

## Woord vooraf

Deze masterproef om de masteropleiding Toegepaste Economische Wetenschappen - Handelsingenieur aan de UHasselt te kunnen afronden, zal het eindpunt van de opleiding betekenen. Bij het schrijven van deze verhandeling wordt verwacht om de kennis en kunde die men heeft vergaard gedurende voorgaande jaren aan te wenden. Deze vijf voorbije jaren zijn voorbij gevlogen, en hebben heel wat inzet gevraagd. Ook al ging het af en toe met vallen en opstaan, het was voornamelijk een zeer aangename en vooral leerrijke periode. Als persoon sta je uiteraard niet alleen in zo een verhaal en juist daarom zou ik graag enkele mensen bedanken die me hebben bijgestaan gedurende de opleiding en gedurende deze masterproef.

Allereerst zou ik een woord van dank willen richten aan mijn ouders, dankzij hun heb ik deze opleiding mogen genieten. Maar niet enkel daarvoor zou ik hen willen bedanken, hun steun gedurende de gehele opleiding was meer dan welgekomen en heeft me gedreven mijn doelen na te streven. Dit geldt eveneens voor mijn broers die altijd voor mij klaar stonden en mij steunden door dik en dun. Verder wil ik mijn moeke bedanken voor de steun en talloze kaarsjes die ze gedurende de jaren gebrand heeft. Ook nog zou ik mijn vriendin willen bedanken, die mij gedurende mijn hele studie heeft gesteund. Net zoals mijn vrienden, waarmee ik samen groepswerken heb gemaakt en me hielpen als ik een vraag had.

Tot slot zou ik graag de promotor van mijn masterproef willen bedanken, prof. dr. Voordeckers, voor de tijd en moeite om mij te begeleiden en raad te geven. Zijn gerichte feedback en deskundig advies waren zeer welkom om deze masterproef vorm te kunnen geven.

Jeroen Carpentier  
Juni, 2016



## Samenvatting

Door enerzijds enkele fraudeschandalen, denkende aan Enron en WorldCom in het begin van de 21<sup>ste</sup> eeuw en anderzijds het zogenaamde agency probleem tussen management en aandeelhouders, is corporate governance recent een opkomend thema. Dit heeft geleid tot een Europees actieplan inzake corporate governance. Hierin werd gesteld dat elke lidstaat zijn eigen corporate governance code diende te ontwikkelen. In België heeft men de Belgische corporate governance code opgesteld voor beursgenoteerde ondernemingen, deze was beter bekend onder de code Lippens en is in 2009 veranderd in de code Daems. Één van de voornaamste corporate governance mechanisme is de raad van bestuur. De raad van bestuur heeft als taak de controle van het management, dit is belangrijk om de belangen van de aandeelhouders en stakeholders te kunnen beschermen. Het takenpakket van de raad van bestuur is breder dan enkel deze controlerende taak, zo zullen zij eveneens worden betrokken bij het strategisch beleid van de onderneming. Hierin kan een netwerkrol weggelegd worden voor de raad van bestuur. Om deze netwerkrol te vervullen worden relaties aangegaan door leden van de raad van bestuur met onder andere ondernemingen, belangengroepen, of beleidsmakers, met als doel eenvoudiger aan bronnen te komen en zo een voordeel te behalen. Een van de mogelijke netwerkverbanden is deze tussen ondernemingen, hierin zetelt een bestuurder in meerdere raden van bestuur. De samenstelling van de raad van bestuur zet sterk in op diversiteit tussen de verschillende bestuurders en dit op vlak van geslacht, leeftijd afkomst, intern-extern de onderneming, etc. Eveneens wordt het bezitten van meerdere bestuursmandaten over het algemeen als een positief gegeven beschouwd. Wel is het zo dat over het selecteren van bestuurders en bijhorende keuzecriteria weinig tot in België zelfs geen onderzoek is gevoerd. Daarom zal deze verhandeling trachten hier meer duidelijkheid over te scheppen, in het bijzonder over het exploiteren van netwerkverbanden om zo te komen tot een nieuw bestuursmandaat. De centrale onderzoeksvraag zal de volgende zijn: "Is het zetelen in andere raden van bestuur een keuzecriterium voor het selecteren van nieuwe bestuurders?"

