0.0006	0.4095***	-0.4204***	0.0562	-0.0343	-0.0622
	0.5848	0.9868	0.0000	0.0000	0.1448	0.3733	0.1066
<b>AGE_OPR</b>	0.2129***	-0.0461	0.0138	-0.0283	-0.1261***	0.2447***	0.0009
	0.0000	0.2286	0.7204	0.4629	0.0010	0.0000	0.9806
<b>WKN</b>	-0.0916**	0.0019	0.1764***	0.0647*	0.0438	0.1053***	-0.1180***
	0.0190	0.9616	0.0000	0.0979	0.2627	0.0070	0.0025
<b>RD</b>	-0.0379	-0.0521	0.0051	0.0366	0.0391	-0.1018***	-0.0885**
	0.3259	0.1770	0.8956	0.3435	0.3112	0.0082	0.0217
<b>EV</b>	-0.1526***	-0.0180	0.5078***	-0.2246***	0.1629***	-0.2028***	-0.2351***
	0.0001	0.6409	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<b>MB</b>	-0.1221***	-0.0077	0.0250	-0.0104	0.0904**	-0.1970***	-0.1477***
	0.0015	0.8413	0.5179	0.7871	0.0191	0.0000	0.0001
<b>ARV</b>	0.0494	0.0926**	0.1517***	-0.0548	-0.0598	0.1085***	0.0987**
	0.1995	0.0160	0.0001	0.1552	0.1210	0.0048	0.0104
<b>ROA</b>	0.0300	-0.0043	-0.0725*	0.0550	-0.0697*	0.0705*	0.0245
	0.4379	0.9112	0.0603	0.1547	0.0711	0.0675	0.5266
<b>EBITDA</b>	0.0680*	-0.0052	0.0177	0.0324	-0.0619	0.0958**	0.0553
	0.0780	0.8928	0.6464	0.4019	0.1087	0.0129	0.1521
<b>ROE</b>	0.0052	-0.0030	-0.0600	0.0526	-0.0593	0.0396	-0.0155
	0.8930	0.9388	0.1204	0.1732	0.1248	0.3050	0.6892
<b>FCF</b>	0.0217	-0.0257	-0.0311	0.0540	-0.0602	0.0934**	0.0523
	0.5733	0.5064	0.4206	0.1620	0.1189	0.0154	0.1758
<b>BLOK</b>	0.2166***	-0.0556	-0.2087***	0.2446***	-0.1349***	0.3243***	0.5835***
	0.0000	0.1465	0.0000	0.0000	0.0004	0.0000	0.0000

<b>OIA</b>	-0.1002*** 0.0087	0.0487 0.2036	-0.1122*** 0.0035	-0.0753** 0.0494	0.0753* 0.0508	-0.0501 0.1930	-0.1026*** 0.0076
<b>MAN_OWN</b>	0.1966*** 0.0000	-0.0228 0.5518	-0.3279*** 0.0000	0.4711*** 0.0000	-0.1851*** 0.0000	0.5551*** 0.0000	0.6817*** 0.0000
<b>AGE_BEURS2</b>	-0.0351 0.3620	-0.0466 0.2261	0.1486*** 0.0001	-0.0653* 0.0901	0.0383 0.3206	-0.0434 0.2595	-0.0601 0.1182

	<b>GEN</b>	<b>OPRICHTER</b>	<b>CEO_AGE</b>	<b>CEO_TENURE</b>	<b>CEO_NEW</b>	<b>PRODUCT</b>	<b>ACTIVA</b>
<b>GEN</b>	1.0000						
<b>OPRICHTER</b>	0.8636*** 0.0000	1.0000					
<b>CEO_AGE</b>	-0.1104** 0.0377	-0.1135** 0.0325	1.0000				
<b>CEO_TENURE</b>	0.2174*** 0.0000	0.2880*** 0.0000	0.3600*** 0.0000	1.0000			
<b>CEO_NEW</b>	-0.1192** 0.0245	-0.1606*** 0.0024	-0.0644* 0.0962	-0.3045*** 0.0000	1.0000		
<b>PRODUCT</b>	-0.3667*** 0.0000	-0.3387*** 0.0000	0.0563 0.1458	0.0504 0.1906	0.0172 0.6549	1.0000	
<b>ACTIVA</b>	-0.5215*** 0.0000	-0.5600*** 0.0000	0.2103*** 0.0000	-0.0503 0.1922	0.0591 0.1253	0.3724*** 0.0000	1.0000
<b>OMZET</b>	-0.3679*** 0.0000	-0.3766*** 0.0000	0.1165*** 0.0026	0.0215 0.5773	0.0254 0.5117	0.3798*** 0.0000	0.6963*** 0.0000
<b>SCHULD</b>	0.1571*** 0.0030	0.0715 0.1781	-0.0157 0.6856	-0.0409 0.2898	0.0087 0.8224	-0.1524*** 0.0001	-0.1434*** 0.0002
<b>AGE_BEURS</b>	-0.3763*** 0.0000	-0.3379*** 0.0000	0.0800** 0.0388	0.0425 0.2702	0.0363 0.3461	0.1891*** 0.0000	0.2878*** 0.0000
<b>GEO</b>	-0.3775*** 0.0000	-0.4462*** 0.0000	0.1341*** 0.0005	0.0727* 0.0591	0.0286 0.4586	0.4244*** 0.0000	0.4477*** 0.0000
<b>AGE_OPR</b>	-0.2684*** 0.0000	-0.2201*** 0.0000	-0.0330 0.3940	0.0964** 0.0122	-0.0771** 0.0452	-0.0180 0.6403	0.0957** 0.0130



