

2015•2016
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef

Genderdiversiteit in Raden van Bestuur en het effect op het financieel resultaat

Promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Amanda De Meulenaer

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

2015•2016
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef

Genderdiversiteit in Raden van Bestuur en het effect op
het financieel resultaat

Promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Amanda De Meulenaer

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

Woord vooraf

In het kader van mijn masterproef, ter afsluiting van de Master Toegepaste Economische Wetenschappen: Accountancy and Finance aan de Universiteit Hasselt, heb ik voor het onderwerp "Genderdiversiteit in Raden van Bestuur en het effect op het financieel resultaat" gekozen. Vanaf het invoeren van de genderdiversiteitsquota is dit een erg actueel, maar eveneens gevoelig onderwerp. Ik volg het genderdiversiteitsdebat in de media al een tijdje op de voet, daarom leek het mij uitermate geschikt om in mijn masterjaar dit onderwerp nader te onderzoeken.

Gedurende het volledige schooljaar 2015-2016 heb ik dit onderwerp onderzocht. Dit verliep natuurlijk niet allemaal meteen even gemakkelijk als ik wou. Daarom zou ik graag Professor Voordeckers willen bedanken voor zijn onuitputtelijke interesse in dit onderwerp en zijn opbouwende kritiek, die deze masterproef in de juiste banen heeft geleid.

Ten slotte zou ik nog graag mijn ouders, vrienden en andere professoren willen bedanken voor hun steun, goede raad en feedback gedurende mijn volledige opleiding.

Samenvatting

Corporate governance is de laatste jaren een steeds belangrijker aspect van de beleidsvoering geworden omwille van bedrijfsschandalen, zoals Enron, Tyco International, WorldCom en Lernout & Hauspie (Vandewaerde, Voordeckers, Lambrechts, & Bammens, 2011). Ondernemingen hebben de neiging hun prestaties te positief naar de buitenwereld te schetsen, om bijvoorbeeld meer investeerders aan te trekken of hun aandelenkoers te beïnvloeden (Konrad, Kramer, & Erkut, 2008). Dit heeft een steeds uitgebreidere wetgeving veroorzaakt.

De Belgische wet van 28 juli 2011 heeft tot doel dat ten minste één derde van de leden van de Raad van Bestuur van het andere geslacht moet zijn. De grote beursgenoteerde bedrijven moeten voldoen aan het minimumaantal van 33% tegen 2017, kleine beursgenoteerde bedrijven krijgen hiervoor tijd tot 2019. Overheidsbedrijven moesten hier reeds aan voldoen in 2012, omwille van hun voorbeeldfunctie. Wanneer een bedrijf hier niet aan voldoet voor het verstrijken van de deadline volgt een sanctie (Belgisch Staatsblad, 2011).

Diversiteit in teams heeft tal van voordelen voor het functioneren van deze teams. Toch zullen deze voordelen verbonden aan diversiteit niet altijd voorkomen, maar slechts vanaf het moment dat er een kritische massa optreedt in het team. Vrouwen en etnische minderheden zullen geen impact op de Raad van Bestuur hebben, totdat ze een aanzienlijke minderheid in de Raad van Bestuur innemen (Broome, Conley, & Krawiec, 2010). Recente studies suggereren dat de kritische massa van vrouwelijke bestuurders bereikt wordt, indien de Raad van Bestuur minstens drie vrouwen telt in plaats van een percentage (Post, Rahman, & Rubow, 2011). Met minstens drie vrouwelijke bestuurders in de Raad van Bestuur stijgt de kans dat de meningen van de vrouwen worden gehoord en dit verandert de dynamiek van de Raad van Bestuur substantieel (Kramer, Konrad, & Erkut, 2006).

Het toevoegen van vrouwen aan de Raad van Bestuur heeft zowel positieve als negatieve effecten op het resultaat van de onderneming (van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011). Diversiteit in teams kan een bron van kennis, informatie en expertise zijn, wat tot betere resultaten leidt. Toch kan diversiteit eveneens leiden tot conflicten en het ontstaan van subgroepen. Subgroepen kunnen groepsprocessen onderbreken en bijgevolg de prestatie van groepen verslechteren. Faultlines binnen een groep kunnen tot stand komen wanneer de verschillende karakteristieken van de teamleden kunnen leiden tot het ontstaan van subgroepen. Het bestaan van subgroepen kan leiden tot conflicten binnen de groep (Tuggle, Schnatterly, & Johnson, 2010).

Faultlines kunnen voortkomen uit veel karakteristieken, maar de meerderheid van het onderzoek focust op faultlines in teams door demografische karaktertrekken zoals leeftijd, gender en afkomst (Thatcher, & Patel, 2012). Zo kunnen er faultlines optreden indien er vrouwen aan de Raad van Bestuur worden toegevoegd. Dit komt omdat ze een ander geslacht hebben, eventueel een jongere leeftijd of een ander opleidingsniveau dan de mannelijke bestuurders. Toch maakt de literatuur een onderscheid tussen slapende en geactiveerde faultlines. Slapende faultlines zijn potentiële faultlines in teams gebaseerd op de opstelling van karakteristieken in teams (Li, & Hambrick, 2005; Van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011). Bij geactiveerde faultlines nemen de

groepsleden werkelijke subgroepen waar. Voor de invoering van de genderdiversiteitsquota bevinden zich slapende faultlines in de Raden van Bestuur. De invoering van de genderdiversiteitsquota en bijgevolg het bereiken van een kritische massa in het bestuursorgaan kan een *trigger* zijn om slapende faultlines te activeren. Hierdoor worden de bestuurders zich bewust van de opstelling van de karakteristieken in het team. Vanaf dat moment kunnen de teamleden werkelijk subgroepen waarnemen. Hierdoor ontstaan dan sneller conflicten en communicatieproblemen, waardoor het resultaat van de onderneming uiteindelijk zal verslechteren (Tuggle, Schnatterly, & Johnson, 2010; Bezrukova, Jehn, Zanutto, & Thatcher, 2009; Jehn, & Bezrukova, 2010; Thatcher, & Patel, 2012).

In dit onderzoek wordt gebruik gemaakt van gegevens van een zeventigtal Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Hierbij wordt rekening gehouden met de sector van de onderneming, de winst of het verlies, de ROE en de ROA. Daarnaast worden eveneens demografische kenmerken zoals het geslacht van de bestuurders onderzocht en alsook de leeftijd, de opleiding, een eventuele MBA, de huidige job, in welk comité de bestuurders zetelen en het aantal jaren dat ze actief zijn, het profiel van de CEO en voorzitter van de Raad van Bestuur.

Het onderzoek wijst uit dat de gemiddelde leeftijd van een bestuurder 54 jaar is en ze gemiddeld reeds zeven jaar in de Raad van Bestuur zetelen. Mannelijke bestuurders zetelen gemiddeld 7,5 jaar in de Raad van Bestuur, terwijl vrouwelijke bestuurders gemiddeld 5 jaar in het bestuursorgaan zetelen. Het percentage vrouwen die zetelen in de Raad van Bestuur is van 2006 tot 2015 gestegen van respectievelijk 8,45% naar 21,57%. Vooral in de jaren 2013 tot 2015 zien we een significante stijging van het percentage vrouwen zetelend in de Raad van Bestuur. Hierbij kunnen we concluderen dat de wet van 2011 aangaande genderdiversiteit in de Raad van Bestuur een impact heeft gehad op het aanstellen van vrouwelijke bestuurders. 43,15% van de mannelijke bestuurders bezit een MBA en 35,11% van de vrouwelijke bestuurders bezit een MBA.

Indien een kritische massa van minstens drie vrouwen aanwezig is in het bestuursorgaan, dan zal dit een negatieve invloed uitoefenen op de ROE, ROA en Tobin's Q van de onderneming. Dit komt doordat er meer faultlines aanwezig zijn in de Raad van Bestuur sinds de invoering van de genderdiversiteitwet van 2011, aangezien dit een *trigger* is voor de activatie van faultlines.

Inhoudsopgave

Samenvatting

Woord vooraf

Inhoudsopgave	1
Hoofdstuk 1: Inleiding.....	3
1.1 Centrale onderzoeksvraag	6
1.2 Kadering van het onderzoek	7
1.3 Bepaling en verantwoording onderzoeksmethode	7
Hoofdstuk 2: Literatuurstudie	9
2.1 Diversiteit	9
2.1.1 Demografische kenmerken	9
2.1.2 Menselijk kapitaal.....	10
2.1.3 Sociaal kapitaal.....	11
2.2 Genderdiversiteit	13
2.3 Aanstelling Raad van Bestuur	15
2.3.1 Rationeel economisch perspectief	15
2.3.2 Sociaal perspectief	16
2.4 Wetgeving	17
2.4.1 Internationale wetgeving.....	17
2.4.2 Belgische Corporate Governance codes	17
2.4.3 Belgische wetgeving	18
2.4.4 Comités	19
2.5 Kritische massa	21
2.6 Faultlines	25
Hoofdstuk 3: Empirisch onderzoek	29
3.1 Variabelen	29
3.2 Resultaten	32
3.3 Regressie-analyses	36
3.3.1 Voorbereiding	36
3.3.2 Kritische massa.....	37
3.3.3 Invoering genderdiversiteitswet en faultlines	44
Hoofdstuk 4: Discussie	46
4.1 Resultaten	46
4.2 Theoretische implicaties.....	49
4.3 Praktische implicaties	52
4.4 Beperkingen	53
Literatuurlijst	54
Bijlage A: Scatterplots ontdekken outliers	61
Bijlage B: Scatterplots ontdekken U-vormige relatie % vrouwen in RvB	62

Hoofdstuk 1: Inleiding

Het voorbije decennium traden steeds meer ethische problemen op de voorgrond. *Corporate governance* is de laatste jaren een steeds belangrijker aspect van de beleidsvoering geworden door bedrijfsschandalen, zoals Enron, Tyco International, WorldCom en Lernout & Hauspie (Vandewaerde, Voordeckers, Lambrechts, & Bammens, 2011). Ondernemingen zetten zich actief in om ethischer te handelen en hun onderneming positief te schetsen naar de buitenwereld (Tricker, 2015).

Een *corporate governance* systeem is de combinatie van mechanismen die verzekeren dat het management de onderneming in het voordeel van één of meerdere stakeholders beheren. Onder stakeholders vallen aandeelhouders, kredietgevers, leveranciers, klanten, werknemers en andere partijen waarmee de onderneming in contact komt (Goergen, & Renneboog, 2006).

Ondernemingen hebben de neiging hun prestaties te positief naar de buitenwereld te schetsen, om zo bijvoorbeeld meer investeerders aan te trekken of hun aandelenkoers te beïnvloeden (Konrad, Kramer, & Erkut, 2008). Dit heeft een steeds uitgebreidere wetgeving veroorzaakt. Zo voerde de Verenigde Staten op 30 juli 2002 de Sarbanes-Oxley wet in. In 2004 werd de code Lippens in het leven geroepen en in 2006 volgde de code Buysse. Deze codes worden nu respectievelijk de code Daems en Buysse II genoemd (Stolle, & De Wilde, 2006). In 2011 werd de wet tot deugdelijk bestuur bij beursgenoteerde ondernemingen ingevoerd. Dit was de eerste verplichte wetgeving omtrent deugdelijk bestuur in België (Wetboek Vennootschappen, artikel 96).

Diversiteit in teams is zowel een grote kans als een enorme uitdaging. In de Raden van Bestuur kan diversiteit voorkomen in functionele, academische en industriële achtergrond; in gender, in afkomst, in culturele overtuigingen, in leeftijd, enzovoort (Carter, Simkins, & Simpson, 2003). Diversiteit in de Raad van Bestuur kan positieve voordelen genereren: zoals het verbeteren van de gezamenlijke, functionele kennis en vaardigheden. Het stimuleert ook cognitieve conflicten en verhoogt de creativiteit (Kotlar, & De Massis, 2012). Diversiteit kan ook een negatieve invloed hebben. Het kan bijvoorbeeld de communicatie verslechteren, conflicten in subgroepen veroorzaken, de groepscohesie laten dalen, enzovoort (Lau, & Murnighan, 1998).

In eerdere studies werd de directe relatie tussen de samenstelling van de Raad van Bestuur en de bedrijfsprestatie onderzocht, ook wel de demografische aanpak genoemd. Deze studies, volgens de demografische aanpak, leverden geen resultaten op. Critici van de demografische aanpak benadrukten dat processen op groepsniveau en het efficiënt uitvoeren van taken eveneens een effect hebben op het bedrijfsresultaat, dit wordt de gedragsaanpak genoemd (Basco, & Voordeckers, 2015). Leden van de Raad van Bestuur hangen erg van elkaar af, omdat ze samen werken naar een gemeenschappelijk doel. Een goede samenwerking in de Raad van Bestuur leidt tot efficiënt gecoördineerde taken en een hoger financieel resultaat (Vandewaerde, Voordeckers, Lambrechts, & Bammens, 2011).

“Mannelijke bedrijven lopen miljarden winst mis”, zo kopt de krant ‘De Morgen’. Onderzoekers van het Amerikaanse accountancybedrijf Grant Thornton bekeken de resultaten van 1050 ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten en India. Ze vergeleken deze

resultaten met die van ondernemingen met minstens één vrouw in de Raad van Bestuur. Het onderzoek wees uit dat ondernemingen met minstens één vrouw in de Raad van Bestuur gemiddeld een hoger rendement hebben (Soenens, 2015).

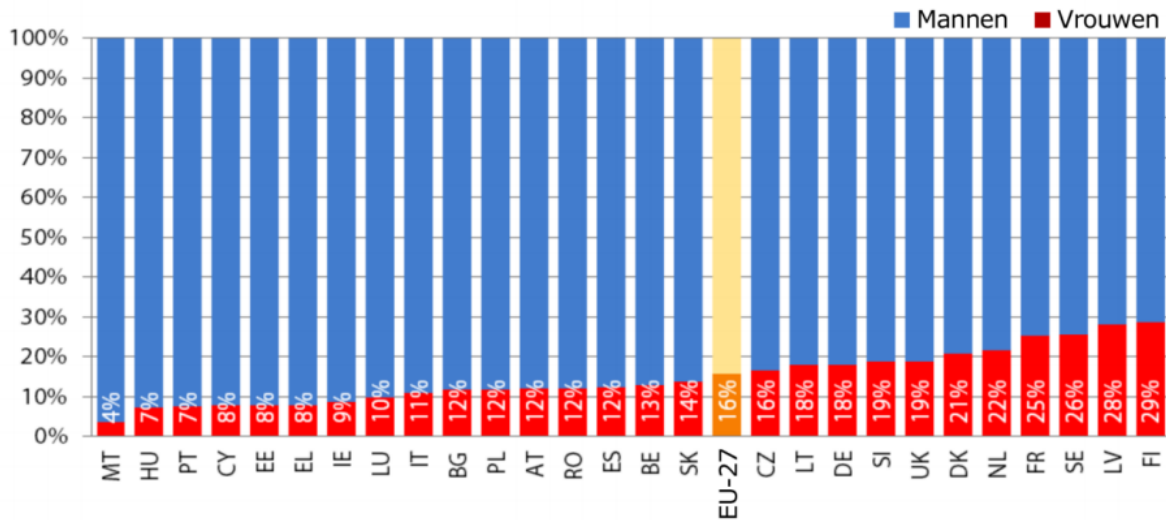
Er is een grote instroom van vrouwen met economische diploma's in de arbeidsmarkt. Vrouwen hebben de laatste decennia een steeds grotere positie in de markt ingenomen. Vrouwen zijn steeds doorgroeid op de hiërarchische ladder. Ze krijgen opvallend meer hogere functies in vergelijking met een aantal decennia geleden. Het is belangrijk te onderzoeken wat de rol van vrouwen is en zou moeten zijn op de arbeidsmarkt.

In de wet worden ook over genderdiversiteit regelgevingen ontwikkeld, waaronder in België de wet van 2011 tot deugdelijk bestuur bij beursgenoteerde ondernemingen die stelt dat één derde van de Raad van Bestuur moet bestaan uit een ander geslacht dan het overige deel (Wetboek Vennootschappen, artikel 96).

Formele vereisten, institutionalisering en sociale druk hebben eveneens bijgedragen aan het feit dat er steeds meer vrouwen zetelen in hogere functies. Maar zal een hogere proportie vrouwen in de Raad van Bestuur ook tot betere financiële resultaten leiden? Kunnen we een verschil waarnemen in de financiële resultaten van ondernemingen sinds de invoering van de wet van 2011?

Het is belangrijk om te onderzoeken of het geslacht een invloed heeft op het financiële resultaat van de betreffende onderneming. Indien ondernemingen met opvallend meer vrouwen in de Raad van Bestuur beter scoren op financieel vlak, zou het interessant kunnen zijn om het wettelijk kader in België uit te breiden. Indien ondernemingen met minder vrouwen in de Raad van Bestuur beter scoren, moeten we ons vragen stellen bij het Belgisch juridisch kader.

Hieronder wordt kort de stand van zaken aan de hand van cijfergegevens geschetst.



Figuur 1: Vrouwen en mannen in Raden van Bestuur van de grootste, beursgenoteerde ondernemingen (oktober 2012)

Bovenstaande grafiek toont ons dat slechts 16 procent van de bestuursleden van Europese top ondernemingen van het vrouwelijk geslacht is. Dit is slechts een kleine verbetering ten opzichte van de cijfers van 2010, toen was 11,8% van het vrouwelijk geslacht. België telt gemiddeld 13% vrouwen in het bestuur van de grootste, beursgenoteerde ondernemingen. Noorwegen onderscheidt zich van de andere Europese landen op vlak van genderdiversiteit. Andere Scandinavische landen doen het ook goed op vlak van genderdiversiteit (Europese Commissie, 2012).

In de Verenigde Staten wordt er slechts langzaam meer aandacht gegeven aan genderdiversiteit. Voortgang naar gendergelijkheid is minimaal, de hoeveelheid vrouwen in het topmanagement van *Standard & Poors 1500* steeg van elf procent in 2006 naar zestien procent in 2014 (Ernst&Young, 2014).

De Europese Commissie stelde in november 2012 een doelstelling, die tegen 2020 gerealiseerd dient te worden. Veertig procent van de niet-uitvoerende leden van de Raden van beursgenoteerde ondernemingen in Europa, dienen van het onder gerepresenteerde geslacht te zijn tegen 2020. Toch moet het aanstellingsproces tot bestuurslid puur objectief blijven en gebaseerd op de kwaliteiten en kwalificaties van de potentiële kandidaten. Het aanstellingsproces mag niet beïnvloed worden door het geslacht.

Verschillende EU lidstaten hebben wetten ingevoerd omtrent het zetelen in bestuursraden, namelijk: België, Frankrijk, Italië, Nederland, Spanje, Portugal, Denemarken, Finland, Griekenland, Oostenrijk en Slovenië. Deze elf landen hebben wetgevingen geïntroduceerd om gendergelijkheid in het topmanagement van ondernemingen te promoten (Europese Commissie, 2012).

Volgens de Europese Commissie zou een hoger aantal vrouwen in top jobs leiden tot een productievere en innovatievere werkomgeving, door een grotere variatie aan perspectieven en meer gebalanceerde beslissingen (Europese Commissie, 2012). Maar is dit werkelijk zo? Leidt een hoger aantal vrouwen daadwerkelijk tot een beter financieel resultaat? Of zijn er andere kenmerken binnen de Raad van Bestuur die een hogere invloed hebben op het financieel resultaat?

1.1 Centrale onderzoeksvraag: "Heeft (gender)diversiteit in Raden van Bestuur invloed op het financieel resultaat van Belgische of in België gevestigde ondernemingen?"

In dit onderzoek gaan we op zoek naar het effect van genderdiversiteit op het financieel resultaat in ondernemingen. Dit onderzoek wordt toegespitst op (gender)diversiteit in Raden van Bestuur van Belgische of in België gevestigde ondernemingen.

Deelvraag één: *"Heeft de kritische massa vrouwen die zetelt in de Raad van Bestuur een effect op het financieel resultaat van Belgische, beursgenoteerde ondernemingen?"*

Onder deze deelvraag worden de aanstellingscriteria onderzocht en of de hoeveelheid vrouwen in Raden van Bestuur invloed hebben op het financieel resultaat. Hier wordt de kritische massa onderzocht, vanaf hoeveel vrouwen in de Raad van Bestuur heeft dit een duidelijke impact op het financieel resultaat (van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011)? Dit onderzoek spitst zich specifiek toe op Belgische, beursgenoteerde ondernemingen en ondernemingen genoteerd in de BEL20.

Onder deze deelvraag worden eveneens de wettelijke vereisten omtrent genderdiversiteit onderzocht. De wettelijke en institutionele vereisten en normen voor beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn de laatste jaren enorm geëvolueerd, wegens een hogere maatschappelijke druk. We onderzoeken onder deze deelvraag of één derde van de Raad van Bestuur bestaat uit het onder gerepresenteerde geslacht.

Deelvraag twee: *"Treden er meer faultlines in Raden van Bestuur op sinds de invoering van de wet van 2011 en wat is hun effect op het financieel resultaat?"*

Onder deze deelvraag onderzoeken we of faultlines een invloed hebben op het financieel resultaat. Wanneer verschillende karakteristieken zich in een team voordoen, kunnen deze leiden tot het ontstaan van faultlines. Deze kunnen leiden tot het ontstaan van subgroepen en conflicten (Tuggle, Schnatterly, & Johnson, 2010). Dit onderzoek focust op faultlines die voortvloeien uit demografische kenmerken zoals geslacht, leeftijd en opleiding. Indien er een invloed optreedt, dan onderzoeken we of dit een positief of negatief effect op het financieel resultaat zal hebben. Het zou bijvoorbeeld kunnen dat door het invoeren van een verplicht aantal vrouwen in de Raad van Bestuur net de verschillen tussen mannen en vrouwen erg worden benadrukt. Dit zou dan spanningen kunnen creëren, die op hun beurt leiden tot een slechter financieel resultaat (van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011). In deze deelvraag wordt er gewerkt met paneldata. We onderzoeken het verschil in samenstelling van de Raad van Bestuur sinds 2006. Dit onderzoek spitst zich specifiek toe op Belgische, beursgenoteerde ondernemingen en ondernemingen

genoteerd in de BEL20. Kunnen we een patroon ontdekken in het financieel resultaat van deze verschillende ondernemingen die opvallend meer vrouwen in hogere besluitvorming hebben?

1.2 Kadering van het onderzoek

Eerst wordt in dit onderzoek een beeld van genderdiversiteit geschetst op mondiaal vlak. Daarna zal dit onderzoek zich toespitsen op genderdiversiteit in Belgische, beursgenoteerde ondernemingen. Deze ondernemingen maken voldoende informatie openbaar om de problematiek omtrent genderdiversiteit te kunnen onderzoeken.

Er wordt onderzocht of de Raad van Bestuur binnen ondernemingen voldoet aan de wettelijke vereisten, namelijk dat één derde van de Raad van Bestuur moet bestaan uit het onder gerepresenteerde geslacht. Het aantal vrouwen dat een impact heeft in de Raad van Bestuur wordt onderzocht. Verder wordt er onderzocht of faultlines in de Raad van Bestuur het financieel resultaat beïnvloeden. De evolutie van genderdiversiteit wordt eveneens onderzocht door de cijfers van 2006 te vergelijken met de laatst beschikbare gegevens.