De eerste stap bestond uit een verkennend onderzoek van het thema, hiervoor werd een literatuurstudie uitgevoerd naar enkele voorname begrippen en theorieën. Zo wordt er ten eerste ingegaan op het begrip corporate governance, een begrip dat in het Nederlands vertaald wordt als het niet alles omvattende deugdelijk bestuur. In een volgende stap worden de verschillende rollen van de raad van bestuur onder de loep genomen. Zo werd duidelijk dat de rol van de raad van bestuur veel breder zou kunnen zijn dan enkel het controleren van de onderneming. In deze thesis wordt meer aandacht besteed aan de netwerk rol en de daarbij horende resource dependence theorie. Het doel van deze netwerk rol is het verminderen van de onzekerheden door te netwerken, legitimeren en te lobbyen bij belangengroepen. Verder komen enkele bevindingen over de samenstelling van dit bestuursorgaan aan bod. Een belangrijk kenmerk van de samenstelling is de diversiteit binnen de raad van bestuur, diversiteit in al zijn facetten komt de werking van de raad van bestuur ten goede. Om de samenstelling beter te begrijpen werd in een volgende stap het keuzeprocess en bijhorende keuzecriteria onderzocht. Een opvallende bevinding was het belang van de rol van de CEO in dit proces, dit is de laatste decennia wel terug afgenomen. Het keuzeprocess bleek tevens sterk uiteenlopend te zijn, van formeel gestructureerde processen, tot het

tegenovergestelde. De criteria die werden gevonden waren zeer uiteenlopend, van objectief tot subjectief. Het aantal bestuursmandaten was een criterium dat enkele keren terugkwam en tevens van groot belang is voor dit werk. Vervolgens werd er informatie ingewonnen over bestuurders met meerdere mandaten. De resultaten van het effect van zulke bestuurders in de raad van bestuur op de financiële prestaties van een onderneming waren tegenstrijdig. Tot slot werd in de literatuurstudie het veel voorkomend begrip netwerkverband uitgelegd. Dit is een relatie via leden van de raad van bestuur tussen de onderneming en een andere entiteit, hetzij een organisatie, hetzij een politicus, met als doel dat ten minste de onderneming hier een voordeel uit haalt. Zo een relatie kan worden aangegaan door een bestuurder met meerdere bestuursmandaten.

Nadat de literatuurstudie werd afgerond, kon op basis van de gevonden literatuur worden overgegaan tot het opstellen van de onderzoekshypothesen. De voornaamste hypothese komt voor uit verschillende onderzoeken naar het effect van het bezitten van meerdere bestuursmandaten op het verkrijgen van een nieuw bestuursmandaat. Verwacht wordt dat deze bestuurders vaker een nieuw mandaat zullen bekomen. Tevens werd in deze onderzoeken bevonden dat de financiële resultaten van de ondernemingen waarin een bestuurder zetelt een invloed hebben op de toewijzing van een nieuw mandaat. Positieve resultaten verhogen namelijk de kans op een volgend mandaat. Een volgende hypothese werd gevormd door de invoering van de wet van 28 juli 2011 handelend over een geslachtsquota in de raad van bestuur. Het invoeren van een quota zou tot gevolg hebben dat vrouwelijke bestuurders meer kans maken op een nieuw bestuursmandaat. Het fenomeen van "golden skirts" gaat hier nog dieper op in, daar er verwacht wordt dat vrouwelijke bestuurders met meerdere mandaten overbevraagd zullen worden.