<b>WKN</b>	-0.0793	-0.1067**	0.0267	0.0071	0.0166	0.0913**	0.3336***
	0.1387	0.0461	0.4977	0.8562	0.6722	0.0194	0.0000
<b>RD</b>	0.0112	0.0339	0.0487	-0.0275	-0.0175	-0.0022	-0.0400
	0.8335	0.5249	0.2097	0.4764	0.6505	0.9540	0.3001
<b>EV</b>	-0.3027***	-0.2753***	0.1888***	-0.0214	0.0261	0.1752***	0.6073***
	0.0000	0.0000	0.0000	0.5791	0.4998	0.0000	0.0000
<b>MB</b>	0.0274	0.0943*	0.0376	0.0210	-0.0228	-0.1286***	-0.1748***
	0.6057	0.0754	0.3330	0.5865	0.5539	0.0008	0.0000
<b>ARV</b>	-0.1007*	-0.1393	0.0080	-0.0047	-0.0641*	0.0801**	0.1525***
	0.0576	0.4677	0.8374	0.9027	0.0962	0.0376	0.0001
<b>ROA</b>	0.1230**	0.1403***	0.1102***	0.0490	-0.0869**	-0.1436***	-0.1059***
	0.0204	0.0081	0.0044	0.2046	0.0242	0.0002	0.0060
<b>EBITDA</b>	0.1228**	0.1043**	0.0628	0.0993***	-0.0536	-0.0574	-0.0598
	0.0206	0.0496	0.1058	0.0100	0.1648	0.1375	0.1214
<b>ROE</b>	0.0969*	0.1148**	0.0218	0.0338	-0.0396	-0.0714*	-0.1126***
	0.0683	0.0306	0.5738	0.3815	0.3051	0.0644	0.0035
<b>FCF</b>	0.1307**	0.1489***	0.1015***	0.0637*	-0.0672*	-0.0476	-0.0281
	0.0137	0.0049	0.0087	0.0989	0.0813	0.2175	0.4674
<b>BLOK</b>	0.0869	0.1572***	0.0236	0.1275***	-0.0762**	-0.2184***	-0.3134***
	0.1016	0.0029	0.5429	0.0009	0.0477	0.0000	0.0000
<b>OIA</b>	-0.1228**	-0.1060**	-0.2199***	-0.0274	-0.0220	-0.0563	-0.1058***
	0.0205	0.0456	0.0000	0.4771	0.5687	0.1443	0.0060
<b>MAN_OWN</b>	0.2257***	0.3688***	0.0877**	0.4299***	-0.0806**	-0.0140	-0.2209***
	0.0000	0.0000	0.0233	0.0000	0.0361	0.7166	0.0000
<b>AGE_BEURS2</b>	-0.2208***	-0.2157***	0.0366	0.0042	0.0389	0.1217***	0.1821***
	0.0000	0.0000	0.3448	0.9123	0.3133	0.0015	0.0000