1.3 Bepaling en verantwoording onderzoeksmethode

Het onderzoek in de eerste deelvraag zal vooral focussen op wetenschappelijke literatuur. In de wetenschappelijke literatuur gaat dit onderzoek kijken naar de samenstelling van de Raad van Bestuur, de aanstellingscriteria en de functies van de comités. Daarna kijken we in de wetenschappelijke literatuur naar onderzoeken omtrent genderdiversiteit in het topmanagement van ondernemingen. De laatste jaren zijn omtrent dit topic heel wat wetenschappelijke artikels verschenen. Bevindingen weergegeven in deze studie zijn gefundeerd door het gebruik van wetenschappelijke artikels (Raedts, & Masui, 2007).

De juridische context rond Raden van Bestuur wordt onderzocht aan de hand van wetteksten. Door het bestuderen van jaarverslagen en jaarrekeningen zal onderzocht worden of de ondernemingen voldoen aan de wettelijke vereisten, namelijk één derde van de Raad van Bestuur moet van het onder gerepresenteerde geslacht zijn. Hierbij wordt er eveneens gebruik gemaakt van gegevens uit de Bel-first database en interviews beschikbaar via het internet.

Belgische beursgenoteerde ondernemingen zijn verplicht in hun jaarverslag de samenstelling en de werking van bestuursorganen en comités op te nemen (artikel 96, §2, 5° Wetboek Vennootschappen). Belgische beursgenoteerde ondernemingen zijn wettelijk verplicht hun jaarverslag en jaarrekening openbaar te maken (artikel 97-98, Wetboek Vennootschappen). Hierdoor zou de nodige informatie kunnen worden verzameld.

Vervolgens onderzoeken we in de eerste deelvraag de kritische massa vrouwen die een invloed heeft op het resultaat van de onderneming. Dit is dus het minimum aantal vrouwen in de Raad van Bestuur nodig om een impact te hebben op het resultaat.

In de tweede deelvraag onderzoeken we of er meer faultlines zijn opgetreden door het invoeren van een verplicht quota vrouwen in de Raad van Bestuur. Via het bestuderen van de jaarverslagen gaan we eveneens proberen achterhalen wat de kenmerken van de leden van de Raad van Bestuur zijn. Kunnen er meer faultlines worden gecreëerd door het invoeren van een verplicht quota vrouwen in de Raad van Bestuur? Onder deze deelvraag onderzoeken we eveneens of faultlines een positief of negatief effect op het financieel resultaat hebben. Jaarrekeningen worden bestudeerd om de financiële resultaten van ondernemingen te beoordelen. Het beoordelen van de financiële prestaties zal gebeuren aan de hand van verschillende ratio's, bijvoorbeeld return on assets, return on investment, return on equity, enzovoort.

Hoofdstuk 2: Literatuurstudie

Raden van Bestuur vormen sedert lange tijd het onderwerp van onderzoeken in verschillende onderzoeksgebieden. Jensen en Meckling (1976) ontwikkelen een eerste theorie over de functies van individuele (*outsider*) en niet-individuele (*insider*) bestuurders in Raden van Bestuur. De meta-analyse van Dalton, Daily, Ellstrand en Johnson (1998) vindt geen systematische relatie tussen de onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur en de bedrijfsprestatie. Hun onderzoek van 1999 vindt wel dat de grootte van de Raad van Bestuur een positieve correlatie uitoefent op de bedrijfsprestatie. De laatste jaren wordt er steeds meer onderzoek gevoerd naar kenmerken van de bestuurders, zoals ervaring, geslacht, vaardigheden en andere karakteristieken (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013).

2.1 Diversiteit

Diversiteit in teams heeft veel voordelen, waaronder bijvoorbeeld nieuwe ideeën en verbeterde communicatie (Milliken, & Martins, 1996), inzichten in marktsegmentatie (Daily, Certo, & Dalton, 1999), en een veranderende managementstijl (Rosener, 1990)(Terjesen, & Singh, 2008).

De *upper-echelons* theorie verklaart het gebruik van gemakkelijk meetbare karakteristieken van de bestuurders (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013). De theorie zegt dat de ervaring, waarden en karakters van het management invloed hebben op hun interpretatie van bepaalde situaties en op hun keuzes (Hambrick, 2007; Hambrick, & Mason, 1984). Deze karakteristieken omvatten het denkpatroon van de bestuurders, hun vaardigheden, hun ervaring, hun relaties en persoonlijke kenmerken. We bespreken eerst de demografische kenmerken, erna het menselijk kapitaal en ten slotte het sociaal kapitaal van de Raad van Bestuur (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013).

2.1.1 Demografische kenmerken

Demografische kenmerken zijn aanwezig in de Raad van Bestuur, zoals leeftijd, opleiding, geslacht, afkomst en etniciteit (Carpenter, Geletkanycz, & Sanders, 2004; Joshi, Liao, & Roh, 2011). Deze kenmerken beïnvloeden de gedachtegang van bestuurders, hun gedrag en hun beslissingsproces. Op deze manier hebben demografische kenmerken invloed op de prestaties op het bedrijfsniveau (Forbes, & Milliken, 1999).

Een eerste demografisch kenmerk is de leeftijd van de bestuurders. Verschillende studies vinden dat oudere bestuurders minder geneigd zijn om veranderingen door te voeren (Wiersema, & Bantel, 1992) en dat jongere bestuurders grotere strategische veranderingen doorvoeren (Ahn, & Walker, 2007). Toch vinden Golden en Zajac (2001) dat het percentage bestuurders ouder dan vijftig jaar positief gerelateerd is aan strategische verandering. Platt en Platt (2012) vinden echter dat de gemiddelde leeftijd van bestuurders lager ligt in ondernemingen die failliet gaan, aangezien oudere bestuurders waardevolle ervaring bezitten. Nochtans kunnen oudere bestuurders ook het nadeel met zich meedragen dat ze een hogere risico-aversie bezitten (Platt, & Platt, 2012).

Ten tweede kan de opleiding van de bestuurders een demografisch kenmerk zijn dat een invloed uitoefent op de bedrijfsprestatie. Het onderwijsniveau kan een invloed uitoefenen op het denkproces van de bestuurders en op het beslissingsproces. De resultaten voor onderzoeken die

het effect van de opleiding van de bestuurder op de bedrijfswaarde bepalen spreken elkaar tegen (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013). Andere studies vinden dat de opleiding van de bestuurder een effect heeft op de innovatie van de onderneming. Wincent, Anokhin en Ortqvist (2010) vinden dat het totale aantal universitaire diploma's binnen de Raad van Bestuur een positieve invloed hebben op de bedrijfsinnovatie.

Een derde demografisch kenmerk dat invloed kan hebben op de bedrijfsprestatie is het geslacht van de bestuurder. Dit wordt verder behandeld onder punt 2.2.

Ten slotte kunnen ook de afkomst en de etniciteit van de bestuurder demografische kenmerken zijn die invloed uitoefenen op de prestatie van de onderneming. Omtrent deze twee kenmerken is minder onderzoek uitgevoerd. Diversiteit in de Raad van Bestuur brengt verschillende gedachtegangen met zich mee en beïnvloedt de groepsdynamiek en het beslissingsproces, waarna de resultaten op bedrijfsniveau beïnvloed worden. De stelling dat diversiteit in afkomst en etniciteit invloed heeft op het beslissingsproces, vindt de laatste jaren veel steun (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013). Toch vinden we hier ook verschillende resultaten. Zo vinden sommige studies dat multinationale en etnisch diverse Raden van Bestuur positief gecorreleerd zijn met cross-nationale overnames (Staples, 2008) en met maatschappelijk verantwoord ondernemen (Post et al, 2011). Een studie van Oxelheim en Randoy (2003) vindt dat buitenlandse bestuurders vaak meer waard zijn voor Scandinavische bedrijven. Nochtans vinden Carter, D'Souza, Simkins en Simpson (2010) geen bewijs voor grote Amerikaanse bedrijven dat etnisch diverse Raden van Bestuur invloed hebben op de financiële bedrijfsprestatie. We besluiten dus dat de gevolgen van etnische diversiteit in de Raad van Bestuur gemengd zijn, toch is er wel bewijs dat de processen van de Raad van Bestuur worden beïnvloed door diversiteit binnen de Raad van Bestuur (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013).

Demografische diversiteit in de Raad van Bestuur kan leiden tot situaties waarin de bewegingen van de CEO worden gelimiteerd en tot meer rapportering en minder conflicten (Westphal, & Milton, 2000; Westphal, & Stern, 2006, 2007). Diversiteit kan eveneens leiden tot de toegang tot meer bronnen (Arfken et al, 2004). Diversiteit kan dus leiden tot zowel positieve als negatieve resultaten, of er kan een balans gevonden worden tussen de twee (Forbes, & Milliken, 1999; Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013).

2.1.2 Menselijk kapitaal

Menselijk kapitaal omarmt de vaardigheden en ervaring die individuele bestuurders aan het beslissingsproces toevoegen en op deze manier het bedrijfsresultaat verbeteren. Dit kan kennis over de industrie zijn, ervaring als CEO, ervaring in financiën en met *venture capital*, vertrouwdheid met bepaalde gebeurtenissen en vertrouwdheid met het bedrijf (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013).

Ervaring in de industrie is een eerste kenmerk dat het beslissingsproces kan verbeteren. Wanneer de bestuurders ervaring hebben met de industrie, dan kan dit de manier waarop bestuurders informatie verwerken beïnvloeden. Dit beïnvloedt eveneens welke bestuurders invloed hebben op het bestuursorgaan. Veel landen ontmoedigen samenspanning door de aanstelling van werknemers

in de industrie als bestuurders te verbieden. Toch omzeilen sommige ondernemingen dit door bestuurders aan te stellen die momenteel niet in de industrie werken, maar vroeger wel. Zulke ervaring wordt geassocieerd met een groei in verkoopcijfers (Kor, & Sundaramurthy, 2009).

Ten tweede zullen bestuurders die ervaring hebben als CEO uitvoerende ervaring naar het bestuursorgaan brengen, zo dienen ze als klankbord voor de hele organisatie (Rosenstein, Bruno, Bygrave, & Taylor, 1993). De aandelenmarkt ervaart een positief effect, wanneer een CEO wordt aangeduid als bestuurder. CEO-bestuurders kunnen andere prioriteiten hebben dan andere bestuurders, toch hebben ze geen grotere invloed dan andere bestuurders (Fahlenbrach et al, 2010; Stevenson, & Radin, 2009).

Verder heeft financiële expertise in de Raad van Bestuur een effect op verschillende problemen, zoals bijvoorbeeld de schuldstrategie en het *earning management*. Ten vierde zal de ervaring van de bestuurders met bepaalde activiteiten een effect op het beslissingsproces uitoefenen. Het bestuursorgaan moet bijvoorbeeld overnames en het ontslag van de CEO goedkeuren. Dit zijn belangrijke beslissingen die zelden voorkomen, daarom zal voorafgaande ervaring hiermee het beslissingsproces van het bestuursorgaan verbeteren (Kroll, Walters, & Wright, 2008; McDonalds, Westphal, & Graebner, 2008). Bovendien zal voorafgaande ervaring met internationalisatie en fraude de bestuurder toelaten zulke problemen in de toekomst beter te beheersen (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013).

Ten slotte zal organisatie-specifieke expertise stijgen naargelang de bestuurders langer in het bestuursorgaan zetelen. Ook hun relaties ten opzichte van de aandeelhouders van de onderneming zullen veranderen. Bestuurders die langer zetelen in de Raad van Bestuur zullen hun monitoring-taken ten opzichte van het management minder goed vervullen (Hillman, Shropshire, Certo, Dalton en Daily, 2011). We kunnen dus besluiten dat ervaring van de bestuurders niet altijd voordelen biedt, zelfs diverse ervaringen leiden tot gemengde effecten.

2.1.3 Sociaal kapitaal

De sociale relaties van de bestuurders hebben een invloed op hoe zowel individuele bestuurders als de Raad van Bestuur functioneren. Het sociaal kapitaal kan in drie delen worden verdeeld, namelijk de relaties van de bestuurders ten opzichte van andere ondernemingen, persoonlijke relaties met bedrijfsmanagers of sociale status.

Ten eerste maken de relaties van de bestuurders ten opzichte van andere ondernemingen deel uit van het sociaal kapitaal. Indien er een enkele link is tussen het bedrijf van de bestuurder en het focus bedrijf, dan zijn externe bestuurders gelinkt aan het bedrijf waar ze voltijds tewerk gesteld zijn. Wanneer de CEO van een bedrijf in de Raad van Bestuur van het bedrijf van een CEO-bestuurder zetelt, dan is er sprake van een dubbele link of een *director interlock*. Via deze banden kunnen informatie en bronnen in en uit de onderneming vloeien (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013). Desalniettemin kunnen deze banden schadelijk zijn voor de aandeelhouders en leiden tot verankering van het management van de focusonderneming. Gecoördineerde handelingen tussen bestuurders is eveneens mogelijk wanneer er *director interlocks* zijn. Wanneer een CEO-bestuurder bijvoorbeeld over de loonstijging van de CEO van het focus bedrijf stemt, dan zal deze CEO een

wederkerige behandeling verwachten. Indien hij dus voor de loonsverhoging stemt, dan zal hij bij de eigen loonsverhoging zo een stem terug van de CEO van de focus onderneming verwachten. Ferris, Jagannathan en Pritchard (2003) vinden dat bestuurders die in meerdere Raden van Bestuur zetelen vaak te druk bezig zijn om het focus bedrijf correct te monitoren. Nochtans vinden Ferris et al (2003) geen relatie tussen het resultaat van het bedrijf en extra bestuurders in het bestuursorgaan. Bovendien kunnen bestuurders met meerdere externe posten informatie verzamelen over potentiële CEO 's (Khurana, 2002), waardoor de kans op het ontslag van de nieuwe CEO daalt (Zhang, 2008).

Persoonlijke relaties en belangen maken deel uit van het sociaal kapitaal en beïnvloeden de motieven van de bestuurders (Adler, & Kwon, 2002) en de groepsdynamiek in de Raad van Bestuur (Forbes, & Milliken, 1999). Ze kunnen de onafhankelijkheid van de bestuurders aantasten, maar evenwel een meer open communicatie tot stand brengen (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013). Deze gevolgen zullen zich voordoen bij verschillende persoonlijke relaties. Wanneer er een persoonlijke relatie is gebaseerd op zakenbelangen, dan zal de bestuurder het gevoel hebben dat hij de CEO iets verschuldigd is. Dit fenomeen doet zich eveneens voor wanneer de CEO voornamelijk verantwoordelijk is voor het aanstellen van de bestuurder of wanneer de bestuurders vrienden of familie van de CEO zijn (Jones, Makri, & Gomez-Meija, 2008). Persoonlijke relaties binnen het bestuursorgaan zullen de CEO proberen te verankeren en overnames proberen te vermijden in plaats van aandeelhouderswaarde te creëren (Frankforter et al, 2000; Platt, & Platt, 2012). Daily, Johnson, Ellstrand en Dalton (1998) daarentegen vinden dat persoonlijke relaties geen impact hebben op de CEO compensatie. De adviesrol van het bestuursorgaan kan in het gedrang komen bij persoonlijke relaties tussen de bestuurder en de CEO (Jones et al, 2008). Bestuurders met vriendschappelijke banden zullen eerder hun bedenkingen over de bedrijfsstrategie uiten (Westphal, & Bednar, 2005). Toch kunnen deze banden niet direct gerelateerd zijn aan bedrijfsprestatie (Wincent et al, 2010). Bestuurders met persoonlijke relaties zijn invloedrijker in de Raad van Bestuur (Stevenson, & Radin, 2009) en dit versterkt zich nog wanneer de CEO eveneens de voorzitter van het bestuursorgaan is (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013).

Ten slotte is de sociale status van bestuurders een deel van het sociaal kapitaal. De status van de bestuurders, hun prestige en hun reputatie kan een informeel signaal zijn naar externe aandeelhouders over het bedrijf (Certo, 2003).

Demografische kenmerken, het menselijk kapitaal en het sociaal kapitaal binnen de Raad van Bestuur beïnvloedt het denkpatroon van het bestuursorgaan en daarom eveneens de bedrijfsprestatie. Bijgevolg is het interessant om die diversiteit binnen bestuursorganen te onderzoeken (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013).

2.2 Genderdiversiteit

Vrouwen bezetten in 2013 slechts 32 procent van de managementfuncties in Europese ondernemingen, ondanks dat ze 63 procent van de werknemers vertegenwoordigen. In Raden van Bestuur zetelen slechts 12 procent vrouwelijke bestuurders en slechts 3 procent van de CEO 's zijn van het vrouwelijk geslacht. (Europese Commissie, 2013). De Belgische legislatuur opteerde in 2011 voor harde maatregelen, namelijk de quota. Eveneens Noorwegen, Italië, Frankrijk, Spanje en IJsland kozen voor zulke quota. De Belgische wet uit 2011 bepaalt dat beursgenoteerde ondernemingen tegen 2017 of 2019, afhankelijk van de grootte van de onderneming, één derde vrouwen moeten hebben in hun Raden van Bestuur (Belgisch Staatsblad, 2011).

In steeds meer landen heerst de tendens om ondernemingen een harder beleid op te leggen in de vorm van quota. Hierdoor zal er in deze landen dan ook snel vooruitgang worden geboekt in gendergelijkheid. In Noorwegen steeg het aandeel van vrouwelijke bestuurders in beursgenoteerde ondernemingen tussen 2003 en 2013 van 20 naar 42 procent. Frankrijk legt 40 procent vrouwen in Raden van Bestuur op tegen 2017. In dit land steeg het aandeel van vrouwelijke bestuurders tussen 2003 en 2013 dan ook van 13 naar 30 procent. In Italië ging dat cijfer van 5 naar 15 procent (Europese Commissie, 2013). Aangezien België zo'n quota oplegt, is het interessant om voor België te onderzoeken of er een evolutie is in het aantal vrouwelijke bestuurders én of zij een effect hebben op het resultaat van de onderneming.

Adler (1997) benadrukt eveneens het belang van de aanwezigheid van vrouwen in de wereldwijde *talentpool*, om zo de volgende generatie leiders in de wereldwijde gemeenschap te identificeren (Adler, 1997). Verschillende wetenschappers pleiten voor meer vrouwen in Raden van Bestuur. Indien een deel van het talent van de maatschappij systematisch wordt uitgesloten uit Raden van Bestuur op basis van gender in plaats van talent, dan zal dit leiden tot suboptimale Raden van Bestuur (Carver, 2002; Cassell, 2000).

De laatste jaren wordt steeds meer onderzoek gedaan naar de effecten van het geslacht van de bestuurder. Genderdiversiteit beïnvloedt het denkproces van het bestuursorgaan, de groepsdynamiek en het beslissingsproces, waarna eveneens het resultaat op bedrijfsniveau verandert (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013). Bohren en Strom (2010) zeggen dat het bewijs omtrent genderdiversiteit tegensprekend is met studies die positieve, negatieve en geen relatie vinden tussen het geslacht van de bestuurders en de bedrijfsprestatie. Dit kan liggen aan de endogene drijvers van de samenstelling van de Raad van Bestuur (Adams, & Ferreira, 2009), maar ook aan de industriële en culturele verschillen (Arfken, Bellar, & Helms, 2004). Onderzoekers proberen dit probleem op te lossen door meer genuanceerde variabelen op te nemen dan enkel bedrijfsprestatie (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013).

Zo vinden Adams en Ferreira bijvoorbeeld dat vrouwelijke bestuurders een hoger percentage vergaderingen bijwonen in vergelijking met mannelijke bestuurders. Bovendien is mannelijke aanwezigheid groter indien de Raad van Bestuur meer genderdivers is (Adams, & Ferreira, 2009). In genderdiverse Raden van Bestuur komen minder conflicten voor en deze raden bezitten meer strategische controle en ontwikkeling (Nielsen, & Huse, 2010).

Een andere stroom van deze literatuur argumenteert dat er een kritisch aantal vrouwen in het bestuursorgaan aanwezig moet zijn om een verschil te kunnen waarnemen. Post, Rahman en Rubow (2011) vinden bijvoorbeeld dat er drie vrouwen in de Raad van Bestuur aanwezig dienen te zijn, in plaats van een percentage vrouwen. Indien het bestuursorgaan drie vrouwen bevat, dan heeft dit een positief effect op het maatschappelijk verantwoord ondernemen van de onderneming. De kritische massa theorie wordt uitgebreid besproken in punt 2.5.

Vrouwen in de Raad van Bestuur vertegenwoordigen carrière mogelijkheden voor potentiële vrouwelijke werknemers (Bilimoria, 2006), inspireren vrouwelijke werknemers om zichzelf in rollen van het senior management te zien (Bilimoria and Wheeler, 2000) en via bedrijfsnetwerken zullen ze met andere vrouwen netwerken en mentoren. Deze positieve *spillover* effecten zullen zich eveneens voortzetten buiten het bedrijf. Bijvoorbeeld advocatenkantoren waarvan hun hoofdcliënten veel vrouwen in hun Raad van Bestuur hebben, zullen ook eerder geneigd zijn om vrouwen te promoten (Terjesen, & Singh, 2008).

Terjesen en Singh (2008) onderzochten het percentage vrouwen in Raden van Bestuur in 43 landen. Er zijn verschillende maatschappelijke variabelen die geassocieerd kunnen worden met de vertegenwoordiging van vrouwen in Raden van Bestuur: namelijk het percentage van vrouwelijke senior leiders, de loonkloof tussen mannen en vrouwen en het historisch patroon van vrouwelijke vertegenwoordiging (Terjesen, & Singh, 2008).

Landen met een hogere proportie vrouwen in de legislatuur en in het seniormanagement zullen eveneens meer vrouwen in hun Raden van Bestuur hebben. Landen met een historische vertegenwoordiging van vrouwen zullen niet perse meer vrouwen in hun Raden van Bestuur hebben zetelen. Dit kan komen doordat vrouwen in deze landen eerder een politieke carrière zullen nastreven in plaats van een carrière in het management. Bovendien kan de aanwezigheid van het *Queen Bee* syndroom hiervoor de oorzaak zijn. Oudere vrouwen in hoge, vooraanstaande posities zullen hun jongere collega's opzettelijk tegenwerken. Een historisch voorbeeld hiervan is Margaret Thatcher, de vroegere eerste minister van het Verenigd Koninkrijk, die geen andere vrouwen promotie gaf. Een andere oorzaak kan zijn dat vrouwen in de politiek vroeger vaak van vooraanstaande afkomst waren en meer aandacht besteedden aan het stemrecht van vrouwen dan aan vrouwen in hoge managementposities. Bovendien kan de publieke sector meer beïnvloedbaar zijn door de politiek, dan de private sector. Dit kunnen we zelfs waarnemen in de Scandinavische landen. Landen waarin het loon van vrouwen evenwel gelijk is aan dat van mannen zullen vaker meer vrouwen in hun Raden van Bestuur hebben (Terjesen, & Singh, 2008).

Indien een kritische massa vrouwen aanwezig is in de Raad van Bestuur, dan zal dit ook vrouwelijke kenmerken naar het bestuursorgaan brengen. Vrouwen werken namelijk beter samen en stellen actiever vragen (Broome, Conley, & Krawiec, 2010).