Om deze hypothesen te testen diende er een model uitgetekend te worden. Uiteindelijk werden twee verschillende regressiemodellen gevonden die het probleem volgens een verschillende invalshoek benaderde, deze zullen worden getest in het empirisch onderzoek. In een eerste model wordt gebruik gemaakt van een binaire afhankelijke variabele en een logistische regressie, daar waar in het tweede model een Poisson regressiemodel wordt toegepast met een telvariabele als afhankelijke variabele. De data voor de empirie bestond uit een olijsting van bestuurders uit een steekproef van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Binnen de verzamelde dataset worden de relevante variabelen en proxies besproken, bovendien worden enkele opvallende statistieken toegelicht.

In het vervolg op de bouw van de modellen, konden de onderzoekshypothesen getoetst worden aan de hand van een analyse van de resultaten. Het verschil in regressiemodellen leverden slechts een klein verschil in resultaten op. Wat betreft de hypothese over het bezitten van meer dan één mandaat is er een éénduidig resultaat waar te nemen over de twee modellen heen. Zowel de logistische modellen als het Poisson model lag in lijn met de gemaakte veronderstelling, zo was er een significant positief effect op het aantal nieuwe mandaten. Over de andere variabelen opgenomen in de verschillende modellen zijn de bevindingen eveneens eenstemmig te noemen en kunnen de resultaten veralgemeend worden. Wel is het zo dat de hypothese omtrent de financiële prestatie van een onderneming waarin een bestuurder zetelt en de waarschijnlijkheid op een nieuw bestuursmandaat niet wordt ondersteunt door de data. Dit is eerder opmerkelijk te noemen.

Vrouwelijke bestuurders zullen zoals gesteld in de hypothesen wel meer nieuwe mandaten verkrijgen en ook de hypothese in verband met de zogenaamde "golden skirts" zal worden aanvaard. De verklaring ligt bij de invoering van geslachtsquota in raden van bestuur, één derde van de raad van bestuur zal van het ander geslacht moeten zijn. Dit is een maatregel om meer vrouwen in de raad van bestuur te krijgen. De resultaten kwamen dus niet volledig overeen met de algemene verwachtingen, eventuele verklaringen voor deze verschillen werden gezocht. Het verschil in afhankelijke en onafhankelijke variabelen, speelde de voornaamste en meest waarschijnlijke rol in de verklaring in het verschil tussen de modellen. Deze verklaring is tevens terug te vinden voor het verschil tussen de uitkomst en de gestelde hypothese twee. Tot slot zullen besluiten worden getrokken en worden er enkele bemerkingen en beperkingen van deze eindverhandeling aangehaald, deze zouden de resultaten kunnen beïnvloeden. Op basis van deze opmerkingen worden aanbevelingen geformuleerd voor toekomstig onderzoek.



# Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

Lijst van tabellen

<b>Hoofdstuk 1. Inleiding</b> .....	<b>13</b>
1.1. Probleemstelling .....	13
1.2. Centrale onderzoeksvraag.....	16
1.3. Deelvragen .....	16
1.4. Onderzoeksmethodologie.....	17
<b>Hoofdstuk 2. De raad van bestuur en netwerkverbanden in de raad van bestuur</b> .....	<b>19</b>
2.1. Corporate governance .....	19
2.2. De raad van bestuur .....	21
2.2.1. De rollen van de raad van bestuur .....	21
2.2.2. De samenstelling van de raad van bestuur .....	25
2.2.3. De raad van bestuur in een KMO.....	28
2.3. Het keuzeprocés voor nieuwe bestuurders .....	29
2.3.1. Keuzeprocés.....	29
2.3.2. Keuzecriteria .....	32
2.4. Bestuurders met meerdere bestuursmandaten .....	34
2.4.1. Meerdere bestuursmandaten .....	34
2.4.2. Interlocking directorates .....	37
2.5. Netwerkverbanden.....	38
2.5.1. Definitie netwerkverbanden.....	38
2.5.2. Voordelen van netwerkverbanden .....	40
<b>Hoofdstuk 3. Hypotheseformulering</b> .....	<b>43</b>
<b>Hoofdstuk 4. Onderzoeksopzet</b> .....	<b>49</b>
4.1. Dataverzameling .....	49
4.2. Variabelen.....	49
4.2.1. De afhankelijke variabele .....	50