	OMZET	SCHULD	AGE_BEURS	GEO	AGE_OPR	WKN	RD
<b>OMZET</b>	1.0000						
<b>SCHULD</b>	0.0261	1.0000					
	0.4987						

<b>AGE_BEURS</b>	0.3461***	-0.0054	1.0000				
	0.0000	0.8895					
<b>GEO</b>	0.3846***	-0.1365***	0.2184***	1.0000			
	0.0000	0.0004	0.0000				
<b>AGE_OPR</b>	0.1816***	-0.0254	0.2126***	-0.0185	1.0000		
	0.0000	0.5104	0.0000	0.6319			
<b>WKN</b>	0.3353***	0.0666*	0.3646***	0.1125***	0.0369	1.0000	
	0.0000	0.0883	0.0000	0.0039	0.3460		
<b>RD</b>	-0.0250	0.0541	-0.1266***	-0.0395	-0.1071***	-0.0398	1.0000
	0.5174	0.1610	0.0010	0.3059	0.0054	0.3094	
<b>EV</b>	0.3493***	-0.0470	0.1149***	0.2864***	0.0059	0.2618***	0.0572
	0.0000	0.2237	0.0029	0.0000	0.8782	0.0000	0.1385
<b>MB</b>	-0.2129***	0.0752*	-0.1248***	-0.0609	-0.0791**	0.0186	0.1083***
	0.0000	0.0511	0.0012	0.1146	0.0402	0.6343	0.0049
<b>ARV</b>	0.1631***	-0.0463	0.1090***	0.0728*	0.0521	0.0190	0.0232
	0.0000	0.2304	0.0046	0.0588	0.1763	0.6272	0.5485
<b>ROA</b>	-0.0544	0.0546	-0.0601	-0.0814**	0.0195	-0.0182	0.4152***
	0.1596	0.1573	0.1197	0.0349	0.6129	0.6417	0.0000
<b>EBITDA</b>	0.1490***	0.1712***	0.0433	0.0398	0.0872**	0.0264	0.0205
	0.0001	0.0000	0.2625	0.3032	0.0237	0.5007	0.5965
<b>ROE</b>	0.0237	-0.0300	-0.0527	-0.0722*	0.0334	-0.0174	0.3097***
	0.5396	0.4373	0.1721	0.0614	0.3876	0.6561	0.0000
<b>FCF</b>	-0.0130	0.1275***	-0.0456	-0.0025	0.0174	-0.0202	0.3586***
	0.7356	0.0009	0.2376	0.9491	0.6519	0.6060	0.0000
<b>BLOK</b>	-0.1870***	0.0503	-0.0350	0.2221***	0.0267	-0.1166***	-
	0.0000	0.1918	0.3635	0.0000	0.4854	0.0028	0.1620***
<b>OIA</b>	-0.1220***	-0.0258	-0.0849**	-0.1668***	0.1439***	-0.0356	0.0548
	0.0015	0.5033	0.0272	0.0000	0.0002	0.3635	0.1549
<b>MAN_OWN</b>	-0.1092***	-0.0066	-0.0369	-0.1314***	-0.0413	-0.0267	-0.0745*
	0.0046	0.8632	0.3374	0.0006	0.2805	0.4950	0.0532
<b>AGE_BEURS2</b>	0.2468*	0.0030	0.9275*	0.1509*	0.1892*	0.2732*	-0.0703

0.0000 0.9391 0.0000 0.0001 0.0000 0.0000 0.0682

	EV	MB	ARV	ROA	EBITDA	ROE	FCF	BLOK	OIA	MAN_OWN
<b>EV</b>	1.0000									
<b>MB</b>	0.6761*** 0.0000	1.0000								
<b>ARV</b>	0.0807** 0.0364	-0.0433 0.2614	1.0000							
<b>ROA</b>	-0.0664* 0.0857	0.0163 0.6728	0.0226 0.5576	1.0000						
<b>EBITDA</b>	-0.0503 0.1925	-0.0069 0.8592	0.0336 0.3840	0.0334 0.3884	1.0000					
<b>ROE</b>	-0.0627 0.1046	0.0268 0.4882	0.0601 0.1198	0.6578*** 0.0000	0.0965** 0.0123	1.0000				
<b>FCF</b>	-0.0444 0.2499	-0.0289 0.4547	0.0269 0.4867	0.8353*** 0.0000	0.0265 0.4933	0.5629*** 0.0000	1.0000			
<b>BLOK</b>	- 0.2998*** 0.0000	-0.0839** 0.0295	0.0519 0.1779	0.0563 0.1443	0.0629 0.1031	0.0737* 0.0562	- 0.0031 0.9359	1.0000		
<b>OIA</b>	-0.0367 0.3420	0.0526 0.1723	-0.0590 0.1252	-0.0188 0.6262	-0.0172 0.6558	-0.0195 0.6136	0.0114 0.7673	-0.0754** 0.0486	1.0000	
<b>MAN_OWN</b>	-0.272*** 0.0000	- 0.1323*** 0.0006	0.0567 0.1409	0.0466 0.2271	0.0249 0.5197	0.0103 0.7889	0.0589 0.1269	0.5283*** 0.0000	0.0974** 0.0108	1.0000
<b>AGE_BEURS2</b>	0.0267 0.4893	- 0.1358*** 0.0004	0.0779** 0.0431	-0.0282 0.4650	0.0298 0.4408	-0.0281 0.4673	0.0174 0.6514	-0.0440 0.2532	-0.0482 0.2105	-0.0427 0.2676