2.3 Aanstelling Raad van Bestuur

De selectie van een lid van de Raad van Bestuur heeft een belangrijke impact op de acties die de Raad van Bestuur onderneemt. Bestuurders brengen unieke kennis, vaardigheden en expertise in de Raad van Bestuur. Het selectieproces van de bestuurders is een formeel proces waarbij individuen worden geïdentificeerd, gescreend, genomineerd en vervolgens aangeduid door de Raad van Bestuur van een onderneming. In de wetenschappelijke literatuur komen we twee visies tegen, namelijk het rationeel perspectief en het sociaal perspectief (Cannella, Hillman, & Withers, 2012). Ondernemingen vrezen dat door het invoeren van de quota vrouwen met minder talent worden aangesteld.

2.3.1 Rationeel economisch perspectief

Het rationeel economisch perspectief is gebaseerd op de assumptie dat men met het aanstellingsproces tracht de controlebehoeften van de onderneming te vervullen. Dit proces wordt beïnvloed door de institutionele omgeving en regulering (Cannella, Hillman, & Withers, 2012).

Aanstellingsproces

In de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk worden kandidaten meestal geïdentificeerd en gescreend door een benoemingscomité. Het benoemingscomité is volledig samengesteld uit onafhankelijke bestuurders of bestaat uit een meerderheid aan onafhankelijke bestuurders (Hoskisson, Castleton, & Withers, 2009). Nadat het benoemingscomité de initiële kandidaten heeft gescreend, worden ze onderworpen aan interviews van de volledige Raad van Bestuur en de CEO. De meest geschikte kandidaten worden formeel genomineerd en daarna beslissen de aandeelhouders via een stemming wie de nieuwe bestuurder wordt (Monks, & Minow, 2004).

Interne en externe bestuurders

De *insider-outsider* status is één van de eerst bestudeerde onderwerpen in de literatuur omtrent bestuurders. Externe bestuurders geven voornamelijk advies en monitoren de Raad van Bestuur. Interne bestuurders doen voorstellen aan de Raad van Bestuur op het vlak van investeringen en het strategische beleid. Ze zorgen eveneens voor de nodige informatie voor externe bestuurders. De communicatie tussen de Raad van Bestuur en het top management wordt verzorgd door de interne bestuurders (Van den Heuvel, Van Gils, & Voordeckers, 2006). Er heerst een positieve correlatie tussen de aanwijzing van externe bestuurders en het welzijn van de aandeelhouders, ongeacht het beroep of de achtergrond van de bestuurder (Luan, & Tang, 2007).

Fich (2005) vindt dat CEO 's van goed presterende ondernemingen vaker geselecteerd worden als nieuwe bestuurders in ondernemingen met groeiopportunities. Bij de aanwijzing van een CEO als bestuurder zullen de investeerders positief reageren. Kandidaten met specifieke expertise zullen eerder als bestuurders worden aangewezen. Zo zullen kandidaten met bijvoorbeeld financiële ervaring eerder als lid van het auditcomité worden aangeduid (Cannella, Hillman, & Withers, 2012).

De reputatie van een potentiële bestuurder speelt ook een belangrijke rol in het aanstellingsproces. Veel ondernemingen stellen een prestigieuze bestuurder aan om de reputatie van hun eigen

onderneming te verbeteren (Deutsch, & Ross, 2003). De toekomstige aanstellingen van interne en externe bestuurders hangen af van de prestatie van de huidige onderneming (Cannella, Hillman, & Withers, 2012).

Diversiteit

Vrouwen en minderheidsgroepen diversifiëren de Raad van Bestuur. Ze brengen als bestuurders unieke kenmerken in de Raad van Bestuur (Singh, 2007). Er is een beperkt aanbod aan vrouwelijke kandidaten die een Raad van Bestuur kunnen vervoegen (Farrel, & Hersch, 2005). Uit verschillende studies blijkt dat het aanstellen van vrouwelijke bestuurders het resultaat van de onderneming positief beïnvloed (Cannella, Hillman, & Withers, 2012). Vrouwen en minderheidsgroepen beschikken over waardevolle kennis, informatie en vaardigheden (Cannella, Hillman, & Withers, 2012).

2.3.2 Sociaal perspectief

Volgens het sociaal perspectief kan de nominatie en aanstelling van bestuurders gedreven worden door sociale factoren, naast puur rationele factoren. Huidige leden van de Raad van Bestuur kunnen invloed uitoefenen op het aanstellingsproces om zo bestuurders aan te stellen waarmee ze zichzelf associëren (Cannella, Hillman, & Withers, 2012).

Onderzoek suggereert dat CEO 's invloed uitoefenen op het aanstellingsproces om zo beïnvloedbare bestuurders aan te stellen, en bestuurders die de onderneming sterk zouden monitoren te vermijden (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009).

Er is nog niet veel onderzoek verricht naar de reden waarom kandidaten een aanstelling als bestuurder aanvaarden. Bestuurders aanvaarden een aanstelling gebaseerd op: de kwaliteit van het top management, de opportuniteit om te leren, een uitdaging als bestuurder, de prestige van de onderneming, de potentiële groei van de onderneming, de kans om te werken met andere bestuurders, de persoonlijke prestige, de compensatie en het aandelenbezit (Cannella, Hillman, & Withers, 2012).

2.4 Wetgeving

2.4.1 Internationale wetgeving

Hier wordt kort het juridisch kader omtrent *corporate governance* en diversiteit geschetst, aangezien dit belangrijk is voor de verdere opbouw van het onderzoek.

Bedrijfsschandalen zoals Enron, WorldCom, Tyco International en Lernout & Hauspie leidden tot steeds minder vertrouwen van investeerders in de financiële informatie vrijgegeven door ondernemingen (Lobo, & Zhou, 2006). Dit leidde tot een steeds uitgebreidere wetgeving (Vandewaerde, Voordeckers, Lambrechts, & Bammens, 2011). Zo voerde de Verenigde Staten op 30 juli 2002 de Sarbanes-Oxley wet in. De Sarbanes-Oxley wetgeving is tot op heden de meest invloedrijke wet ter wereld inzake *corporate governance*. Vooral omdat de Verenigde Staten met deze wet aangeeft dat *corporate governance* via *hard law* moet worden gereguleerd, niet via aanbevelingen die onder *soft law* vallen (Tricker, 2015). De Sarbanes-Oxley wet verhoogt de controle rol van de Raad van Bestuur en de onafhankelijkheid van de externe auditor die de jaarrekening nakijkt (Lobo, & Zhou, (2006). Deze wetgeving veroordeelt fraude met strenge straffen, waaronder hoge geldboetes en gevangenisstraffen voor alle Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen, ongeacht de vestiging van de onderneming (Romano, 2004).

2.4.2 Belgische Corporate Governance codes

In 2004 wordt de code Lippens in het leven geroepen en deze wordt in 2008 omgevormd tot de code Daems. Deze code geeft *corporate governance* aanbevelingen aan Belgische beursgenoteerde ondernemingen. In 2006 volgt de code Buysse, nu code Buysse II, die aanbevelingen geeft voor het deugdelijk bestuur van Belgische niet-beursgenoteerde ondernemingen. Voor familiebedrijven worden specifieke aanbevelingen gegeven in de code Buysse onder paragraaf negen (Stolle, & De Wilde, 2006).

De toepassing van code Buysse II is volledig op vrijwillige basis van de onderneming, er is dus geen sprake van het '*comply or explain*' principe (Voordeckers, Van Gils, Gabrielsson, Huse, & Politis, 2008). Beursgenoteerde ondernemingen kunnen ervoor kiezen om de code toe te passen of, indien ze de code niet toepassen, publiekelijk uit te leggen waarom ze de code niet toepassen. Via het '*comply or explain*' principe kan de markt beslissen of de standaarden geschikt zijn voor individuele ondernemingen. Ondernemingen kunnen afwijken van de standaarden, aangezien dit principe afwijkt van de visie dat één wet voor alle ondernemingen van toepassing kan zijn. Toch zal de verplichte verklaring bij afwijking van de richtlijn ertoe kunnen leiden dat een investeerder zijn aandelen verkoopt, indien de investeerder de verklaring van de onderneming niet aanvaardt. Het '*comply and explain*' principe creëert dus een marktsanctie in plaats van een wettelijke sanctie. Dit principe werd voor het eerst geïntroduceerd na de aanbevelingen van het Cadbury Report in 1992 (Arcot, Burno, & Grimaud, 2005).

De code Buysse II werkt via aanbevelingen in verband met de Raad van Bestuur, het management, de aandeelhouders en het risicobeheer. Niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn zeer divers en *corporate governance* dient dus op maat gesneden te zijn en samen met de onderneming te

evolueren. In deze code wordt er aandacht besteed aan heel wat stakeholdergroepen, namelijk de werknemers, leveranciers, klant, concurrenten, externe adviseurs, diverse overheidsinstellingen, enzovoort (Buisse, 2006).

De Code Daems geeft aanbevelingen aan Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Deze code heeft een grote mate van ingebouwde flexibiliteit, zodat ze kan worden aangepast aan de grootte en activiteiten van elke onderneming. Deze code maakt wel gebruik van het *'comply or explain'* principe. Dit biedt de ondernemingen de mogelijkheid om af te wijken van bepalingen in de code, indien hun specifieke kenmerken dit rechtvaardigen, op voorwaarde dat zij hiervoor de geschikte argumenten bezitten (Daems, 2008).

De Raad van Bestuur ziet erop toe dat het *corporate governance* charter en het *corporate governance* gedeelte in het jaarverslag correct en volledig zijn. De code Daems wijst er in sectie 1.5 duidelijk op dat er geen dualiteit mag heersen in de functie van voorzitter van de Raad van Bestuur en de bestuurder van de onderneming ofwel de CEO. De voorzitter van de Raad van Bestuur creëert een klimaat van vertrouwen binnen de Raad van Bestuur dat zal bijdragen tot een open discussie en opbouwende kritiek. Deze individu zal eveneens de interactie tussen de Raad van Bestuur en het uitvoerend management stimuleren (Daems, 2008).

Elk voorstel tot de benoeming van een bestuurder door de algemene vergadering wordt vergezeld van een aanbeveling door de Raad van Bestuur, die gebaseerd is op het advies van het benoemingscomité. De Raad van Bestuur geeft aan of een kandidaat voldoet aan de onafhankelijkheidscriteria. De Raad van Bestuur stelt zijn eigen voorzitter aan (Daems, 2004).

2.4.3 Belgische wetgeving

De Belgische wet van 28 juli 2011 heeft tot doel dat ten minste één derde van de leden van de Raad van Bestuur van het andere geslacht moet zijn dan de overige leden. Deze wet is de eerste verplichte wetgeving omtrent deugdelijk bestuur in België. Onder toepassing van deze wet vallen drie soorten bedrijven, namelijk autonome overheidsbedrijven (Infrabel, Proximus, Bpost, NMBS en Belgocontrol), de Nationale Loterij en beursgenoteerde vennootschappen. De wetgeving van 2011 verplicht overheidsbedrijven om tegen 2012 hun Raad van Bestuur te laten bestaan uit ten minste één derde van het andere geslacht. Volgens deze wet worden beursgenoteerde ondernemingen gedefinieerd als: "Vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de verhandeling op een in artikel 4 bedoelde reglementeerde markt." Dit zijn dus bedrijven genoteerd op Euronext Brussel en de markt voor afgeleide financiële producten Euronext Brussels NV. Grote beursgenoteerde ondernemingen moeten voldoen aan het minimumaantal van 33 procent tegen 2017. Hiervoor krijgen kleine beursgenoteerde bedrijven tijd tot 2019. Omwille van hun voorbeeldfunctie moesten overheidsbedrijven reeds in 2012 aan deze voorwaarden voldoen (Belgisch Staatsblad, 2011).

Bovendien volgen sancties wanneer ondernemingen niet aan de voorwaarden voldoen voor het verlopen van de deadline. Indien het aantal bestuurders van een ander geslacht kleiner is dan het wettelijk bepaalde minimum, stelt de eerstvolgende algemene vergadering een Raad van Bestuur samen overeenkomstig de wettelijke vereisten. Wordt deze bepaling niet nageleefd, dan wordt elk

voordeel, financieel of ander, van de bestuurders, verbonden aan de uitoefening van hun mandaat, geschorst. Deze voordelen worden opnieuw toegekend op het ogenblik dat de Raad van Bestuur bestaat uit ten minste één derde van een ander geslacht dan dat van de overige leden (artikel 518bis, §2, Wetboek Vennootschappen).

Indien het bepaalde vereiste minimumaantal bestuurders van het ander geslacht niet is bereikt, is de eerstvolgende bestuurder die wordt benoemd van dat geslacht. Zo niet, is zijn benoeming nietig. Hetzelfde geldt indien een benoeming ertoe leidt dat het aantal van die bestuurders van een ander geslacht daalt tot onder dit vereiste minimumaantal (artikel 518bis, §4, Wetboek Vennootschappen). Deze bepalingen moeten vervuld zijn tegen 2017 (art 7, §2 Wet 28 juli 2011).

De Raad van Bestuur is bevoegd om alle handelingen te verrichten die nodig zijn om het doel van de vennootschap te verwezenlijken, behalve de handelingen waarvoor de Algemene Vergadering bevoegd is. De bevoegdheden van de Raad van Bestuur kunnen eveneens door de statuten worden beperkt (artikel 522, §1, Wetboek Vennootschappen). De Raad van Bestuur, de revisor en aandelenanalisten zijn de controlerende organen in ondernemingen. De Raad van Bestuur vertegenwoordigt de belangen van de aandeelhouders en controleert het management (Goergen, 2012).

De Raad van Bestuur bestaat uit verschillende comités: het directiecomité, auditcomité, remuneratiecomité en benoemingscomité. Deze comités moeten telkens minstens drie leden tellen. Het uitvoerend comité in de Raad van Bestuur is niet wettelijk verplicht (artikel 524bis tot en met artikel 526quater, Wetboek Vennootschappen).

2.4.4 Comités

Hieronder wordt kort de taakinhoud van de comités van de Raad van Bestuur besproken. In het empirisch deel wordt onderzocht of een bepaald geslacht vaker in sommige comités zetelen.

In de statuten van een onderneming kan men vastleggen dat de Raad van Bestuur zijn bestuursbevoegdheden mag overdragen aan een directiecomité. Wanneer een directiecomité wordt ingesteld, is de Raad van Bestuur belast met het toezicht op dat comité. Het directiecomité bestaat uit meerdere personen, die al dan niet bestuurder zijn (artikel 524bis, Wetboek Vennootschappen).

Het auditcomité is een adviserend orgaan dat is samengesteld uit niet-uitvoerende leden van de Raad van Bestuur en komt voor in beursgenoteerde ondernemingen (artikel 526bis, Wetboek Vennootschappen). Minstens één lid van het auditcomité is een onafhankelijke bestuurder, die beschikt over de nodige deskundigheid op het vlak van boekhouding en audit. De belangrijkste taken van een auditcomité zijn het opvolgen van de opstelling en controle van de jaarrekeningen en van de financiële informatie, het monitoren van de doeltreffendheid van de systemen voor interne controle en risicobeheer, en het opvolgen van de onafhankelijkheid van de commissaris (artikel 526bis, Wetboek Vennootschappen).

Het remuneratiecomité bestaat uit niet-uitvoerende leden van de Raad van Bestuur en komt voor in beursgenoteerde ondernemingen. Het remuneratiecomité is samengesteld uit een meerderheid van onafhankelijke bestuurders die beschikken over de nodige deskundigheid op het gebied van het remuneratiebeleid. De belangrijkste taken van het remuneratiecomité zijn het formuleren van voorstellen inzake de berekeningsmethode van de individuele vergoeding van de bestuurder en van het topmanagement. Het comité bereidt eveneens een remuneratieverslag voor en licht dit naderhand toe aan de Algemene Vergadering der aandeelhouders (artikel 526quater, Wetboek Vennootschappen).

Het benoemingscomité is een adviserend orgaan binnen de Raad van Bestuur dat vaak is samengevoegd met het remuneratiecomité. Het benoemingscomité staat in voor het definiëren van selectiecriteria en de benoeming van bestuurders of van het topmanagement. Ze staan eveneens in voor de evaluatie van omvang en de samenstelling van de Raad van Bestuur. Het benoemingscomité formuleert adviezen en aanbevelingen aan de Raad van Bestuur. Bestuurders worden benoemt door de Algemene Vergadering der aandeelhouders op voordracht van de Raad van Bestuur (Wetboek Vennootschappen en Verenigingen, 2008).

2.5 Kritische massa

Toch zullen de voordelen die vrouwen of etnische minderheden in de Raad van Bestuur met zich meedragen niet altijd voorkomen. Vrouwen en etnische minderheden zullen geen impact op de Raad van Bestuur hebben, totdat ze een aanzienlijke minderheid in de Raad van Bestuur innemen (Broome, Conley, & Krawiec, 2010)(Kanter, 1977). Torchia, Calabrò en Huse (2011) benadrukken dat een hoger aantal vrouwen in de Raden van Bestuur nodig zijn.

Bedrijfsinnovatie is één van de belangrijkste indicatoren van de prestatie van de onderneming. Het helpt ondernemingen eveneens aan competitief voordeel te winnen, breidt hun marktaandeel uit en verhoogt hun prestatie. Het bestuursorgaan is een noodzakelijke factor om bedrijfsinnovatie te ondersteunen (Zahra, & Garvis, 2000). Indien het kritisch aantal vrouwen, dit zijn hier minstens drie vrouwelijke bestuurders, aanwezig is in de Raad van Bestuur, dan zal het gehele innovatieniveau en de strategische bestuurstaken verbeteren (Torchia, Calabrò, & Huse, 2011).

Rosabeth Kanter (1977) was een pionier in het onderzoek naar de kritische massa, tokenisme en minderheidsgroepen (geciteerd in Broome, Conley, & Krawiec, 2010 en geciteerd in Torchia, Calabrò, & Huse, 2011).

Volgens Kanter heeft het alleen zijn binnen een groep gevolgen voor de groepsdynamiek. Indien personen met bepaalde demografische kenmerken behoren tot een minderheid, dit wordt in dit wetenschappelijk onderzoek gedefinieerd als minder dan vijftien procent van de groep, dan leidt dit tot tokenisme. Tokens worden geacht een hele demografische groep (bijvoorbeeld vrouwen) te vertegenwoordigen en zij worden door de dominante groep (hier dan bijvoorbeeld mannen) als stereotype gezien. Dit betekent dat van de vrouwelijke bestuurder of commissaris verwacht wordt de karakteristieken en mening van alle vrouwen te weerspiegelen, in plaats van haar eigen individuele mening (Kanter, 1977 geciteerd in Broome, Conley, & Krawiec, 2010). Tokens dragen een negatieve perceptie met zich mee en worden vaak niet vertrouwd. Er wordt aan hen getwijfeld en ze worden vaak niet serieus genomen door gelijken. Personen die zich in de positie van een token bevinden, zullen zich geïsoleerd voelen en aan zichzelf twijfelen. Tokens ervaren extra prestatiedruk door hun hoge zichtbaarheid in de groep. Toch zullen tokens soms slechter presteren doordat ze in groep sneller beoordeeld worden omdat ze anders zijn in plaats van op hun prestaties (Maass, & Clark, 1984; Nemeth, & Wachtler, 1983; Kanter, 1977 geciteerd in Torchia, Calabrò, & Huse, 2011). Deze reacties bij tokens komen vooral voor wanneer de token een vrouw of een minderheid in een grote groep is (Torchia, Calabrò, & Huse, 2011).

Kanter (1977) argumenteert dat de minderheidsgroep aan vertrouwen wint, wanneer de grootte van een minderheidsgroep stijgt. Bovendien zal de meerderheid van de groep genieten van de meerwaarden die vrouwen aan de organisatie toevoegen. Bijgevolg hangt de invloed van de minderheid op een groep af van de sterkte, directheid en het aantal groepsleden (Kanter, 1977 geciteerd in Torchia, Calabrò, & Huse, 2011).

Kanter onderzocht de status en ervaring van vrouwen in grote Amerikaanse ondernemingen in de jaren '70. In groepen met een grote proportie van één ras, geslacht of leden van een meerderheid zullen zij de groep en hun cultuur domineren. Dit worden de dominanten genoemd (Kanter, 1977

geciteerd in Broome, Conley, & Krawiec, 2010). Leden van de minderheid zijn dus eerder symbolische vertegenwoordigers die de stereotypes van hun groep belichamen. Hierdoor zullen de dominanten de verschillen tussen de groepen benadrukken en zullen tokens zich aan de dominanten proberen aan te passen (Torchia, Calabrò, & Huse, 2011).

De kritische massa is een aanzienlijke minderheid die moet worden ingenomen door bijvoorbeeld een ras, een geslacht of leden van een minderheid om hun mening in de besluitvorming te kunnen doordrukken (Kanter, 1977, geciteerd in Broome, Conley, & Krawiec, 2010). Deze kritische massa heeft de laatste veertig jaar steeds aan belang gewonnen. Bovendien won de kritische massa niet enkel in de context van de Raad van Bestuur aan belang, maar eveneens in andere situaties. Zo steeg het aantal vrouwelijke politici aanzienlijk en zijn er steeds meer vrouwelijke studenten (Broome, Conley, & Krawiec, 2010)(Torchia, Calabrò, & Huse, 2011).

Er werd al aanzienlijk onderzoek gedaan naar de omvang van de kritische massa. Asch (1951) benoemt als eerste de kritische massa als een drempel die een groep dient te overschrijden om een verschil in het groepsresultaat te weerspiegelen. Hij suggereert dat wanneer een individu met de unanieme mening van drie personen wordt geconfronteerd, hij dan druk voelt om te conformeren met deze personen (Asch, 1951 geciteerd in Torchia, Calabrò, & Huse, 2011).

Vroegere studies meten genderdiversiteit aan de hand van de ratio vrouwelijke bestuurders of via hun aanwezigheid in Raden van Bestuur (e.g. Campbell, & Mínguez-Vera, 2008; Hillman, & Cannella, 2007; Huse et al., 2009; Terjesen, & Singh, 2008). Volgens Dahlerup (2006) is dertig procent het punt waarbij een grote minderheid toch een verschil kan maken, ook al is het nog steeds een minderheid (Dahlerup, 2006). Recentere artikels focussen op het aantal personen in de minderheidsgroep of hier het aantal vrouwelijke bestuurders (e.g. Torchia, Calabrò, & Huse, 2011; Broome, Conley, & Krawiec, 2010). Kanter gebruikte meestal relatieve nummers om de kritische massa uit te drukken. Indien een minderheidsgroep minstens vijftien procent van de hele groep omvat, dan zullen zij een verschil kunnen maken. Toch sprak Kanter zich ook uit over absolute nummers en is van mening dat twee personen in een groep niet altijd voldoende zijn om de problemen die tokenisme met zich meebrengen te overwinnen en om ondersteuning van andere groepen te vinden. Twee personen zijn enkel voldoende indien de tokens zich sterk identificeren met hun eigen sociale categorie (Kanter, 1977 geciteerd in Broome, Conley, & Krawiec, 2010).

Wanneer er slechts één vrouw in de Raad van Bestuur zetelt, dan zal haar mening conform zijn aan die van de meerderheidsgroep. Dit komt overeen met de bevindingen van Asch (1951). Een enkele vrouw in de Raad van Bestuur zal een token zijn en wordt geacht haar hele demografische groep te vertegenwoordigen. Daarom zal ze gestereotypeerd worden door de meerderheidsgroep. Indien de minderheidsgroep slechts twee vrouwelijke bestuurders bevat, dan kan men geen effect op het niveau van bedrijfsinnovatie waarnemen. Dit komt overeen met voorgaand bewijs dat twee vrouwelijke bestuurders niet altijd voldoende is om bewijs van tokenisme te elimineren. In deze situatie is het moeilijk om categorisering en stereotypering door de meerderheidsgroep te vermijden (Torchia, Calabrò, & Huse, 2011).

Recente studies bouwen voort op voorgaande argumenten en suggereren dat de kritische massa van vrouwelijke bestuurders bereikt wordt, indien de Raad van Bestuur minstens drie vrouwen telt in plaats van een percentage (Post, Rahman, & Rubow, 2011). Met minstens drie vrouwelijke bestuurders in de Raad van Bestuur stijgt de kans dat de meningen van de vrouwen worden gehoord en dit verandert de dynamiek van de Raad van Bestuur substantieel (Kramer, Konrad, & Erkut, 2006). Zo zullen drie of meer vrouwen meer geneigd zijn hun mening te delen, zelfs wanneer deze niet overeenstemt met die van de rest van de Raad van Bestuur. Raden van Bestuur zullen heterogener zijn met minstens drie vrouwelijke bestuurders en er zal een betere interactie tussen minderheids- en meerderheidsgroepen heersen. Dit zal de volledige Raad van Bestuur toelaten om beslissingen van hogere kwaliteit te nemen (Torchia, Calabrò, & Huse, 2011).

Kramer, Konrad en Erkut (2006) onderzoeken de kritische massa theorie via interviews met vijftig vrouwelijke bestuurders. Ze focussen voornamelijk op de vraag of drie of meer vrouwen in een Raad van Bestuur een kritische massa kan creëren waarbij vrouwen niet langer als buitenstaanders worden gezien en in staat zijn de beslissingen en het proces van de Raad van Bestuur meer kunnen beïnvloeden? Is het mogelijk dat drie vrouwen in een omgeving gedomineerd door mannen de agenda en uitkomsten kunnen beïnvloeden op waarneembare wijze? Volgens hen zal niet elke vrouw het vrouwelijk standpunt vertegenwoordigen, omdat vrouwen verschillende visies hebben en het vaak niet eens zijn met elkaar. Deze visie van Kramer, Konrad en Erkut spreekt de theorie van Kanter tegen en behandelt vrouwen als individuen met verschillende persoonlijkheden en interesses (Kramer, Konrad, & Erkut, 2006)(Broome, Conley, & Krawiec, 2010).

Broome, Conley en Krawiec (2010) ondervroegen veertig vrouwen die in publieke Raden van Bestuur zetelen, waarvan zes vrouwen eveneens de CEO van het bedrijf zijn. Ten eerste besluiten ze dat de ondervraagden zich goed voelen in hun rol als pionier. Zij zijn immers de eerste én vaak enige vrouw of minderheid die voor een bepaalde tijd in de Raad van Bestuur zetelen. Elke vrouw of minderheid vindt dat ze uitermate gekwalificeerd zijn voor hun posities. Ze worden serieus genomen en kunnen meteen bijdragen aan het bedrijfsproces. Zelfs wanneer de minderheid uit slechts één persoon bestaat, voelen deze personen dat ze effectieve bestuurders zijn. Toch voelen sommigen druk om beter te presteren, omdat ze pioniers zijn die aldus zichtbaarder zijn en nauwkeuriger worden onderzocht. Ten tweede vinden ze slechts beperkt bewijs dat een kritische massa bestaande uit vrouwen het gedrag van de Raad van Bestuur op waarneembare wijze beïnvloed. Bovendien verzetten sommige ondervraagden zich tegen de visie dat een kritische massa noodzakelijk is om gender gerelateerde problemen te bespreken, aangezien zij als individuen handelen. Desalniettemin zijn er bestuurders die toch een effect op de dynamiek van de interactie van de Raad van Bestuur rapporteren. Eveneens voelen ze zich in een kritische massa comfortabeler om hun mening uit te drukken (Broome, Conley, & Krawiec, 2010).

Dit onderzoek deelt dus een perspectief dat verschillende uitkomsten steunt. Een stijgende vertegenwoordiging van minderheidsgroepen kan de kansen op samenwerking en steun doen stijgen, toch zijn andere scenario's mogelijk. Zo kan de meerderheidsgroep tegenwerken bij een stijgende minderheid en zullen er meer diverse meningen zijn binnen de minderheidsgroep. Dit laat de kans op een enkel standpunt van de minderheidsgroep of vrouwen dalen (Broome, Conley, & Krawiec, 2010).

Het geslacht van de voorzitter van de Raad van Bestuur en dat van de CEO is negatief gecorreleerd met het niveau van bedrijfsinnovatie dat wordt ondernomen (Torchia, Calabrò, & Huse, 2011). Dit komt overeen met voorgaande bevindingen die zeggen dat het geslacht van de leider de bijdragen van vrouwelijke bestuurders in het besluitproces beïnvloeden (Nielsen, & Huse, 2010). Dit bewijs suggereert dat het geslacht van de leider een belangrijke factor kan zijn in het bepalen van het invloedniveau van de vrouwelijke bestuurders. Bij vrouwelijke leiders zullen vrouwelijke bestuurders zich dan ook comfortabeler voelen bij het uiten van hun meningen. In deze situatie zullen mannelijke bestuurders meer respect en openheid tonen ten opzichte van de meningen en visies die door de vrouwelijke bestuurders worden geuit (Torchia, Calabrò, & Huse, 2011).

Hypothese 1: Wanneer er drie vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen, hebben zij een positief effect op het financieel resultaat van de onderneming.

2.6 Faultlines

Managementteams en Raden van Bestuur vervullen de belangrijkste rol in het afbakenen van doelstellingen en strategieën op organisatieniveau. Ze zijn ook verantwoordelijk voor het oplossen van spanningen die mogelijk kunnen ontstaan (Bongjin, Burns, & Prescott, 2009).

In de voorgaande deelvraag raken we kort de potentieel negatieve kant aan van het toevoegen van diversiteit aan de Raad van Bestuur. Het toevoegen van diversiteit aan de Raad van Bestuur heeft zowel positieve als negatieve aspecten op het resultaat van de onderneming (van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011).

Interne vertegenwoordiging in de Raad van Bestuur dient om de belangen van de stakeholders en de manager op één lijn te krijgen en zal de oriëntatie van het bedrijf bewaken. Het zal ook leiden tot betere communicatie met stakeholders (Crucke, Moray, & Vallet, 2015). Interne vertegenwoordiging kan resulteren in subgroepen die hun visie willen vertegenwoordigen. Spanning tussen verschillende subgroepen kan het behalen van een doel bemoeilijken en kan het beslissingsproces vertragen (Huybrechts, 2010). De escalatie van een conflict kan zelfs leiden tot verlamming van de organisatie en permanentere organisatiebreuken. Deze effecten zullen optreden indien de machtsstructuur tussen de subgroepen gebalanceerd is en er geen duidelijke winnaar in het conflict is (Pache, & Santos, 2010).

Het gedrag van subgroepen in de teams zoals de Raad van Bestuur wordt door verschillende onderzoekers bekeken via de samenstelling van *factional groups* en *faultlines*, waarnaar hierna zal worden verwezen met fractionele groepen (e.g. Thatcher, & Patel, 2012; Tuggle, Schnatterly, & Johnson, 2010). Fractionele groepen vertegenwoordigen de idee dat groepsleden een groep vaak vervoegen als vertegenwoordiger van een groep, en dus niet als individu (Li, & Hambrick, 2005). Faultlines binnen een groep kunnen tot stand komen wanneer de verschillende karakteristieken van de teamleden kunnen leiden tot het ontstaan van subgroepen. Het bestaan van subgroepen kan leiden tot conflicten binnen de groep. Een maatstaf van de kracht van een faultline kwantificeert de mate waarin een team is opgesplitst in homogene subgroepen, waarbij het aantal subgroepen groter kan zijn dan twee (Lau, & Murnighan, 1998). Deze definitie wordt door Thatcher en Patel (2011) geherdefinieerd. Zij argumenteren dat potentiële breuken in teams relatief, homogene subgroepen creëren naargelang de verschillende karakteristieken van de teamleden. Deze definitie benadrukt eveneens dat subgroepen niet volledig homogeen moeten zijn (Thatcher, & Patel, 2011). Homogene subgroepen vormen zich niet in teams die ofwel volledig homogeen ofwel volledig divers zijn. Ze kunnen voorkomen bij de aanwezigheid van gemiddelde niveaus van diversiteit in teams (Lau, & Murnighan, 1998).

Zelfcategorisering, sociale identificatie en het aantrekken van gelijken zijn theoretische mechanismen die het ontstaan en de effecten van faultlines verklaren (Thatcher, & Patel, 2012). Zelfcategorisering en sociale identificatie betekent dat individuen zichzelf en anderen in sociale categorieën indelen, om zo hun identiteit te vinden en hun zelfvertrouwen te beschermen. Individuen vertrouwen en bevooroordeelen hun groepsleden meer dan andere groepen op individuen (Crucke, Moray, & Vallet, 2015). Mensen vertrouwen mensen die op hun lijken meer en werken

eerder met hun samen (Li, & Hambrick, 2005; Van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011). Binnen de context van faultlines verklaren deze theorieën dat verschillen tussen teamleden de mogelijkheid vergroten dat teamleden elkaar zullen indelen in een andere sociale categorie, vooral wanneer deze verschillen gerelateerd zijn aan hun identiteit (Meyer, Shemla, & Schermuly, 2011). Wanneer de sociale categorieën zijn ingedeeld, houden individuen hun zelfvertrouwen staande door positieve meningen over hun eigen groep (*in-group*) te hebben en negatieve meningen over de andere groeps categorieën (*out-groups*). Het indelen van andere teamleden in de *out-group* zal leiden tot bias tussen de leden van de *in-group* en de *out-group*. Dit zal dan leiden tot minder vertrouwen en meer conflicten tussen de leden van de groepen, vooral wanneer de aanwezigheid van de andere groep gezien wordt als een dreiging (Van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011).

Diversiteit in de Raad van Bestuur kan op de bedrijfsprestatie positieve en negatieve effecten uitoefenen (Van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011). Diversiteit in teams kan een bron van kennis, informatie en expertise zijn, wat tot betere resultaten leidt. Toch kan diversiteit eveneens leiden tot conflicten en het ontstaan van subgroepen. Subgroepen kunnen groepsprocessen onderbreken en bijgevolg de prestatie van groepen verslechteren (Tuggle, Schnatterly, & Johnson, 2010).

De concepten fractionele groepen en faultlines vinden hun origine in onderzoeken naar de diversiteit en heterogeniteit in teams. Kenmerken van de teamleden zullen voorspellen hoe zij problemen trachten op te lossen. Toch is de heterogeniteit of homogeniteit van deze kenmerken tussen teamleden belangrijk om groepsgedrag te begrijpen (Tuggle, Schnatterly, & Johnson, 2010). Diversiteit kan zowel positieve als negatieve effecten hebben op de groepsprestatie.

De faultline-theorie neemt aan dat personen deel uitmaken van een team als individuen, maar de fractionele groepen theorie verklaart dat dit niet altijd het geval is. Volgens Li en Hambrick (2005) kunnen teamleden ook vertegenwoordigers van een groep zijn. Wanneer er vooraf al faultlines in de teams aanwezig zijn, dan versterken deze indien twee of meer fractionele groepen ook verschillen in andere karakteristieken. Dit noemt men fractionele faultline groepen, en dan zullen teamleden als vertegenwoordigers optreden en niet als individuen. Dit komt bijvoorbeeld voor indien er bij een fusie een integratieteam is dat van beide partijen vertegenwoordigers bezit (Li, & Hambrick, 2005). Wanneer de vertegenwoordigers van de ene stakeholdergroep ouder zijn met een sociale opleiding en carrière pad en de vertegenwoordigers van de andere stakeholdergroep jonger zijn met een economische opleiding en carrière, dan zijn er additionele fractionele faultlines (Crucke, Moray, & Vallet, 2015).

Faultlines kunnen voortkomen uit veel karakteristieken, maar de meerderheid van het onderzoek focust op faultlines in teams door demografische karaktertrekken zoals leeftijd, gender en afkomst (Thatcher, & Patel, 2012). Dit stemt overeen met voorgaand onderzoek dat zegt dat in nieuwe groepen de initiële indrukken gebaseerd zijn op fysieke karakteristieken. Dit gedrag kan leiden tot stereotypering en categorisering (Lau, & Murnighan, 1998). Bovendien bestudeert men ook additionele informatiele of taakgerelateerde karakteristieken. Informatiele karakteristieken zijn rechtstreeks gerelateerd met de job, zoals de functionele achtergrond, studie en ambtsperiode

(Bezrukova, Jehn, Zanutto, & Thatcher, 2009). Persoonlijke kenmerken en waarden zijn mogelijke bronnen van faultlines. Toch zijn faultlines op basis van een persoonlijkheid het minst bestudeerd (Thatcher, & Patel, 2012). Persoonlijke kenmerken zoals het geweten en emotionele stabiliteit bestudeert men wel in faultline-onderzoek (Crucke, Moray, & Vallet, 2015).

Eerdere meta-analyses onderzoeken het effect van enkelvoudige eigenschappen van diversiteit, maar konden geen consistent effect van diversiteit binnen teams onderscheiden op het resultaat (voor een overzicht, zie Meyer, Glenz, Antino, Rico, & González-Roma). Recente meta-analytische studies ontdekken een negatief effect van de kracht van faultlines op prestaties op teamniveau, conflicten, tevredenheid en groepscohesie. Deze negatieve relatie wordt afgezwakt door de opsplitsing in subgroepen, dit is de mate waarin groepsleden daadwerkelijk faultlines ervaren. Vervolgens activeren deze ervaren breuken de faultlines en zullen ze een sterkere impact met zich meebrengen (Thatcher, & Patel, 2012). Het bestaan van faultlines binnen teams beïnvloedt dus niet automatisch de processen binnen teams. Jehn en Bezrukova (2010) argumenteren dat de activering van de faultlines moet worden onderzocht. Ze maken een duidelijk onderscheid tussen slapende faultlines en geactiveerde faultlines. Bij de laatste zal men zich in een situatie bevinden waarin teamleden werkelijk subgroepen waarnemen. Slapende faultlines zijn potentiële faultlines in teams gebaseerd op de opstelling van karakteristieken in teams (Bezrukova, & Jehn, 2010). Het belang van geactiveerde faultlines om een invloed te hebben op teamprocessen, wordt ook benadrukt door andere auteurs (e.g. Li, & Hambrick, 2005; Van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011). Gebeurtenissen die faultlines activeren worden faultline *triggers* genoemd (Chrobot-Mason, Ruderman, Weber, & Ernst, 2009).

Sterke faultlines in teams beïnvloeden op negatieve wijze de groepsprestatie, de groepscohesie, de perceptie van prestatie en het gedrag dat de prestatie beïnvloedt (Bezrukova, Jehn, Zanutto, & Thatcher, 2009)(Jehn, & Bezrukova, 2010)(Thatcher, & Patel, 2012).

Er zijn factoren die het effect van sterke faultlines afzwakken, namelijk identificatie met het team (Bezrukova, Jehn, Zanutto, & Thatcher, 2009)(Jehn, & Bezrukova, 2010) en het bestaan van duidelijke, gedeelde doelen binnen het team (Van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011)(Pache, & Santos, 2010).

Gedeelde organisatiedoelstellingen zwakken de negatieve effecten van de vorming van subgroepen af (Van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011). Daarom is het essentieel dat de evaluatie van de Raad van Bestuur niet enkel rekening houdt met het functioneren en de communicatie van de Raad, maar ook met de strategie en de doelstellingen van de organisatie (Kiel, & Nicholson, 2005).

Het informele karakter van de Raad van Bestuur heeft ook een relatie met de faultlines van de Raad van Bestuur. De negatieve effecten van faultlines verminderen indien er vergaderingen gehouden worden buiten de site van de onderneming en indien er een open agenda is. De redenering hierachter is dat een informelere onderneming communicatie en het delen van informatie tussen bestuurders aanmoedigt. Een open agenda bevat geen gedetailleerde omschrijving van de agendapunten, daarom bestaat er de mogelijkheid om te discussiëren en

ideeën te delen binnen de Raad van Bestuur. Zo zal het gemakkelijker zijn om een gedeelde visie te ontwikkelen over de doelen van de organisatie (Tuggle, Schnatterly, & Johnson, 2010).

Recent is er meer onderzoek gedaan naar oplossingen om teams beter samen te laten werken. Dit vertaalt zich concreet naar de ontwikkeling van gesofisticeerdere diversiteitsmodellen, die de positieve en negatieve effecten van diversiteit beter kunnen voorspellen (Tuggle, Schnatterly, & Johnson, 2010)(Van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011). Wanneer alle vrouwen in een team van een economische opleiding genieten en alle mannen een sociale opleiding bezitten, dan zal het gender overeenkomen met de opleiding. Faultlines worden sterker, wanneer meer eigenschappen op dezelfde manier in een team worden geschikt (Lau, & Murnighan, 1998).

Hypothese 2: Faultlines in de Raad van Bestuur hebben een negatief effect op het financieel resultaat van de onderneming.

Hypothese 3: Er zijn meer geactiveerde faultlines in de Raad van Bestuur aanwezig sinds de invoering van de genderdiversiteitwet in 2011.

Hoofdstuk 3: Empirisch onderzoek

In dit onderzoek wordt gebruik gemaakt van gegevens van een zeventigtal beursgenoteerde ondernemingen. Er zijn een honderdtal Belgische beursgenoteerde ondernemingen, maar voor dit onderzoek wordt ervoor gekozen om ondernemingen met sterk afwijkende financiële cijfers uit onze dataset te halen. Financiële-, verzekeringsondernemingen en banken zijn voorbeelden van ondernemingen met sterk afwijkende financiële cijfers en worden dus uit de dataset gehaald.

Bij dit onderzoek wordt rekening gehouden met bedrijfskenmerken zoals de sector van de onderneming, de winst of het verlies, het aantal werknemers, de ROE en de ROA. Daarnaast worden eveneens individuele kenmerken van de bestuurders onderzocht zoals het geslacht van de bestuurders en alsook de leeftijd, de opleiding, een eventuele MBA, de huidige job, in welk comité de bestuurders zetelen, of ze de voorzitter van de Raad van Bestuur zijn en het aantal jaren dat ze in de Raad van Bestuur zetelen. Dit onderzoek maakt gebruik van longitudinale paneldata tussen 2006 en 2015. Er wordt eveneens rekening gehouden met de nieuwkomers op de beurs om zo een *survivorship* bias uit te sluiten. Deze bias wordt uitgesloten, aangezien we gebruik maken van een *unbalanced* panel. De database vloeit voort uit de gegevens van de Bel-first database, jaarverslagen en jaarrekeningen van de ondernemingen en online beschikbare interviews.

3.1 Variabelen

Eerdere onderzoeken vonden al dat faultlines groepsprocessen beïnvloeden, de effectieve uitkomsten en de prestaties van de onderneming (Barkema, & Shvyrkov, 2007; Bezrukova et al, 2009; Lau, & Murnighan, 2005; Li, & Hambrick, 2005). We kiezen de Return on Equity, Return on Assets en Tobin's Q als afhankelijke variabelen voor dit onderzoek om de resultaten van de onderneming te onderzoeken. Zo gebruiken we zowel boekhoudkundige maatstaven (ROE en ROA), als beurs gerelateerde maatstaven (Tobin's Q). Deze boekhoudkundige maatstaven worden vaak in de literatuur gebruikt om de prestaties van ondernemingen te meten. De samenstelling van de maatstaven is als volgt:

$$ROE = \frac{\text{netto winst}}{\text{waarde van de aandelen}}$$

$$ROA = \frac{\text{netto winst}}{\text{totale activa}}$$

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{totale marktwaarde van de onderneming}}{\text{vervangingswaarde van de activa}}$$

De Return on Equity (ROE) is een indicator van de prestatie van een bedrijf omdat het een indicatie is in welke mate het bedrijf erin slaagt investeringen van de aandeelhouders om te zetten in winst. We veronderstellen dat de waarde van de aandelen hier uit het eigen vermogen van de onderneming bestaat. Indien de onderneming een ROE heeft van 10 procent, dan zal ze voor elke geïnvesteerde euro €0,1 winst realiseren. De ROE van Colruyt in 2006 bedraagt 61 procent en wordt in de steekproef genoteerd als 0,61. Dit betekent dat Colruyt in 2006 voor elke geïnvesteerde euro €0,61 winst realiseert. De Return on Assets (ROA) is een indicator voor de efficiëntie waarmee een bedrijf haar operationele activa kan inzetten om inkomsten te genereren.

Over het algemeen geldt dat hoe hoger deze ratio, hoe beter het bedrijf presteert, aangezien een hogere ratio impliceert dat het bedrijf meer opbrengsten genereert per euro activa. De Tobin 's Q wordt berekend door de marktwaarde van het eigen vermogen en de schulden te delen door de vervangingswaarde van de activa. De marktwaarde vinden we in de Bel-first database, maar kunnen we ook berekenen via de vermenigvuldiging van het aantal aandelen met de aandelenkoers. De beurs gerelateerde maatstaf, Tobin 's Q, is laag wanneer ze tussen 0 en 1 ligt. In dit geval zijn de kosten om de activa van de onderneming te vervangen groter dan de waarde van hun aandelen. De aandelen van de onderneming zijn bijgevolg ondergewaardeerd. Een hoge Tobin 's Q impliceert dat de aandelen van een onderneming duurder zijn dan de vervangingskosten van de activa, vervolgens zijn de aandelen dus overgewaardeerd (Chen, & Steiner, 2000). De Tobin 's Q voor Colruyt in 2006 bedraagt 3,46. Aandeelhouders zijn bereid om 346% meer voor de aandelen te betalen dan de vervangingskosten van de activa van Colruyt.

Tabel 1: Variabelen gebruikt in analyse

Individuele kenmerken	Soort variabele	Bron
Demografisch:		
Leeftijd	Mediërend, continu	(Golden, & Zajac, 2001; Post, Rahman, & Rubow, 2011)
MBA	Binair, discreet	(Singh, 2007)
Minstens één vrouw, minstens twee vrouwen, minstens drie vrouwen in RvB	Binair, discreet	(Adams, & Ferreira, 2009; Westphal, & Stern, 2007; Torchia, Calabrò, & Huse, 2011; Broome, Conley, & Krawiec, 2010; Post, Rahman, & Rubow, 2011; Kramer, Konrad, & Erkut, 2006)
Proportie vrouwen in RvB	Mediërend, continu	(Campbell, & Mínguez-Vera, 2008; Hillman, & Cannella, 2007; Huse et al., 2009; Terjesen, & Singh, 2008; Dahlerup, 2006)
Proportie vrouwen in RvB ²	Mediërend, continu	(Minichilli, Corbetta, & MacMillan, 2010)
Menselijk kapitaal:		
Aantal jaar in de RvB	Continu	(Hillman, Shropshire, Certon, Dalton, & Daily, 2011)

ROE	Afhankelijk
ROA	Afhankelijk
Tobin's Q	Afhankelijk
Aantal werknemers	Controle
Sector	Binair
Jaar	Binair
Comité	Nominaal, discreet

De centrale drijfveer van faultlines is de onderliggende samenstelling van individuele karaktertrekken. Net zoals de initiële studies omtrent diversiteit, onderzoeken eveneens de eerste faultline studies demografische kenmerken als de drijfveer van faultlines. We onderzoeken enkele demografische faultlines waaronder leeftijd, opleiding en geslacht (Lau, & Murnighan, 1998). Daarnaast onderzoeken we of een kritische massa van ten minste drie vrouwen in de Raad van Bestuur invloed heeft op het resultaat (Adams, & Ferreira, 2009; Westphal, & Stern, 2007; Torchia, Calabrò, & Huse, 2011; Broome, Conley, & Krawiec, 2010; Post, Rahman, & Rubow, 2011; Kramer, Konrad, & Erkut, 2006). Op basis van het onderzoek van Minichilli, Corbetta, & MacMillan (2010) vermoeden we dat de proportie vrouwen in de Raad van Bestuur gelinkt aan de prestaties van de onderneming een U-vormige relatie volgt.