## Bijlage 3: Overzichtstabellen

**Tabel 9: Verwachte relatie determinanten-samenstellingscomponenten**

Deze tabel geeft de relatie weer tussen de variabelen die in de literatuurstudie aan bod kwamen en de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur.

+ duidt op een positieve relatie.

- duidt op een negatieve relatie.

+/- betekent dat er in de literatuur geen eenduidige relatie blijkt.

\* betekent dat er in de literatuur niets vermeld werd over deze relatie.

	GROOTTE	SAMENSTELLING	CEO DUALITY
<b>Scope of operations hypothese</b>			
EV	+	+	+/-
ACTIVA	+	+	+/-
OMZET	+	+	+/-
WKN	+	+	+/-
PRODUCT	+	+	+/-
GEO	+	+	+/-
SCHULD	+	+	+/-
AGE_BEURS	+/-	+	*
AGE_OPR	+/-	+	*
<b>Monitoring hypothese</b>			
FCF	+	+	-
BLOK	+	+/-	+/-
OIA	+	+/-	*
MAN_OWN	-	-	+
ARV	-	-	+
RD	-	-	+
MB	-	-	+
<b>Negotiation hypothese</b>			
ROA	-	-	+/-
ROE	-	-	+/-
EBITDA	-	-	+/-
MAN_OWN	-	-	+
CEO_AGE	-	-	+/-
CEO_TENURE	-	-	+
CEO_NEW	+	+	-
<b>Familiebedrijf</b>			
FAM_20	+	+	+
FAM_30	+	+	+
GEN	-	-	+
OPRICHTER	-	-	+

**Tabel 10: Overzicht van de vooropgestelde hypothesen**

Deze tabel geeft het effect van de scope of operations, monitoring en negotiation hypothesen alsook het effect van familiebedrijven op de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur op basis van de gevoerde literatuurstudie.

+ duidt op een positieve relatie.

- duidt op een negatieve relatie.

+/- betekent dat er in de literatuur geen eenduidigheid was over de relatie.

	<b>GROOTTE</b>	<b>SAMENSTELLING</b>	<b>CEO DUALITY</b>
<b>Scope of operations hypothese</b>	+	+	+/-
<b>Monitoring hypothese</b>			
Controlevoordelen	+	+	-
Controlekosten	-	-	+
<b>Negotiation hypothese</b>	-	-	+
<b>Familiebedrijven</b>	+	+	+

## Bijlage 4: Robuustheidstest

**Tabel 14: Proxyvariabelen**

Deze tabel meet het effect van de proxyvariabelen op de drie samenstellingscomponenten van de raad van bestuur voor 114 Belgische beursgenoteerde bedrijven overheen de periode 2009-2014. De coëfficiënten van GROOTTE en SAMENSTELLING werden geschat via multivariate panelregressies, deze van CEO\_DUALITY zijn geschat op basis van een binaire logistische panelregressie. Hierbij duiden \*, \*\* en \*\*\* respectievelijk op een significant effect op het 10%, 5% en 1% significantieniveau.

Proxy variabelen	GROOTTE	CEO DUALITY	SAMENSTELLING
<b>Scope of operations hypothese</b>			
ACTIVA	0.798***	-0.622***	0.012***
OMZET	0.315***	-0.133***	0.003
WKN	0.001***	-0.006	0.001**
GEO	2.480***	-3.056***	0.023
AGE_OPR	0.002	-0.002	-0.001*
AGE_OPR2	0.000	0.000	0.000
<b>Monitoring hypothese</b>			
OIA	6.229**	4.877	1.334**
RD	1.690	3.657	-0.079
MB	0.106	0.039	-0.007**
<b>Negotiation hypothese</b>			
ROE	-0.002	0.005	-0.001*
EBITDA	-0.003*	0.001	-0.001
<b>Familiebedrijf</b>			
FAM_30	-1.886***	0.083	0.024

# Auteursrechtelijke overeenkomst

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

**De determinanten van de samenstelling van raden van bestuur**

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

Jaar: **2016**

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,

**Conings, Celine**

Datum: **20/05/2016**