Bovendien onderzoeken we het individuele kenmerk ervaring van de bestuurders, dit is het aantal jaren dat een bestuurder al in de Raad van Bestuur in kwestie zetelt. De laatste jaren is het onderzoek in de bestuurskamer zich gaan focussen op subgroepen, comités of individuele bestuurders. De meerderheid van het onderzoek bekijkt de aggregierte bijdragen aan deze verschillende niveaus van analyses om variabelen op het niveau van de Raad van Bestuur te creëren. Dit is een gebruikelijke aanpak, maar onderzoekers argumenteren dat deze aggregatie belangrijke informatie kan missen. Zo heeft de expertise van interne bestuurders een ander effect op het strategisch resultaat dan de externe bestuurders. Geaggregeerde maatstaven nemen de effecten van individuen of subgroepen in de Raad van Bestuur niet op. Finkelstein et al (2009) vinden dat diverse bestuurders minder betrokken zijn in de vergaderingen van de Raad van Bestuur.

Vervolgens voegen we dummy-variabelen voor de verschillende sectoren en voor de jaren binnen ons onderzoek toe. Dit onderzoek bevat negentien sectoren en gaat van 2006 tot en met 2015. Daarnaast voegen we eveneens een controlevariabele toe aan de dataset, namelijk het aantal werknemers binnen de beursgenoteerde onderneming.

Voordat we aan de analyse beginnen, worden alle individuele kenmerken van de bestuurders omgevormd naar bedrijfsniveau kenmerken. Alle kenmerken worden gepoold, zodat we bijvoorbeeld enkel nog het percentage vrouwen dat zetelde in de Raad van Bestuur van Colruyt in 2006 overhouden. Na deze stap kan de analyse worden uitgevoerd.

3.2 Resultaten

Per jaar wordt een cross sectionele analyse uitgevoerd, waarbij data wordt gebruikt voor 3011 gevallen voor een periode van 10 jaar. De panelvariabele is in dit geval de onderneming en de tijdsvariabele zijn hier het aantal jaren dat geobserveerd wordt. Het gaat om een unbalanced panel, aangezien enkele observaties ontbreken in de database.

De gemiddelde leeftijd van een bestuurder bedraagt 54 jaar en ze zetelen gemiddeld reeds 7 jaar in de Raad van Bestuur. Mannelijke bestuurders zetelen gemiddeld 7,5 jaar in de Raad van Bestuur, terwijl vrouwelijke bestuurders gemiddeld 5 jaar in het bestuursorgaan zetelen.

Onderstaande tabel 2 geeft het percentage vrouwen in de Raad van Bestuur weer per geobserveerd jaar.

Tabel 2: Percentage vrouwen in de Raad van Bestuur van beursgenoteerde bedrijven

Jaar	% Vrouwen in Raad van Bestuur
2006	8,45%
2007	10,43%
2008	9,37%
2009	10,00%
2010	11,67%
2011	12,88%
2012	12,84%
2013	14,25%
2014	19,73%
2015	21,57%

We kunnen uit tabel 2 afleiden dat het percentage vrouwen die zetelen in de Raad van Bestuur van 2006 tot 2015 gestegen is van respectievelijk 8,45% naar 21,57%. Vooral in de jaren 2013 tot 2015 zien we een opmerkelijke stijging van het percentage vrouwen zetelend in de Raad van Bestuur. Hierbij kunnen we concluderen dat de wet van 2011 aangaande genderdiversiteit in de Raad van Bestuur een impact heeft gehad op het aanstellen van vrouwelijke bestuurders. Toch kunnen we uit onze dataset vaststellen dat er nog steeds ondernemingen zijn die een volledig mannelijk bestuursorgaan hebben, zoals bijvoorbeeld het meststoffenbedrijf Rosier en het farmaceutisch bedrijf TiGenix.

De variabele "MBA" neemt de waarde 1 aan indien de bestuurder een MBA bezit en 0 bij een bestuurder zonder MBA. Hierbij kunnen we concluderen dat 43,15% van de mannelijke bestuurders een MBA bezit en 35,11% van de vrouwelijke bestuurders bezit een MBA.

Tabel 3: samenvatting onafhankelijke variabele "Leeftijd"

Jaar	Leeftijd	Leeftijd vrouw			Leeftijd man		
	Gemiddeld	Minimum	Gemiddeld	Maximum	Minimum	Gemiddeld	Maximum
2006	50	30	53	65	25	50	68
2007	51	31	55	69	26	51	69
2008	52	32	55	66	27	52	70
2009	53	26	52	67	28	53	71
2010	54	27	53	68	29	54	72
2011	54	28	52	69	25	54	73
2012	54	29	52	69	26	55	74
2013	55	30	53	71	27	56	78
2014	55	31	53	71	28	56	79
2015	56	32	54	80	29	56	78

De gemiddelde leeftijd van de mannelijke bestuurders varieert van 2006 tot 2015 van respectievelijk 50 naar 56. De gemiddelde leeftijd van de vrouwelijke bestuurders varieert van respectievelijk 53 tot 55. Uit tabel 3 kunnen we afleiden dat de gemiddelde leeftijd van de vrouwelijke bestuurders ongeveer stabiel blijft. Een verklaring hiervoor kan zijn dat er sinds de invoering van de wet van 2011 inzake genderdiversiteit jongere vrouwelijke bestuurders aan het bestuursorgaan zijn toegevoegd.

De Raad van Bestuur bestaat uit verschillende comités: het directiecomité, auditcomité, remuneratiecomité en benoemingscomité. Deze comités moeten telkens minstens drie leden tellen. Het uitvoerend comité in de Raad van Bestuur is niet wettelijk verplicht (artikel 524bis tot en met artikel 526quater, Wetboek Vennootschappen). Daarom hebben we besloten om het uitvoerend comité niet in onze analyse op te nemen.

Tabel 4: Samenstelling comités Raad van Bestuur (2972 observaties)

Comité	Percentage
Auditcomité	14%
Benoemings- en remuneratiecomité	16%
Remuneratiecomité	1,5%
Audit en remuneratiecomité	2%
Remuneratie-, benoemings- en auditcomité	9%
Benoemingscomité	1,5%
Geen	56%

Tabel 5: Beschrijvende statistiek (incl. sector- en tijdsdummies)

Variabele	Observaties	Gemiddelde	Standaarddeviatie	Min	Max
Minstens één vrouw in RvB	531	.5104	.5004	0	1
Minstens twee vrouwen in RvB	531	.2316	.4222	0	1
Minstens drie vrouwen in RvB	531	.1130	.3169	0	1
ROE	451	.1060	.3479	-2.3781	1.520
ROA	451	.0413	.1387	-.6868	.6400
Tobin 's Q	432	2.6033	3.7126	.1000	26.32
Werknemers	443	1569.641	3631.167	0	25306
Leeftijd RvB	523	53.8531	5.8322	33	78
Percentage vrouwen in RvB	531	.1468	.1881	0	1
Aantal MBA 's in RvB	531	5.2448	3.5666	0	24
Aantal jaar in RvB	531	6.6156	3.6349	0	20

Tabel 6: Correlatietabel(incl. sector- en tijdsdummies)

	Min 1V	Min 2V	Min 3V	ROE	ROA	Tobin 's Q	WN 's	Leeftijd RvB	% vrouwen RvB	% vrouwen RvB ²	Aantal MBA 's RvB	Aantal jaar in RvB	ROE_wet	ROA_wet	Tobin 's Q_wet
Min 1 vrouw	1														
Min 2 vrouwen	.51	1													
Min 3 vrouwen	.33	.66	1												
ROE	.12	.05	.01	1											
ROA	.09	-.00	-.03	.83	1										
Tobin 's Q	-.16	-.11	-.12	.13	.07	1									
WN 's	.19	.13	.18	.12	.03	-.12	1								
Leeftijd RvB	.06	-.01	.05	-.03	-.05	-.24	.02	1							
% vrouwen RvB	.67	.62	.60	.07	-.00	-.14	.16	.03	1						
% vrouwen RvB ²	.40	.51	.62	.02	-.03	-.10	.11	.03	.89	1					
Aantal MBA 's RvB	.38	.37	.28	.06	.07	-.12	.12	-.02	.07	-.09	1				
Ervaring RvB	.02	-.03	.00	.15	.17	.12	.09	.07	-.08	-.10	.29	1			
ROE_wet	.15	.11	.05	.71	.54	.10	.11	.06	.08	.03	.12	0.09	1		
ROA_wet	.15	.09	.04	.69	.52	.07	.08	.03	0.5	.02	.11	0.08	0.09	1	
Tobin 's Q_wet	.05	.06	-.02	.16	.13	.48	-.04	-.07	-.01	-.04	.10	.08	.09	0.30	1

We kunnen een hoge, positieve correlatie tussen ROA en ROE waarnemen. Eveneens het percentage vrouwen dat aanwezig is in de Raad van Bestuur is middelmatig, positief gecorreleerd met de variabelen minstens één, twee of drie vrouwen in de Raad van Bestuur.

3.3 Regressie-analyses

3.3.1 Voorbereiding

Voordat we beginnen aan de regressie-analyse, controleren we op *outliers*. Een *outlier* is een extreme waarde die de regressie scheef kan trekken en hierdoor voor een vertekend resultaat kan zorgen. We stellen eerst een *scatterplot* op van de drie afhankelijke variabelen ROE, ROA en Tobin's Q. We plaatsen hierbij de afhankelijke variabele op de y-as en de bedrijven op de x-as. Vervolgens verkrijgen we dus onze puntenwolk en kunnen we visueel *outliers* ontdekken. Deze scatterplots vindt u terug in bijlage A op pagina 60.

Vervolgens gaan we onze data trimmen op één percent. Hierbij worden zes cases uit de sample verwijderd, namelijk de ROE van Roularta Media Group (2014) en Mobistar (2008), de ROA van Eckert & Ziegler Bebig (2007) en Melexis (2013), de Tobin's Q van Agfa-Gevaert (2006) en Mithra Pharmaceutical (2006). Op deze manier worden de outliers, die voor een vertekend beeld van de werkelijkheid zorgen, verwijderd uit de sample.

3.3.2 Kritische massa

De kritische massa is een aanzienlijke minderheid die moet worden ingenomen door bijvoorbeeld een ras, een geslacht of leden van een minderheid om hun mening in de besluitvorming te kunnen doordrukken (Kanter, 1977, geciteerd in Broome, Conley, & Krawiec, 2010). Vrouwelijke bestuurders zullen geen impact hebben op de Raad van Bestuur, totdat ze een aanzienlijke minderheid innemen (Broome, Conley, & Krawiec, 2010)(Kanter, 1977). Recente studies suggereren dat de kritische massa vrouwen bereikt wordt, indien de Raad van Bestuur minstens drie vrouwelijke bestuurders telt (Post, Rahman, & Rubow, 2011). Drie of meer vrouwelijke bestuurders zullen meer geneigd zijn hun mening te delen, zelfs wanneer deze mening niet overeenstemt met die van de rest van de Raad van Bestuur. Er zal een betere interactie heersen tussen minderheids- en meerderheidsgroepen, waardoor het volledige bestuursorgaan beslissingen van hogere kwaliteit kan nemen (Torchia, Calabrò, & Huse, 2011). Bijgevolg verwachten we een positieve relatie te vinden tussen de kritische massa en het financieel resultaat van de onderneming.

Hypothese 1: Vanaf het moment dat er drie vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen, zullen zij een positief effect uitoefenen op het financieel resultaat van de onderneming.

Faultlines binnen een groep kunnen tot stand komen wanneer de verschillende karakteristieken van de teamleden kunnen leiden tot het ontstaan van subgroepen. Het bestaan van subgroepen kan leiden tot conflicten binnen de groep (Lau, & Murnighan, 1998). Subgroepen kunnen groepsprocessen onderbreken en bijgevolg de prestatie van groepen verslechteren (Tuggle, Schnatterly, & Johnson, 2010). Sterke faultlines in teams beïnvloeden op negatieve wijze de groepsprestatie, de groepscohesie, de perceptie van prestatie en het gedrag dat de prestatie beïnvloedt (Bezrukova, Jehn, Zanutto, & Thatcher, 2009)(Jehn, & Bezrukova, 2010)(Thatcher, & Patel, 2012). Daarom heerst de verwachting dat meer faultlines in het bestuursorgaan een negatief effect op het financieel resultaat van de onderneming zal hebben.

Hypothese 2: Meer faultlines in de Raad van Bestuur zullen een negatief effect hebben op het financieel resultaat van de onderneming.

Regressie (1), (4) en (7) zijn simpele OLS vergelijkingen van de afhankelijke variabelen ROE, ROA en Tobin 's Q op de demografische variabelen. Robuuste OLS regressievergelijkingen (2), (5) en (8) voegen hier nog sectordummies aan toe. Robuuste OLS regressievergelijkingen (3), (6) en (9) voegen hierbij eveneens de jaardummies.

Tabel 7: Regressietabel ROE

Regressor	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Minimum één vrouw in RvB	.08529** .036889	.0508422 (.0400833)	.059202 .0398745						
Minstens twee vrouwen in RvB				.0450064 .0472684	-.031628 .0719088	-.049864 .0833313			
Minstens drie vrouwen in RvB							-.013291 .0617206	-.14384*** .0454336	-.128101*** .0446146
Aantal WN 's	8.44e-06* 4.64e-06	-3.48e-06 (5.90e-06)	-2.33e-06 (6.07e-06)	9.53e-06** 4.63e-06	-4.7e-06 6.44e-06	-4.8e-06 .0000102	.000010** 4.67e-06	-8.1e-06 5.92e-06	-6.97e-06 6.05e-06
Gemiddelde leeftijd RvB	-.002633 .002769	-.008077** .0040357	-.0087735* (.0047738)	-.0020654 .0027719	-.007514* .003959	-.004034* .0039043	-.002016 .0027803	-.007493* .003916	-.0085923* .0047269
Gemiddeld aantal MBA 's in RvB	-.0037967 .0062671	-.002758** .0072196	-.0028664 .0105328	-.0004754 .0063223	.0034238 .0082928	.0026663 .0137684	.00236 .0060725	.0058437 .0065916	.0036075 .0106498
Gemiddeld aantal jaar in deze RvB	.01579*** .00474	.0074785 .0063251	.0086818 .0063191	.0150757*** .0047808	.0063964 .0065261	.0051651 .0072188	.014269* .0047528	.0052088 .006397	.0061573 .00642
Intercept	.1041982 .1517818	.4322292* .2908208	.4316033 .3618832	.0930002 .1524891	.3700174 .2937933	.1569585 .3278981	.0909802 .1530003	.3730004 .2820428	.4134783 .3607725
Sectoren inclusief	Nee	Ja	Ja	Nee	Ja	Ja	Nee	Ja	Ja
Jaren inclusief	Nee	Nee	Ja	Nee	Nee	Ja	Nee	Nee	Ja
F statistics	4.52	4.10	3.54	3.60	4.31	3.80	3.42	3.54	4.06
R ²	0.0501	0.1740	0.1939	0.0403	0.1715	0.1843	0.0384	0.178	0.1957
N	435	435	434	435	435	434	435	435	434

De afhankelijke variabele is ROE. Het tweede getal in de cel is de standaardafwijking.

(* = significant op 10%, ** = significant op 5%, *** = significant op 1%)

Uit de resultaten van regressievergelijkingen (8) en (9) in tabel 7 op de vorige pagina kunnen we afleiden dat wanneer er minstens drie vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen dat zij een negatieve invloed uitoefenen op de Return on Equity op een significantieniveau van 1%. De gemiddelde leeftijd van de Raad van Bestuur is een regressor die een significant, negatieve invloed uitoefent op de ROE. Indien de gemiddelde leeftijd van de bestuurders bijvoorbeeld stijgt met 1, dan zal de ROE van de onderneming dalen met 0,008 volgens vergelijking (9). In regressievergelijking zien we dat het gemiddeld aantal MBA 's in de Raad van Bestuur een negatief effect zal uitoefenen op de ROE op een significantieniveau van 5%. In regressievergelijking (1), (4) en (7) heeft het aantal jaar dat de bestuurders in de Raad van Bestuur zetelen een positieve invloed op de ROE.

Uit regressievergelijking (8) en (9) uit tabel 8 op de volgende pagina kunnen we afleiden dat wanneer er minstens drie vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen dat zij een negatieve invloed uitoefenen op de Return on Assets op een significantieniveau van 1%. In regressievergelijking (5) en (6) zien we dat indien minstens twee vrouwelijke bestuurders in het bestuursorgaan zetelen, dat zij dan een negatieve invloed zullen uitoefenen op een significantie niveau van 10%. De gemiddelde leeftijd van de Raad van Bestuur is een regressor die een negatieve significante invloed uitoefent op de ROA op het significantieniveau van 1% en 5%. Indien de gemiddelde leeftijd van de bestuurders stijgt met 1, dan zal de ROA van de onderneming bijvoorbeeld dalen met 0,004 volgens vergelijking (9). In elke regressievergelijking heeft de ervaring van de bestuurders, dit is het aantal jaren dat een bestuurder al in dat bestuursorgaan zetelt, een positieve invloed op de ROA op een significantieniveau van 1% en 5%.

Tabel 8: Regressietabel ROA

Regressor	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Minimum één vrouw in RvB	.0246981* .014568	.0075432 .0155159	.0104376 .0165031						
Minstens twee vrouwen in RvB				-.0004621 .0186333	-.0378281* .0198045	-.0349802* .0203401			
Minstens drie vrouwen in RvB							-.0150075 .0242952	-.07246*** .0181175	-.06776*** .0183418
Aantal WN 's	2.88e-07 1.83e-06	6.02e-07 2.03e-06	1.16e-06 2.13e-06	7.34e-07 1.83e-06	-5.00e-07 2.10e-06	-1.14e-07 2.22e-06	9.03e-07 1.84e-06	-1.6e-06 1.91e-06	-9.9e-07 1.99e-06
Gemiddelde leeftijd RvB	-.0016742 .0010935	-.003993*** .0015157	-.0043038** .0017225	-.0015066 .0010927	-.003833*** .0014839	-.004335** .0016999	-.0014638 .0010944	-.00387*** .0014987	-.00423** .0017121
Gemiddeld aantal MBA 's in RvB	-.000522 .0024749	.0007843 .0023917	.0002738 .0032794	.0011709 .0024923	.0038531 .0027592	.0023566 .0035598	.001594 .0023903	.0036504 .0024967	.0028848 .0035367
Gemiddeld aantal jaar in deze RvB	.007655*** .0018716	.006263*** .0024543	.007103*** .0024749	.0072365*** .0018846	.0056663** .0025034	.0063498** .0025228	.007126*** .0018709	.005356** .0024264	.006156** .0024252
Intercept	.0689071 .0599402	.1792049* .1124808	.1884507 .1338333	.0657347 .0601114	.1529153 .1119246	.1829257 .1326191	.0631866 .0602258	.1656905 .1123235	.1796427 .1335072
Sectoren inclusief	Nee	Ja	Ja	Nee	Ja	Ja	Nee	Ja	Ja
Jaren inclusief	Nee	Nee	Ja	Nee	Nee	Ja	Nee	Nee	Ja
F statistics	4.53	4.01	3.59	3.93	4.23	3.73	4.01	4.18	3.75
R ²	0.0391	0.2178	0.2292	0.0438	0.2239	0.2338	0.0447	0.2290	0.2387
N	435	435	434	435	435	434	435	435	434

De afhankelijke variabele is ROA. Het tweede getal in de cel is de standaardafwijking.

(* = significant op 10%, ** = significant op 5%, *** = significant op 1%)

Tabel 9: Regressietabel Tobin 's Q

Regressor	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Minimum één vrouw in RvB	-.5475436 .3838838	-.6497433 .332229	-.3800924 0.3440734						
Minstens twee vrouwen in RvB				-.3460648 .4889469	-.7608402* .4424207	-.5612856 .463748			
Minstens drie vrouwen in RvB							-.6243247 .6414907	-2.80555*** .4944587	-2.77707*** .5068826
Aantal WN 's	-.000106** .0000486	-.000424*** .0000934	-.000395*** .0000979	-.000113** .0000483	-.000447*** .0000905	-.000412*** .0000962	-.000109** .0000486	-.000523*** .00006751	-.000491*** .0000721
Gemiddelde leeftijd RvB	-.159766*** .0296265	-.156217*** .0396796	-.1233947** .0468436	-.163374*** .0295644	-.161407*** .0398569	-.125293*** .0473587	-.161533*** .0296188	-.16251*** .039858	-.123824*** .0473341
Gemiddeld aantal MBA 's in RvB	-.181388*** .0659008	-.0463546 .0720043	.0769785 .0921806	-.199298*** .0661985	-.0509391 .0764023	.0857636 .0965533	-.199973*** .0635311	-.0222019 .0679827	.1358774 .0943897
Gemiddeld aantal jaar in deze RvB	.197344*** .0494741	.1067813* .0596055	.1330972** .0582755	.2004003*** .0498351	.1041943* .0609687	.130227** .0600122	.201097*** .049424	.0859671 .0592433	.1107813* .0575887
Intercept	11.1043*** 1.623625	9.26206*** 2.711815	6.863072** 3.299882	11.18015*** 1.625833	9.52489*** 2.72443	6.886638** 3.326174	11.0659*** 1.62899	9.77986*** 2.685457	6.823713** 3.281015
Sectoren inclusief	Nee	Ja	Ja	Nee	Ja	Ja	Nee	Ja	Ja
Jaren inclusief	Nee	Nee	Ja	Nee	Nee	Ja	Nee	Nee	Ja
F statistics	11.84	72.92	13.88	11.49	59.24	14.30	11.60	49.99	16.10
R ²	0.1257	0.3603	0.3736	0.1224	0.3594	0.3741	0.1234	0.3787	0.3945
N	418	418	417	418	418	417	418	418	417

De afhankelijke variabele is hier Tobin 's Q. Het tweede getal in elke cel is de standaardafwijking.

(* = significant op 10%, ** = significant op 5%, *** = significant op 1%)

Uit regressievergelijking (8) en (9) uit tabel 9 op de voorgaande pagina kunnen we afleiden dat wanneer er minstens drie vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen, zij een negatieve invloed uitoefenen op de Tobin 's Q op een significantieniveau van 1%. In regressievergelijking (5) zien we dat wanneer er minstens twee vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen, zij dan een negatieve invloed uitoefenen op de Tobin 's Q op een significantieniveau van 10%. Eveneens het aantal werknemers van de onderneming heeft een negatieve invloed op de Tobin 's Q. De gemiddelde leeftijd van de Raad van Bestuur is een regressor die een negatieve invloed uitoefent op de Tobin 's Q op significantie niveau van 1% voor alle regressievergelijkingen in de tabel. Indien de gemiddelde leeftijd van de bestuurders stijgt met één jaar, dan zal de Tobin 's Q van de onderneming bijvoorbeeld dalen met 0,124 volgens de regressievergelijking (9). Uit regressievergelijking (1), (4) en (7) kunnen we afleiden dat het aantal MBA 's in het bestuursorgaan een negatieve invloed uitoefent op de Tobin 's Q op een significantieniveau van 1%. Het gemiddeld aantal jaar dat een bestuurder in het bestuursorgaan zetelt, heeft een positieve invloed op de Tobin 's Q voor alle regressievergelijkingen behalve (8) op een significantieniveau van 5% en 10%.

Tabel 10 op pagina 44 test via regressievergelijkingen (1) tot en met (3) of er een curvilineaire relatie optreedt tussen de onafhankelijke variabele Proportie vrouwen in de RvB² en de afhankelijke variabelen ROE, ROA en Tobin 's Q. We kunnen vaststellen dat deze curvilineaire relatie daadwerkelijk optreedt op een significantieniveau van respectievelijk 1%, 1% en 5%. We berekenen de optimale hoeveelheid vrouwen in de Raad van Bestuur via de afgeleide van de Proportie vrouwen in de Raad van Bestuur². Het resultaat per regressievergelijking vinden we op de laatste rij van tabel 10. De Raad van Bestuur bevat best gemiddeld 23% vrouwen, indien we het bestuursorgaan optimaal samenstellen.

Regressievergelijkingen (4) tot en met (6) van tabel 10 onderzoeken de effecten van de afhankelijke variabelen ROE, ROA en Tobin 's Q op de onafhankelijke variabelen na de invoering van de genderdiversiteitswet in 2011. Dit wordt onderzocht door een dummy variabele op te stellen die een waarde van 0 aanneemt voor 2011 en die 1 aanneemt na 2011. Deze dummy variabele wordt vervolgens vermenigvuldigd met de afhankelijke variabelen, waarna dezelfde analyses worden uitgeoefend op de dataset. Op deze manier kunnen we het effect vanaf de invoering van de genderdiversiteitswet in 2011 op het financieel resultaat van de onderneming waarnemen. We zien dat de proportie vrouwen in de RvB² een negatieve invloed uitoefent op de ROE en ROA vanaf 2011 op 5% significantie niveau. Het gemiddeld aantal MBA 's in de Raad van Bestuur heeft een positieve invloed op het resultaat van de onderneming vanaf 2011 op significantieniveau van 1%.

Uit regressiemodellen (7) tot en met (9) van tabel 10 zien we de situatie voor de invoering van de genderdiversiteitswet van 2011. Dit onderzoeken we door een dummy variabele op te stellen die een waarde van 0 aanneemt na 2011 en die 1 aanneemt voor 2011. Deze dummy variabele wordt vervolgens vermenigvuldigd met de afhankelijke variabelen, waarna dezelfde analyses worden uitgeoefend op de dataset. We zien dat ook voor 2011 de proportie vrouwen in de RvB² een negatieve invloed uitoefent op de ROE en op de ROA op een significantieniveau van 5% en op de Tobin's Q op een significantieniveau van 1%. We zien in regressievergelijking (7) dat voor 2011 de proportie vrouwen in de RvB een positieve invloed uitoefent op de ROE op een significantieniveau van 5%. De gemiddelde leeftijd heeft een negatief effect op alle drie de afhankelijke variabelen op een significantieniveau van 5%. In regressievergelijking (8) vinden we dat hoe langer de bestuurders in de RvB zetelen, hoe beter de ROA zal zijn op een significantieniveau van 10%. We kunnen dus besluiten dat vrouwen een sterkere negatieve invloed op het resultaat van de onderneming uitoefenden voor de invoering van de genderdiversiteitswet.

3.3.3 Invoering genderdiversiteitswet en faultlines

De Belgische wet van 28 juli 2011 heeft tot doel dat ten minste één derde van de leden van de Raad van Bestuur van het andere geslacht moet zijn dan de overige leden (Belgisch Staatsblad, 2011). Vervolgens denken we dat er meer faultlines in het bestuursorgaan aanwezig gaan zijn na 2011. *Hypothese 3: Er zijn meer faultlines in de Raad van Bestuur aanwezig sinds de invoering van de genderdiversiteitwet in 2011.*

Tabel 10: Regressietabel Proportie vrouwen (*= significant op 10%, **= significant op 5%, ***= significant op 1%)

Afhankelijke variabele	ROE	ROA	Tobin's Q	ROE na 2011	ROA na 2011	Tobin's Q na 2011	ROE voor 2011	ROA voor 2011	Tobin's Q voor 2011
Regressor	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Proportie vrouwen in RvB (%)	.541648** .2211339	.1421638* .0753005	-.4462721 1.748583	.2723868 .1715807	.2723868 .1715807	1.146181 1.30253	.366282** .1727759	.0938259 .060517	1.596322 1.462649
(Proportie vrouwen in RvB) ² (% ²)	-.76984*** .2508399	-.281163*** .094526	-4.52915** 1.922269	-.41423** .1844872	-.4142323** .1844872	-2.549488 1.577562	-.478086** .2089538	-.1638989** .0789925	-5.446421*** 1.652115
Aantal WN 's	-4.34e-06 5.83e-06	-2.78e-07 1.94e-06	-.0004717*** .0000836	-9.44e-08 5.17e-06	-9.44e-08 5.17e-06	-.0000919 .0000869	-3.40e-06 4.40e-06	-4.04e-07 1.62e-06	-.0003068*** .0001016
Gemiddelde leeftijd RvB	-.008748** .0040856	-.004288*** .0015237	-.1682962*** .0392227	.0006729 .0023907	.0006729 .0023907	-.0018376 .0293154	-.0078351** .00369	-.0038402** .0014217	-.067099** .0337924
Gemiddeld aantal MBA 's in RvB	-.0056124 .0069737	-.0006834 .0022746	-.1145509* .0672817	.0111628*** .0040951	.0111628*** .0040951	.2364555*** .0562033	-.0080309 .0067617	-.0015102 .0022864	.0417187 .058671
Gemiddeld aantal jaar in deze RvB	.0053931 .006368	.0052724** .0024552	.0808759 .060581	-.00004 .0052718	-.00004 .0052718	.0413102 .0441591	.0051098 .0043868	.0033252* .0018573	.0696028 .0470265
Intercept	.5330646* .300877	.2250244* .1147507	10.88139*** 2.728065	-.1544206 .197169	-.1544206 .197169	-2.645349 1.75571	.5266671** .264266	.244805 .1071067	5.332271** 2.570402
F statistics	4.16	4.16	38.57	3.02	3.02	4.78	2.81	2.66	8.85
R ²	0.1839	0.2292	0.3799	0.1099	0.1099	0.1527	0.1976	0.192	0.4207
N	435	435	434	435	435	434	435	435	434
Optimale proportie vrouwen in RvB	36%	25%		12%	12%	15%	40%	17%	

De afhankelijke variabele kan worden teruggevonden in de eerste rij van de tabel. Het tweede getal in elke cel is de standaardafwijking.

Hoofdstuk 4: Discussie

4.1 Resultaten

Er is voor gekozen om in deze tabellen geen t-waarde op te nemen, toch kan deze gemakkelijk worden berekend. Voor de eerste cel in (1) van tabel 7 is $t = 0.08529/0.036889=2.31 > 1.96$, maar kleiner dan 2.58. Vervolgens kunnen we besluiten dat deze variabele significant is op 5% significantieniveau. R^2 is de fractie van de variantie van de sample van Y_i die verklaard wordt door de regressors. Voor regressievergelijking (7) van tabel 7 wordt dus 3,84% verklaard door de regressors. Voor (9) van tabel 7 wordt 19,57% verklaard door de regressors. Hoe meer regressors je aan de vergelijking toevoegt, hoe hoger R^2 zal liggen. Uit de resultaten van tabel 7 kunnen we afleiden dat wanneer er minstens drie vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen dat zij een negatieve invloed uitoefenen op de Return on Equity op een significantieniveau van 1%. De gemiddelde leeftijd van de Raad van Bestuur is een regressor die een negatieve significante invloed uitoefent op de ROE. Indien de gemiddelde leeftijd van de bestuurders stijgt met 1, dan zal de ROE van de onderneming dalen met 0,008 volgens vergelijking (9). In regressievergelijking (1), (4) en (7) heeft de ervaring van de bestuurders in de Raad van Bestuur een positieve invloed op de ROE.

Uit regressievergelijking (8) en (9) in tabel 8 kunnen we afleiden dat wanneer er minstens drie vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen dat zij een negatieve invloed uitoefenen op de Return on Assets op een significantieniveau van 1%. De gemiddelde leeftijd van de Raad van Bestuur is een regressor die een negatieve significante invloed uitoefent op de ROA. Indien de gemiddelde leeftijd van de bestuurders stijgt met 1, dan zal de ROA van de onderneming dalen met 0,004 volgens vergelijking (9). In regressievergelijking (1), (4) en (7) heeft de ervaring van de bestuurders in de Raad van Bestuur een positieve invloed op de ROA.

Uit regressievergelijking (8) en (9) uit tabel 9 kunnen we afleiden dat wanneer er minstens drie vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen dat zij een negatieve invloed uitoefenen op de Tobin 's Q op een significantieniveau van 1%. Eveneens het aantal werknemers van de onderneming oefent een negatieve invloed uit op de Tobin 's Q. De gemiddelde leeftijd van de Raad van Bestuur is een regressor die een negatieve invloed uitoefent op de Tobin 's Q op significantie niveau van 1% voor alle regressievergelijkingen in de tabel. Indien de gemiddelde leeftijd van de bestuurders stijgt met één jaar, dan zal de Tobin 's Q van de onderneming dalen met 0,124 volgens vergelijking (9). Uit regressievergelijking (1), (4) en (7) kunnen we afleiden dat het aantal MBA 's in het bestuursorgaan een negatieve invloed uitoefent op de Tobin 's Q op significantieniveau 1%. De ervaring van de bestuurders heeft een positieve invloed op de Tobin 's Q.

Hypothese 1 wordt dus niet bevestigd. We kunnen onze veronderstelling dat wanneer minimum drie vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen, dit een positief effect zal hebben op de ROE, ROA en Tobin 's Q van de onderneming niet bevestigen.

Uit regressiemodel (1) tot en met (3) uit tabel 10 kunnen we afleiden dat er een curvilineaire relatie optreedt tussen de afhankelijke variabelen ROE, ROA en Tobin 's Q en de onafhankelijke variabele Proportie vrouwen in de RvB² op een respectievelijk significantieniveau van 1%, 1% en 5%. Hieruit besluiten we dat het toevoegen van vrouwen aan het bestuursorgaan zich gedraagt als een invertte U-vormige relatie. De optimale hoeveelheid vrouwelijke bestuurders die de Raad van Bestuur best kan bevatten, bedraagt gemiddeld 23%. Dit berekenen we via de afgeleide van de Proportie vrouwen in RvB². Uit regressiemodellen (4) tot en met (6) kunnen we het effect vanaf de invoering van de wet in 2011 waarnemen. We zien dat de Proportie vrouwen in de RvB² een negatieve invloed uitoefent op de ROE en ROA vanaf 2011 op 5% significantie niveau. Het gemiddeld aantal MBA 's in de Raad van Bestuur heeft een positieve invloed op het resultaat van de onderneming vanaf 2011 op significantieniveau van 1%. Uit regressiemodellen (7) tot en met (9) zien we de situatie voor de invoering van de genderdiversiteitswet van 2011. We zien dat ook voor 2011 de Proportie vrouwen in de RvB² een negatieve invloed uitoefent op de ROE en op de ROA op een significantieniveau van 5% en op de Tobin's Q op een significantieniveau van 1%. Voor 2011 oefent de proportie vrouwen in de RvB een positieve invloed uit op de ROE op een significantieniveau van 5%. De gemiddelde leeftijd heeft een negatief effect op alle drie de afhankelijke variabelen op een significantieniveau van 5%. Hoe langer de bestuurders in de RvB zetelen, hoe beter de ROA zal zijn op een significantieniveau van 10%. We kunnen dus besluiten dat vrouwen een sterker negatieve invloed op het resultaat van de onderneming uitoefenden voor de invoering van de genderdiversiteitswet. Na 2011 zullen de opleiding van de bestuurders en hun leeftijd een positievere invloed uitoefenen op het resultaat van de onderneming. De ervaring van de bestuurders heeft echter een negatiever effect op het resultaat.

We besluiten dat hypothese 2 wordt ondersteund. De resultaten zijn in overeenstemming met de aanname dat faultlines in de Raad van Bestuur een negatief effect hebben op het financieel resultaat van de onderneming. Hypothese 3 wordt eveneens ondersteund. De resultaten zijn in overeenstemming met de veronderstelling dat sinds de invoering van de genderdiversiteitwet van 2011 er meer faultlines in de Raad van Bestuur aanwezig zijn.

De genderdiversiteitswet verplicht autonome overheidsondernemingen om tegen 2012 hun bestuursorgaan samen te stellen uit ten minste één derde bestuurders van het andere geslacht. In dit onderzoek zijn Proximus en Bpost opgenomen als autonome overheidsbedrijven (Belgisch Staatsblad, 2011). Bijgevolg kunnen we een significant resultaat waarnemen voor overheidsbedrijven bij zowel de regressieanalyses van de ROE (s.n. = 5%) in tabel 7 en Tobin 's Q (s.n. = 1%) in tabel 9, voor de regressieanalyse voor de ROA kunnen we geen significant effect waarnemen. Eveneens voor de telecommunicatie en elektronica sector nemen we een significant effect op de ROE waar op significantieniveau van één procent voor beiden sectoren. Voor de regressieanalyse van de ROA stellen we een effect vast op de telecommunicatie en textielsector op significantieniveau van vijf procent. We vinden voor bijna alle sectoren een significant effect bij de regressieanalyse van de Tobin 's Q, behalve voor de volgende sectoren: vastgoedsector, metaalsector, autosector en zeevaartsector.

Uit de regressieanalyse met de Tobin 's Q als afhankelijke variabele (tabel 9) kunnen we afleiden dat er zich een significant effect op het resultaat van de onderneming voordoet vanaf 2012 tot en met 2014. Eén jaar na de invoering van de genderdiversiteit wet kunnen we dus al een effect op het resultaat waarnemen. We zien dat we in 2015 geen significant effect vinden voor dit onderzoek, omdat er nog veel jaarrekeningen niet gepubliceerd zijn voor 2015 en dus onvoldoende data beschikbaar is voor dit jaar.

Indien er een perfect lineaire relatie tussen de variabelen heerst, dan zullen de schatters van het regressiemodel niet uniek berekend kunnen worden. Wanneer twee variabelen zich bijna perfect lineair gedragen, dan noemt dit (multi)collineariteit. Om de modellen te testen voor multicollineariteit berekenen we de *variance inflation factor* (VIF) waarden. Indien de VIF waarde van een variabele groter is dan 10 of wanneer $1/VIF$ kleiner is dan 0.1, dan vormt er zich geen probleem inzake multicollineariteit. Geen enkele van de variabelen bevat een VIF groter dan 10 of een ratio $1/VIF$ die kleiner is dan 0.1.

We testen de heteroscedasticiteit van de modellen via de Breusch-Pagan test, dit is één van de meest gebruikte testen voor het testen van heteroscedasticiteit. We veronderstellen dat het heteroscedastisch proces een functie van één of meer van de onafhankelijke variabelen is, waarbij we veronderstellen dat heteroscedasticiteit een lineaire functie kan zijn van alle onafhankelijke variabelen in de modellen. Hierbij wordt de nulhypothese getest die stelt dat de variantie van de residuen homogeen is. De p-waarden van deze modellen zijn telkens kleiner dan 0.05, waardoor we de nulhypothese kunnen verwerpen op een significantie niveau van 5%. Hierdoor kunnen we concluderen dat de variantie niet homogeen is.

De endogeniteit van de modellen wordt getest via de Durbin-Wu-Hausman test. Het probleem ontstaat wanneer er een correlatie is tussen een onafhankelijke variabele en de residuele term in een model. Het nader bekijken van het endogeniteitsprobleem is relevant in ons onderzoek, want er kan endogeniteit ontstaan doordat we bijvoorbeeld verschillende groepsprocessen niet hebben opgenomen en deze processen in de residuele term vervat zitten. Toch bepalen de groepsprocessen bijvoorbeeld mee hoe lang iemand in de Raad van Bestuur zal zetelen. We stellen een nulhypothese op waarbij we veronderstellen dat de residuele term nul is en de onafhankelijke variabele, bijvoorbeeld "Ervaring", bijgevolg exogeen is. We gaan deze hypothese testen op een significantieniveau van 10%. De p-waarden van deze testen zijn telkens kleiner dan 0.1, waardoor we de nulhypothese kunnen verwerpen op een significantieniveau van 10%. Vervolgens kunnen we concluderen dat er bewijs is dat de modellen niet endogeen zijn.

4.2 Theoretische implicaties

Vrouwen en minderheidsgroepen diversifiëren de Raad van Bestuur en ze brengen unieke kenmerken naar het bestuursorgaan (Singh, 2007). Vrouwen en minderheidsgroepen bezitten waardevolle kennis, informatie en vaardigheden (Cannella, Hillman, & Withers, 2012). De laatste jaren worden steeds meer vrouwen aan de Raad van Bestuur toegevoegd en wordt er dan ook steeds meer onderzoek gevoerd naar kenmerken van de bestuurders zoals hun geslacht, ervaring, vaardigheden en andere karakteristieken (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013). Hiervan bekijken we demografische kenmerken in dit onderzoek zoals ervaring, geslacht, leeftijd en opleiding (Carpenter, Geletkanycz, & Sanders, 2004; Joshi, Liao, & Roh, 2011). Deze kenmerken beïnvloeden de gedachtegang van de bestuurders, hun gedrag en hun beslissingsproces. Op deze manier hebben demografische kenmerken invloed op de prestaties op bedrijfsniveau (Forbes, & Milliken, 1999).

Wanneer de gemiddelde leeftijd van de bestuurders stijgt, dan zal het resultaat van de onderneming verslechteren. Dit komt overeen met de theoretische bepalingen die zeggen dat oudere bestuurders minder geneigd zijn om veranderingen door te voeren (Wiersema, & Bantel, 1992) en dat jongere bestuurders grotere strategische veranderingen doorvoeren (Ahn, & Walker, 2007). Het doorvoeren van strategische verandering leidt tot een beter prestatie van de onderneming (e.g. Haveman, 1992; Greenwood, Hinings, 1993).

Het aantal MBA 's die aanwezig zijn in het bestuursorgaan hebben een negatieve invloed op de Tobin 's Q van de onderneming. Toch vinden we geen significante en tegensprekende effecten op de ROE en ROA van de onderneming. Het onderwijsniveau kan een invloed uitoefenen op het denkproces van de bestuurders en op het beslissingsproces. De resultaten voor onderzoeken die het effect van de opleiding van de bestuurder op de bedrijfswaarde bepalen spreken elkaar eveneens tegen in de literatuur (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013).

Het aantal jaren dat een bestuurder al in de Raad van Bestuur zetelt, heeft een positieve invloed op het resultaat van de onderneming. Dit komt overeen met de literatuur die zegt dat ervaren bestuurders over meer organisatie-specifieke ervaring beschikken (Hillman, Shropshire, Certo, Dalton en Daily, 2011).

Er werd de voorbije jaren steeds meer onderzoek gedaan naar de effecten van het geslacht van de bestuurder op het resultaat van de onderneming. Genderdiversiteit beïnvloedt het denkproces van het bestuursorgaan, de groepsdynamiek en het beslissingsproces, waarna eveneens het resultaat op bedrijfsniveau verandert (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013). Bohren en Strom (2010) zeggen dat het bewijs omtrent genderdiversiteit tegensprekend is met studies die positieve, negatieve en geen relatie vinden tussen het geslacht van de bestuurders en de bedrijfsprestatie. Dit kan liggen aan de endogene drijvers van de samenstelling van de Raad van Bestuur (Adams, & Ferreira, 2009), maar ook aan de industriële en culturele verschillen (Arfken, Bellar, & Helms, 2004).

Dit onderzoek ging ervan uit dat wanneer het bestuursorgaan een kritische massa vrouwen bevat, dat dit het resultaat positief zal beïnvloeden (e.g. Singh, 2007; Farrel, & Hersch, 2005; Cannella, Hillman, & Withers, 2012). De kans dat de meningen van vrouwen worden gehoord zal stijgen,

indien deze kritische massa van drie vrouwen aanwezig is in de Raad van Bestuur. Dit verandert de dynamiek van het bestuursorgaan en zo zullen drie of meer vrouwen in een groep eerder geneigd zijn hun mening te delen, zelfs indien deze niet overeenstemt met die van de rest van de Raad van Bestuur (Kramer, Konrad, & Erkut, 2006). Desalniettemin vinden we dat wanneer minstens drie vrouwen in de Raad van Bestuur zetelen, zij dan een negatieve invloed uitoefenen op het resultaat van de onderneming. Dit komt inderdaad overeen met de resultaten uit de literatuur die suggereren dat er een kritisch aantal vrouwen in het bestuursorgaan aanwezig moeten zijn om een verschil te kunnen waarnemen in het resultaat van de onderneming (Adams, & Ferreira, 2009; Westphal, & Stern, 2007; Torchia, Calabrò, & Huse, 2011; Broome, Conley, & Krawiec, 2010; Post, Rahman, & Rubow, 2011; Kramer, Konrad, & Erkut, 2006). Het bereiken van een kritische massa in de Raad van Bestuur zal echter een *faultlinetrigger* zijn, waardoor vervolgens subgroepen ontstaan. Subgroepen kunnen groepsprocessen onderbreken en bijgevolg de prestatie van groepen verslechteren (Tuggle, Schnatterly, & Johnson, 2010; Bezrukova, Jehn, Zanutto, & Thatcher, 2009; Jehn, & Bezrukova, 2010; Thatcher, & Patel, 2012).

Faultlines beïnvloeden de prestaties van de Raad van Bestuur negatief en zorgen voor meer conflicten en ontevredenheid (Thatcher, & Patel, 2012). Toch maakt de literatuur een onderscheid tussen slapende en geactiveerde faultlines. Bij geactiveerde faultlines nemen de groepsleden werkelijke subgroepen waar. In dit onderzoek treden er geactiveerde faultlines op voor het opleidingsniveau en het geslacht van de bestuurders. Slapende faultlines zijn potentiële faultlines in teams gebaseerd op de opstelling van karakteristieken in teams (Li, & Hambrick, 2005; Van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011). In dit onderzoek treden slapende faultlines op voor de leeftijd en de gemiddelde ambtstermijn van de leden van het bestuursorgaan (Bezrukova, & Jehn, 2010). Sterke faultlines in teams beïnvloeden op negatieve wijze de groepsprestatie en het gedrag dat de prestatie beïnvloedt (Bezrukova, Jehn, Zanutto, & Thatcher, 2009; Jehn, & Bezrukova, 2010; Thatcher, & Patel, 2012). Gebeurtenissen zoals het invoeren van genderdiversiteitsquota, en bijgevolg het bereiken van een kritische massa vrouwen in het bestuursorgaan, kunnen leiden tot het *triggeren* van de activatie van *faultlines* en leiden dus tot negatieve resultaten (Chrobot-Mason, Ruderman, Weber, & Ernst, 2009).

Het invoeren van de genderdiversiteitswet van 28 juli 2011 heeft tot doel dat ten minste één derde van de leden van de Raad van Bestuur van het andere geslacht moet zijn dan de overige leden. We verwachten dat sinds de invoering van de wet van 2011 er meer faultlines aanwezig zullen zijn in de Raad van Bestuur, aangezien het genderdiversiteitsquota een *trigger* is om *faultlines* te activeren. We vinden in ons onderzoek dat dit daadwerkelijk zo is. Maar we vinden enkel voor het aantal vrouwen en het aantal MBA 's aanwezig in het bestuursorgaan een significant resultaat. Dit onderzoek vindt dat vrouwen voor de invoering van de genderdiversiteitswet een sterkere negatieve invloed uitoefenen op het resultaat van de onderneming, net zoals dit bij de ervaring van de bestuurders ook het geval is. Na 2011 zullen de opleiding van de bestuurders en hun leeftijd echter een positievere invloed uitoefenen op het resultaat van de onderneming.

Recent is er meer onderzoek gedaan naar oplossingen om teams beter samen te laten werken. Dit vertaalt zich concreet naar de ontwikkeling van gesofisticeerdere diversiteitsmodellen, die de positieve en negatieve effecten van diversiteit beter kunnen voorspellen (Tuggle, Schnatterly, & Johnson, 2010)(Van Knippenberg, Dawson, West, & Homan, 2011). Wanneer alle vrouwen in een team een economische opleiding genieten en alle mannen een sociale opleiding bezitten, dan zal het gender overeenkomen met de opleiding. Faultlines worden sterker, wanneer meer eigenschappen op dezelfde manier in een team worden geschikt (Lau, & Murnighan, 1998).

Dit betekent niet dat er daarom geen vrouwen aan het bestuursorgaan mogen worden toegevoegd, maar dat men de Raad van Bestuur op een zorgvuldige wijze dient samen te stellen. Een Raad van Bestuur die enkel uit mannen of enkel uit vrouwen bestaat is verre van de ideale samenstelling; een gulden middenweg vinden is hier de sleutel. Een goede samenstelling van het bestuursorgaan zal voor elke onderneming verschillen. Zo kunnen de bestuurders verschillende rollen innemen: namelijk de netwerkrol, coördinerende rol, controlerende (monitoring) rol, strategische rol, onderhoudende rol en steunende rol (Finkelstein en Hambrich, 1996).

De makers van genderdiversiteitsquota hebben er geen rekening mee gehouden dat vrouwelijke bestuurders ook vaker onafhankelijke bestuurders zijn, en vervolgens een controlerende rol innemen. Kleine, jonge, winstgevende, niet-beursgenoteerde ondernemingen met oorspronkelijk weinig vrouwelijke bestuurders verliezen de meeste waarde door de invoering van de genderdiversiteitsquota. Dit komt waarschijnlijk omdat ze meer nood hebben aan afhankelijke bestuurders in een adviserende rol, dan aan onafhankelijke bestuurders in een monitoring rol. Dit suggereert dat mannelijke bestuurders meestal afhankelijk zijn en een adviserende rol innemen. Vrouwelijke bestuurders zijn vaker onafhankelijke bestuurders, die een monitoring rol innemen (Bøhren, Staubo, 2014).

Door de invoering van de genderdiversiteitsquota zal men verplicht afwijken van de aparte *governance* noden van elke onderneming. Kleinere ondernemingen hebben meer nood aan bestuurders met adviserende rollen, andere ondernemingen zullen bijvoorbeeld meer nood hebben aan bestuurders met netwerkrollen of controlerende rollen. Een optimale samenstelling van de Raad van Bestuur zal aandacht geven aan de individuele noden van de onderneming. Het bestuursorgaan zal naar de gepaste profielen moeten zoeken ongeachte of deze door vrouwen of mannen vervuld zullen worden.

4.3 Praktische implicaties

De praktische implicaties van dit onderzoek omtrent de kritische massa hebben grotendeels invloed op het wettelijk kader. Beleidsmakers hebben quota opgelegd voor Belgische beursgenoteerde bedrijven. De Belgische wet van 28 juli 2011 heeft tot doel dat ten minste één derde van de leden van de Raad van Bestuur van het andere geslacht moet zijn dan de overige leden. Steeds meer landen voeren verplichte genderdiverse quota in (Belgisch Staatsblad, 2011). Dit onderzoek vindt dat de optimale hoeveelheid vrouwen in de Raad van Bestuur gemiddeld 23% bedraagt. De kritische massa theorie wordt bevestigd. Er dienen drie vrouwen in het bestuursorgaan aanwezig te zijn, om een verschil te kunnen waarnemen in het resultaat van de onderneming. Er zijn dus twee opties aanwezig voor de beleidsmakers: minstens drie vrouwen of ongeveer 23% in het bestuursorgaan aanwezig. Makers van *corporate governance codes*, consultants en de beursgenoteerde ondernemingen dienen ook met deze resultaten rekening te houden en eventueel hun doelstellingen en verwachtingen aan te passen.

Door het invoeren van een verplicht quota zal de discussie ontstaan of wel de meest geschikte vrouwelijke bestuurders worden aangesteld. Genderdiversiteitsquota oefenen invloed uit op het aanstellingsproces van de bestuurders. Er zullen nu meer vrouwen aangesteld worden, aangezien er vanaf 2017 en 2019 sancties zijn aan verbonden. Toch is de bron van ervaren vrouwelijke bestuurders slechts schaars. Voor het invoeren van het genderdiversiteitsquota worden vooral bestuurders aangesteld waarmee associatie is, waardoor voordien vooral mannen werden aangesteld. Door het invoeren van genderdiversiteitsquota zal dit patroon worden verbroken en meer vrouwelijke bestuurders worden aangesteld.

Uit ons onderzoek blijkt dat het toevoegen van sommige kenmerken aan het bestuursorgaan zal leiden tot een slechter bedrijfsresultaat. Een kritische massa vrouwen in het bestuursorgaan kan een negatief effect hebben op het resultaat van de onderneming. Dit betekent niet dat er daarom geen vrouwen aan het bestuursorgaan mogen worden toegevoegd, maar dat men de Raad van Bestuur op een zorgvuldige wijze dient samen te stellen. Opmerkelijk in dit onderzoek is dat vrouwen een sterkere negatieve invloed op het resultaat van de onderneming uitoefenden dan voor de genderdiversiteitsquota. Een goede samenstelling van het bestuursorgaan zal voor elke onderneming verschillend zijn. Door de invoering van de genderdiversiteitsquota zal men moeten afwijken van de aparte *governance* noden van elke onderneming. Kmo 's hebben bijvoorbeeld meer nood aan bestuurders met adviserende rollen, terwijl sommige ondernemingen nood zullen hebben aan andere bestuurdersrollen. Wanneer we het bestuursorgaan optimaal willen samenstellen, dient men rekening te houden met de individuele noden van de onderneming, waarbij men de bestuurdersposten invult met de gepaste profielen, ongeacht het geslacht.

Het invoeren van de genderdiversiteitsquota is duidelijk effectief geweest, aangezien Raden van Bestuur gemiddeld uit 21,5% vrouwen bestaan in 2015. De vraag naar de geschiktheid van de bestuurders treedt op de voorgrond bij de invoering van een quota. Deze zal naar verloop van tijd dan ook wegebben, net zoals bij het invoeren van de politieke genderdiversiteitsquota het geval was. Bij de geschiktheid van mannelijke bestuurders worden namelijk geen vragen gesteld. Er heerst een tendens bij ondernemingen om steeds dezelfde vrouwelijke bestuurders aan te stellen

die voortvloeien uit deze schaarse talentenpool van geschikte kandidaten. Daardoor hebben vrouwelijke bestuurders vaak veel bestuursmandaten. Hierdoor komt de tijd die vrouwelijke bestuurders kunnen besteden aan elke Raad van Bestuur waarin ze zetelen in het gedrang. Zo hebben ze onvoldoende tijd om bijvoorbeeld elke vergadering voldoende voor te bereiden. Dit kan het resultaat duiden dat vrouwelijke bestuurders mindere prestaties leveren. Een oplossing op langere termijn voor dit probleem is om meer vrouwen te laten doorstromen naar hogere managementfuncties. Hierdoor kunnen ondernemingen op termijn ervaren vrouwen uit een grotere talentenpool aanstellen. Vrouwelijke bestuurders hebben dan minder bestuursmandaten en kunnen meer tijd besteden aan elk bestuursorgaan.

Er bevinden zich slapende faultlines in de teams voor de wet van 2011. Het opleggen van de genderdiversiteitsquota kan een faultline *trigger* zijn. Hierdoor zullen de bestuurders zich bewust worden van de opstelling van de karakteristieken in het team. Vanaf dat moment kunnen de teamleden werkelijk subgroepen waarnemen. Hierdoor ontstaan dan sneller conflicten en communicatieproblemen, waardoor het resultaat van de onderneming uiteindelijk zal verslechteren. Toch kunnen we ons de vraag stellen of er niet eerst een korte aanpassingsperiode essentieel is. Lange termijn effecten van het toevoegen van vrouwelijke bestuurders aan het bestuursorgaan moeten nog duidelijk worden. Toch veronderstellen we dat deze anders zullen zijn, aangezien ondernemingen dan voldoende tijd en een grotere talentenpool van vrouwen zullen hebben om vrouwelijke bestuurders aan te stellen. De effecten van genderdiverse Raden van Bestuur in landen waar geen quota heersen, zullen wellicht anders zijn. Een verklaring kan hiervoor zijn dat deze landen voldoende tijd hebben om geschikte vrouwelijke bestuurders aan te stellen met de nodige competenties.

4.4 Beperkingen

Het onderzoek heeft enkele beperkingen. Omwille van beperkingen in de tijd is de grootte van de steekproef redelijk beperkt. Deze studie wordt beperkt tot Belgische, beursgenoteerde ondernemingen. Daarom moet men bij het maken van veralgemeningen naar andere landen met grote voorzichtigheid te werk gaan.

Bovendien is het moeilijk om een breed onderwerp zoals diversiteit te onderzoeken. In dit onderzoek wordt diversiteit beperkt tot enkele kenmerken, omdat andere kenmerken zoals bijvoorbeeld etniciteit en afkomst moeilijk te onderzoeken zijn. In toekomstig onderzoek zouden meer factoren kunnen worden meegenomen door bijvoorbeeld de bestuurders persoonlijker te bevragen.

Dit onderzoek bekijkt de relatie tussen bedrijfsprestatie, demografische faultline sterkte en de kritische massa. Toch zijn er nog veel processen die een effect hebben op de faultlines en die we niet konden onderzoeken. Hieronder vallen bijvoorbeeld de conflicten, tevredenheid, communicatie, cohesie, samenwerking, respect en vertrouwen binnen de Raden van Bestuur. Het was eveneens niet mogelijk om individuele sociale relaties tussen bestuurders te onderzoeken. Dit zijn bemerkingen die kunnen meegenomen worden in toekomstig onderzoek.

Literatuurlijst

- Adams, R. B., & Ferreira, D. 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94: 291-309.
- Adler, N. J.: 1997, 'Global Leadership: Women Leaders', *Management International Review* 37(1), 171-196.
- Adler, P. S., & Kwon, S. W. 2002. Social capital: Prospects for a new concept. *Academy of Management Review*, 27: 17-40.
- Ahn, S., & Walker, M. D. 2007. Corporate governance and the spinoff decision. *Journal of Corporate Finance*, 13: 76-93.
- Arcot, S., Bruno, V., & Grimaud, A. (2010). Corporate governance in the UK: Is the comply or explain approach working?. *International Review of Law and Economics*, 30(2), 193-201.
- Arfken, D. E., Bellar, S. L., & Helms, M. M. 2004. The ultimate glass ceiling revisited: The presence of women on corporate boards. *Journal of Business Ethics*, 50: 177-186.
- Basco, R., & Voordeckers, W. (2015). The relationship between the board of directors and firm performance in private family firms: A test of the demographic versus behavioral approach [Elektronische versie]. *Journal of Management & Organization*, 23, 1-25
- Bezrukova, K., Jehn, K., Zanutto, E., & Thatcher, S. (2009). 'Do workgroup faultlines help or hurt? A moderated model of faultlines, team identification, and group performance', *Organization Science*, 20(1), 35-50.
- Bilimoria, D. and J. Wheeler: 2000, 'Women Corporate Directors: Current Research and Future Directions', in M. Davidson and R. Burke (eds.), *Women in Management: Current Research Issues* (Paul Chapman, London), pp. 138-163.
- Bilimoria, D.: 2006, 'The Relationship Between Women Corporate Directors and Women Corporate Officers', *Journal of Managerial Issues* 18(1), 47-62.
- Bøhren, Ø., & Staubo, S. (2016). Mandatory gender balance and board independence. *European Financial Management*, 22(1), 3-30.
- Bongjin, K., Burns, M., & Prescott, J. (2009). 'The strategic role of the board: the impact of board structure on top management team strategic action capability', *Corporate Governance: An International Review*, 17(6), 728-743.
- Broome, L. L., Conley, J. M., & Krawiec, K. D. (2010). Does Critical Mass Matter-Views from the Boardroom. *Seattle UL Rev.*, 34, 1049.
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435-451. Opgevraagd op 27 juni, 2015, via

http://www.researchgate.net/profile/Antonio_Vera/publication/23534553_Gender_Diversity_in_the_Boardroom_and_Firm_Financial_Performance/links/54512e7b0cf285a067c6854f.pdf

Campbell, K. and A. Mínguez-Vera: 2008, 'Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance', *Journal of Business Ethics* 83(3), 435–451.

Cannella, A., Hillman, A., & Withers, M. (2012). A Multidisciplinary Review of the Director Selection Literature [Elektronische versie]. *Journal of Management*, 38, 243-277.

Carpenter, M. A., Geletkanycz, M. A., & Sanders, W. G. 2004. Upper echelons research revisited: Antecedents, elements, and consequences of top management team composition. *Journal of Management*, 30: 749-778.

Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. 2010. The gender and ethnic diversity of U.S. boards and board committees and firm financial performance. *Corporate Governance: An International Review*, 18: 396-414.

Carver, J. (2002). *John Carver on board leadership: Selected writings from the creator of the world's most provocative and systematic governance model*. Jossey-Bass, A Wiley Company.

Cassell, C., & Biswas, R. (2000). Managing diversity in the new millennium.

Certo, S. T. 2003. Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures. *Academy of Management Review*, 28: 432-446.

Chen, C. R., & Steiner, T. L. (2000). Tobin'sq, managerial ownership, and analyst coverage: A nonlinear simultaneous equations model. *Journal of Economics and Business*, 52(4), 365-382.

Chrobot-Mason, D., Ruderman, M. N., Weber, T. J., & Ernst, C. (2009). The challenge of leading on unstable ground: Triggers that activate social identity faultlines. *Human Relations*, 62(11), 1763-1794.

Crucke, S., Moray, N., & Vallet, N. (2015). Internal representation and factional faultlines as antecedents for board performance in social enterprises. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 86(2), 385-400.

Dahlerup, D. (2006). *The Story of the Theory of Critical Mass*, 2 POL. & GENDER 511, 519–20

Daily, C., T. Certo and D. Dalton: 1999, 'A Decade of Corporate Women: Some Progress in the Boardroom, None in the Executive Suite', *Strategic Management Journal* 20, 93–99.

Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. 1998. Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19: 269-290.

Deutsch, Y., & Ross, T. (2003). You are known by the directors you keep: Reputable directors as a signaling mechanism for young firms [Elektronische versie]. *Management Science*, 49, 1003-1017

E&Y. (2015). Women on US boards: what are we seeing?. Opgevraagd op 18 oktober, 2015, via [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Women_on_US_boards:_what_are_we_seeing/\\$FILE/EY-women-on-us-boards-what-are-we-seeing.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/EY_-_Women_on_US_boards:_what_are_we_seeing/$FILE/EY-women-on-us-boards-what-are-we-seeing.pdf)

Fahlenbrach, R., Low, A., & Stulz, R. M. 2010. Why do firms appoint CEOs as outside directors? *Journal of Financial Economics*, 97: 12-32.

Farrel, K., & Hersch, P. (2005). Additions to corporate boards: the effect of gender [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Governance*, 11, 85-106.

Fich, E. (2005). Are some outside directors better than others? Evidence from director appointments by Fortune 1000 firms [Elektronische versie]. *Journal of Business*, 78, 1943-1970.

Finkelstein, S., Hambrick, D., & Cannella, A. (2009). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards* [Elektronische versie]. Oxford, UK: Oxford University Press.

Forbes, D. P., & Milliken, F. J. 1999. Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24: 489-505.

Goergen, M. (2012). *International Corporate Governance*. Edinburgh: Pearson.

Golden, B. R., & Zajac, E. J. 2001. When will boards influence strategy? Inclination \times power = strategic change. *Strategic Management Journal*, 22: 1087-1111.

Greenwood, R., & Hinings, C. R. (1993). Understanding strategic change: The contribution of archetypes. *Academy of Management journal*, 36(5), 1052-1081.

McDonald, M. L., Westphal, J. D., & Graebner, M. E. 2008. What do they know? The effects of outside director acquisition experience on firm acquisition performance. *Strategic Management Journal*, 29: 1155-1177.

Hambrick, D. C. 2007. Upper echelons theory: An update. *Academy of Management Review*, 32: 334-343.

Hambrick, D. C., & Mason, P. A. 1984. Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9: 193-206.

Haveman, H. A. (1992). Between a rock and a hard place: Organizational change and performance under conditions of fundamental environmental transformation. *Administrative Science Quarterly*, 48-75.

Hillman, A. J. and A. A. Cannella: 2007, 'Organizational Predictors of Women on Corporate Boards', *Academy of Management Journal* 50(4), 941-952.

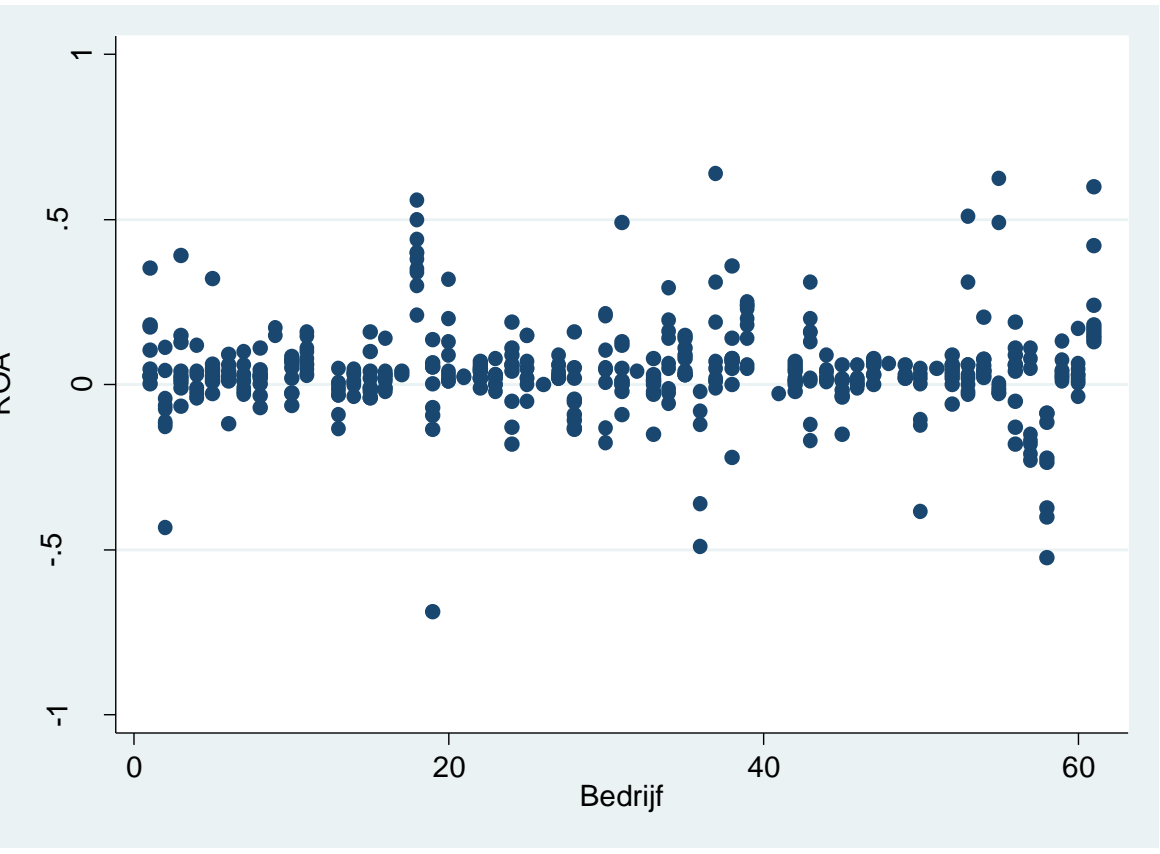
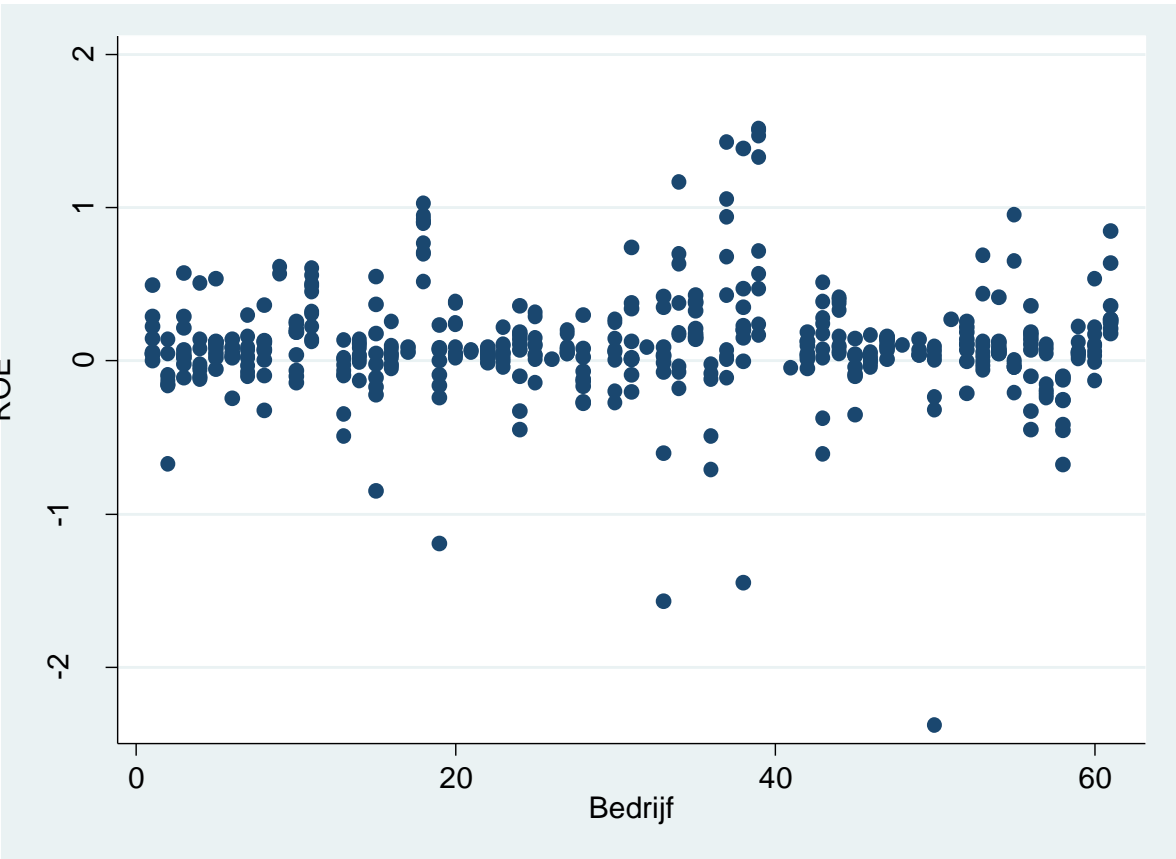
- Hillman, A. J., Shropshire, C., Certo, S. T., Dalton, D. R., & Dalton, C. M. 2011. What I like about you: A multilevel study of shareholder discontent with director monitoring. *Organization Science*, 22: 675-687.
- Hoskisson, R., Castleton, M., & Withers, M. (2009). Complementarity in monitoring and bonding: More intense monitoring leads to higher executive compensation [Elektronische versie]. *Academy of Management Perspectives*, 23, 57-74.
- Huse, M., Nielsen, S. & Hagen, I. (2009). 'Women and Employee Elected Board Members, and Their Contributions to Board Control Tasks', *Journal of Business Ethics* 89(4), 581-597.
- Huybrechts, B. (2010). 'The governance of fair trade social enterprises in Belgium. *Social Enterprise Journal*, 6(2), 110-124.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. 2003. Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *Journal of Finance*, 58: 1087-1111.
- Frankforter, S. A., Berman, S. L., & Jones, T. M. 2000. Boards of directors and shark repellents: Assessing the value of an agency theory perspective. *Journal of Management Studies*, 37: 321-348.
- Jehn, K., & Bezrukova, K. (2010). 'The faultline activation process and the effects of activated faultlines on coalition formation, conflict, and group outcomes', *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, 112(1), 24-42.
- Johnson, S., Schnatterly, K., & Hill, A. (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. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 32: 1007-1026.
- Joshi, A., Liao, H., & Roh, H. 2011. Bridging domains in workplace demography research: A review and reconceptualization. *Journal of Management*, 37: 521-552.
- Khurana R. 2002. Search for a corporate savior: The irrational quest for charismatic CEOs. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Kiel, G., & Nicholson, G. h(2005). 'Evaluating boards and directors', *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 613-631.
- Konrad, A. M., V. W. Kramer and S. Erkut: 2008, 'Critical Mass: The Impact of Three or More Women on Corporate Boards', *Organizational Dynamics* 37(2), 145-164.
- Kor, Y. Y., & Sundaramurthy, C. 2009. Experience-based human capital and social capital of outside directors. *Journal of Management*, 35: 981-1006.

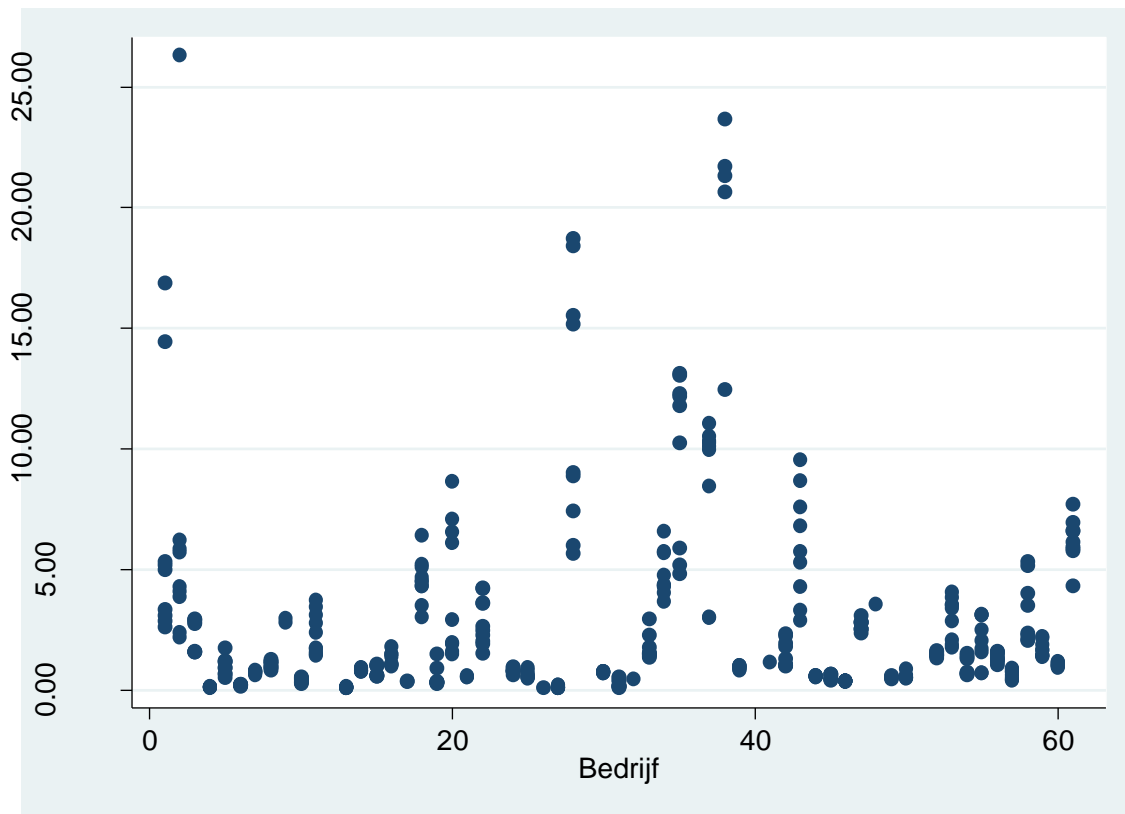
- Kramer, V., Konrad, A., & Erkut, S. (2006). Executive Summary, *Critical Mass on Corporate Boards: Why Three or More Women Enhance Governance*, 11 WELLESLEY CTRS. FOR WOMEN REP. 3
- Krishnan, H., & Park, D. (2005). A few good women – on top management teams [Elektronische versie]. *Journal of Business Research*, 58, 1712-1720.
- Kroll, M., Walters, B. A., & Wright, P. 2008. Board vigilance, director experience, and corporate outcomes. *Strategic Management Journal*, 29: 363-382.
- Lau, D., & Murnighan, J. (1998). 'Demographic diversity and faultlines: the compositional dynamics of organizational groups', *Academy of Management Review*, 23(2), 325–340.
- Lee, C., & Lee, J. (2010). *Handbook of Quantitative Finance and Risk Management*. Springer: Londen.
- Li, J., & Hambrick, D. (2005). 'Factional groups: a new vantage on demographic faultlines, conflict, and disintegration in work teams', *Academy of Management Journal*, 48(5), 794–813.
- Lobo, G., & Zhou, J. (2006). Did Conservatism in Financial Reporting Increase After the Sarbanes-Oxley Act? Initial Evidence [Elektronische versie]. *Accounting Horizons*, 20, 57-73
- Luan, C., & Tang, M. (2007). Where is independent director efficacy? [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 15, 636-643.
- Lückerath, M. (2015). The Dutch Female Board Index 2015. Opgevraagd op 18 oktober, 2015, via <https://www.tias.edu/docs/default-source/Kennisartikelen/femaleboardindex2015.pdf?sfvrsn=0>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Meyer, B., Shemla, M., & Schermuly, C. (2011). *Social category salience moderates the effect of diversity faultlines on information elaboration*. *Small Group Research*, 42, 257-282.
- Milliken, F. J. and L. L. Martins: 1996, 'Searching for Common Threads: Understanding the Multiple Effects of Diversity in Organizational Groups', *Academy of Management Review* 21(2), 402–433.
- Monks, R., & Minow, N. (2004). *Corporate governance*. Malden, MA: Blackwell.
- Nielsen, S., & Huse, M. (2010). The contribution of women on boards of directors: Going beyond the surface. *Corporate Governance: An International Review*, 18: 136-148.
- Oxelheim, L., & Randoy, T. 2003. The impact of foreign board membership on firm value. *Journal of Banking & Finance*, 27: 2369-2392.
- Pache, A., & Santos, F. (2010). 'When worlds collide: the internal dynamics of organizational responses to conflicting institutional demands', *Academy of Management Review*, 35(3), 455–476.
- Platt, H., & Platt, M. 2012. Corporate board attributes and bankruptcy. *Journal of Business Research*, 65: 1139-1143.

- Post, C., Rahman, N., & Rubow, E. 2011. Green governance: Boards of directors' composition and environmental corporate social responsibility. *Business & Society*, 50: 189-223.
- Romano, R. (2004). The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance [Elektronische versie]. New York University Law and Economics Working Papers. Paper 3.
- Rosenstein, J., Bruno, A. V., Bygrave, W. D., & Taylor, N. T. 1993. The CEO, venture capitalists, and the board. *Journal of Business Venturing*, 8: 99-113.
- Singh, V. (2007). Ethnic diversity on top corporate boards: A resource dependency perspective [Elektronische versie]. *International Journal of Human Resource Management*, 18, 2128-2146.
- Singh, V., Vinnicombe, S., & Johnson, P. (2001). Woman directors on top UK boards. *Corporate Governance*, 9(3), 206-216. Opgevraagd op 26 juni, 2015, via https://dspace.lib.cranfield.ac.uk/bitstream/1826/964/1/Women_Directors_on_Top_UK_Boards-2001.pdf
- Soenens, D. (2015, 1 oktober). 'Mannelijke' bedrijven lopen miljarden winst mis. *De Morgen*. Opgevraagd op 20 oktober, 2015, via <http://www.demorgen.be/economie/-mannelijke-bedrijven-lopen-miljarden-winst-mis-b20f6889/>
- Staples, C. L. 2008. Cross-border acquisitions and board globalization in the world's largest TNCs, 1995-2005. *Sociological Quarterly*, 49: 31-49.
- Stevenson, W. B., & Radin, R. F. 2009. Social capital and social influence on the board of directors. *Journal of Management Studies*, 46: 16-44.
- Terjesen, S., & Singh, V. (2008). Female presence on corporate boards: A multi-country study of environmental context. *Journal of business ethics*, 83(1), 55-63.
- Thatcher, S., & Patel, P. (2012). 'Group faultlines: a review, integration, and guide to future research', *Journal of Management*, 38(4), 969-1009.
- Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M. (2011). Women directors on corporate boards: From tokenism to critical mass. *Journal of Business Ethics*, 102(2), 299-317.
- Tricker, R.I. (2015). *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices* [Elektronische versie]. Oxford.
- Tuggle, C. S., Schnatterly, K., & Johnson, R. A. (2010). Attention patterns in the boardroom: How board composition and processes affect discussion of entrepreneurial issues. *Academy of Management Journal*, 53(3), 550-571.
- 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.

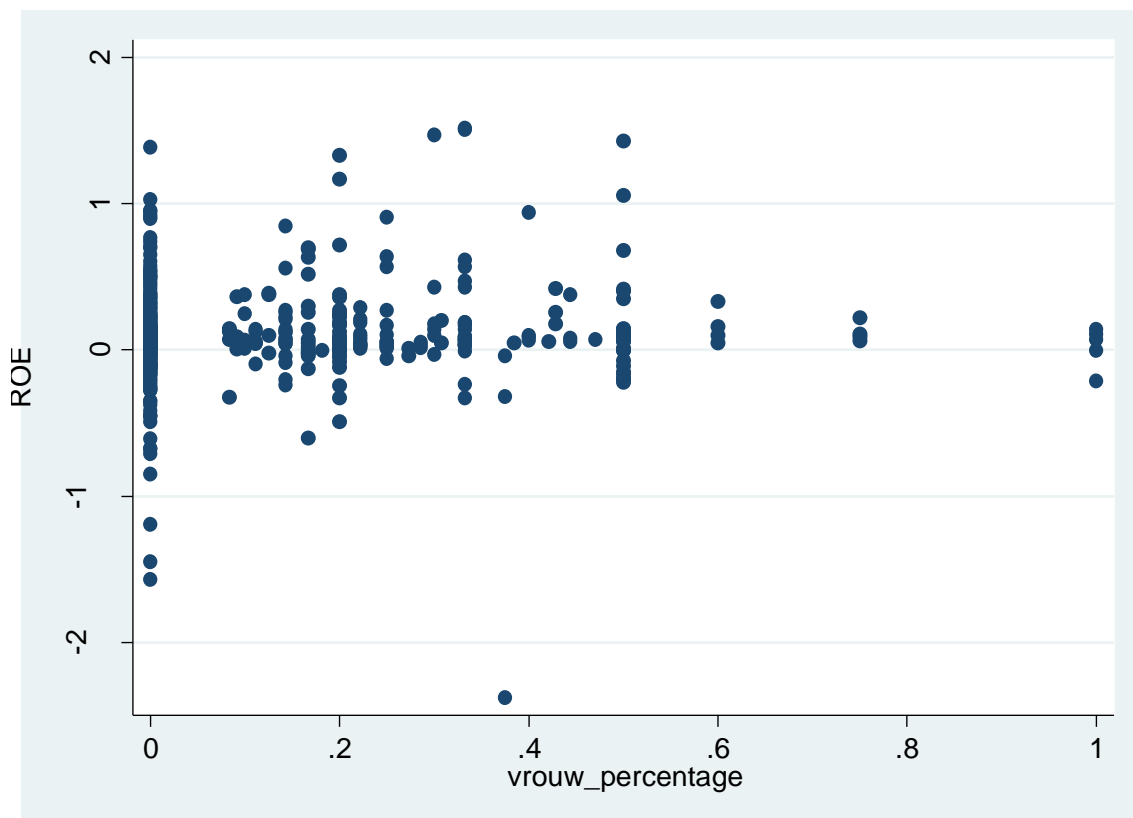
- Vandewaerde, M., Voordeckers, W., Lambrechts, F., & Bammens, Y. (2011). Board Team Leadership Revisited: A Conceptual Model of Shared Leadership in the Boardroom [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*
- Van Knippenberg, D., Dawson, J., West, M., & Homan, A. (2011). 'Diversity faultlines, shared objectives, and top management team performance', *Human Relations*, 64(3), 307–336.
- Voordeckers, W., Van Gils, A., Gabrielsson, J., Huse, M., & Politis, D. (2008). Structures and Behaviour: a Cross-Country Comparison of Boards of Directors in SMEs. Opgevraagd op 5 februari, 2015, via https://doclib.uhasselt.be/dspace/handle/1942/8292?mode=simple&submit_simple=Show+simple+item+record
- Westphal, J. D., & Milton, L. P. 2000. How experience and network ties affect the influence of demographic minorities on corporate boards. *Administrative Science Quarterly*, 45: 366-398.
- Westphal, J. D., & Bednar, M. K. 2005. Pluralistic ignorance in corporate boards and firms' strategic persistence in response to low firm performance. *Administrative Science Quarterly*, 50: 262-298.
- Westphal, J. D., & Stern, I. 2006. The other pathway to the boardroom: Interpersonal influence behavior as a substitute for elite credentials and majority status in obtaining board appointments. *Administrative Science Quarterly*, 51: 169-204.
- Westphal, J. D., & Stern, I. 2007. Flattery will get you everywhere (especially if you are a male Caucasian): How ingratiation, boardroom behavior, and demographic minority status affect additional board appointments at U.S. companies. *Academy of Management Journal*, 50: 267-288.
- Wetboek Vennootschappen. (z.d.). Opgevraagd op 14 oktober, 2015, via [http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/loi_a1.pl?language=nl&la=N&table_name=wet&cn=1999050769&&caller=list&N&fromtab=wet&tri=dd+AS+RANK&rech=1&numero=1&sql=\(text+contains+\(%27%27\)\)#LNK0049](http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/loi_a1.pl?language=nl&la=N&table_name=wet&cn=1999050769&&caller=list&N&fromtab=wet&tri=dd+AS+RANK&rech=1&numero=1&sql=(text+contains+(%27%27))#LNK0049)
- Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. 1992. Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management Journal*, 35: 91-121.
- Wincent, J., Anokhin, S., & Ortqvist, D. 2010. Does network board capital matter? A study of innovative performance in strategic SME networks. *Journal of Business Research*, 63: 265-275.
- Women on Boards: Commission proposes 40% objective. (2012). Opgevraagd op 17 oktober, 2015, via http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1205_en.htm
- Zahra, S. A. and D. M. Garvis: 2000, 'International Corporate Entrepreneurship and Firm Performance: The Moderating Effect of International Environmental Hostility', *Journal of Business Venturing* 15(5-6), 469-492.
- Zhang, Y. 2008. Information asymmetry and the dismissal of newly appointed CEOs: An empirical investigation. *Strategic Management Journal*, 29: 859-872.

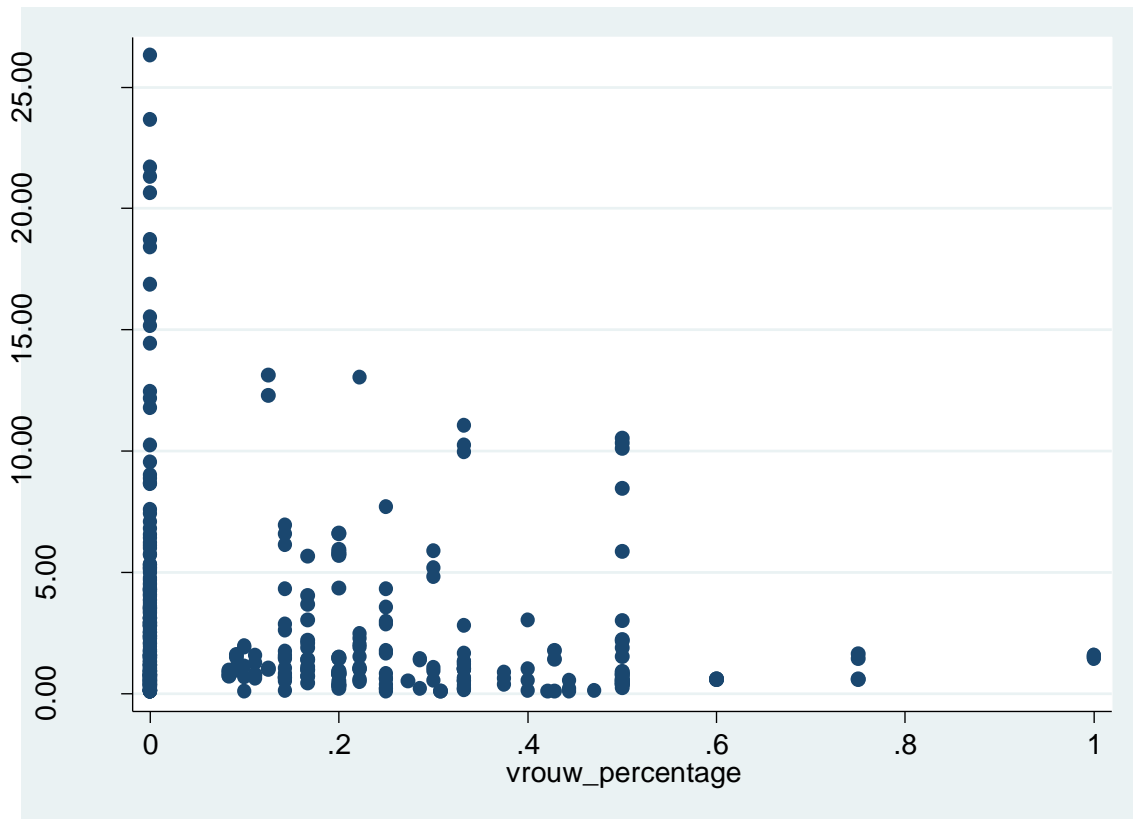
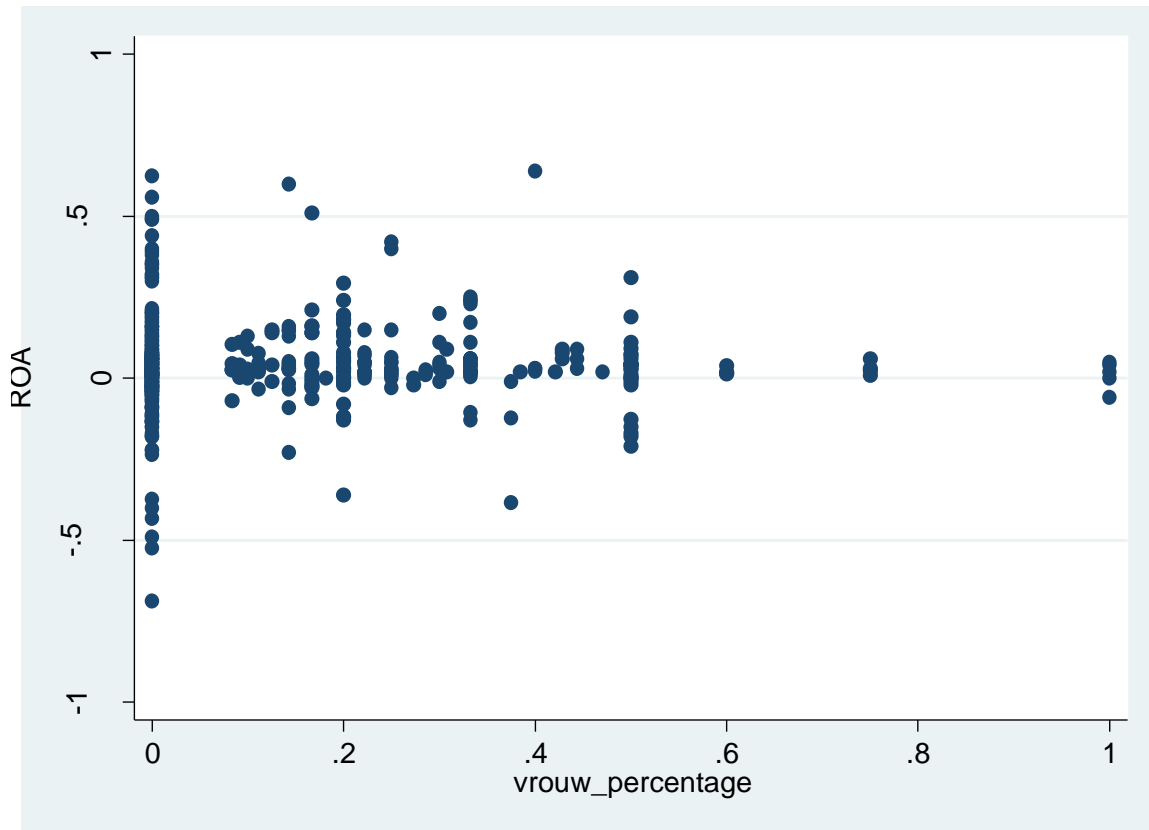
Bijlage A: Scatterplots ontdekken outliers





Bijlage B: Scatterplots ontdekken U-vormige relatie % vrouwen in RvB en afhankelijke variabele





Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Genderdiversiteit in Raden van Bestuur en het effect op het financieel resultaat

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

De Meulenaer, Amanda

Datum: **22/08/2016**