4.2.2. De onafhankelijke variabelen .....	50
4.2.3. De controlevariabelen .....	51
4.3. Methode .....	53
<b>Hoofdstuk 5. Empirische resultaten.....</b>	<b>55</b>
5.1. Beschrijvende statistiek .....	55
5.1.1. Bestuurders met meerdere mandaten .....	55
5.1.2. Variabelen gerelateerd aan de onderneming .....	56
5.1.3. Variabelen gerelateerd aan de bestuurder .....	58
5.1.4. Sectorverschillen .....	58
5.1.5. Correlatie tussen de variabelen .....	59
5.2. Regressie analyse .....	62
5.2.1. Model van Keys en Li .....	62
5.2.2. Model van Davis .....	67
5.2.3. Duiding bij verschil in resultaten tussen beide modellen .....	71
<b>Hoofdstuk 6. Conclusie en kritische bemerkingen .....</b>	<b>73</b>
6.1. Conclusie .....	73
6.2. Kritische bemerkingen en suggesties voor toekomstig onderzoek .....	77
<b>Lijst van geraadpleegde werken.....</b>	<b>79</b>
<b>Bijlage.....</b>	<b>83</b>
Bijlage I: Onafhankelijkheidscriteria .....	83
Bijlage II: Lijst van ondernemingen .....	85
Bijlage III : Resultaten Probit model .....	87



## Lijst van Tabellen

Tabel 1: Aantal mandaten per bestuurder	55
Tabel 2: Samenvattende statistieken van de ondernemingen	57
Tabel 3: Sectorverschillen in het aantal mandaten per bestuurder	59
Tabel 4: Pearson correlatiematrix	61
Tabel 5: Resultaten Logit model	65
Tabel 6: Resultaten Poisson model	69
Tabel 7: Resultaten Probit model	87



# Hoofdstuk 1. Inleiding

## 1.1. Probleemstelling

De raad van bestuur heeft volgens de agency theorie, als voornaamste taak om toezicht te houden op het zogenoemde deugdelijk bestuur (corporate governance) van ondernemingen. Dit toezicht is noodzakelijk om het agency probleem tussen enerzijds de aandeelhouders en anderzijds het management te verkleinen. (Cannella, Finkelstein, & Hambrick, 2009) Het agency probleem of wel het principaal-agent probleem doet zich voor wanneer een agent beslissingen moet nemen die van invloed zijn op de principaal en waar de agent eerder zal handelen in zijn eigen belang in plaats van dat van de principaal te behartigen. Dit terwijl er wordt verwacht dat managers de belangen van de aandeelhouders behartigen, daarmee dat de aandeelhouders belang hechten aan de keuzes van het management (Brown, 2015; Emery, Finnerty, & Stowe, 2006; Tian, 2014).

Het agency probleem zal zich volgens Emery, Finnerty en Stowe (2006) voordoen indien het management zijn taken niet naar harte van de aandeelhouders uitvoert. De aandeelhouders willen immers de waarde van hun investering maximaliseren terwijl het management eerder voor hun salaris en status kiezen. Het zal voor de aandeelhouders zeer moeilijk zijn om een manager te ontslaan indien deze niet doet wat van hem/haar verwacht wordt. Hier is de rol van de raad van bestuur van groot belang, deze zou de belangen van de aandeelhouders moeten behartigen. De auteurs stellen wel een probleem vast namelijk dat de raad van bestuur de managers aannemen, maar de bestuurders worden geselecteerd door het topmanagement, zij zouden dus kritisch moeten zijn tegenover de leiding die hen aanstelt en die zij zelf rekruteren. De CEO zal dus veel waarde hechten aan het selecteren van de 'juiste' bestuurders. Hieronder worden onder andere de voormalige managers van het bedrijf of persoonlijke vrienden van de CEO bedoeld, deze zullen minder kritisch zijn tegenover het gevoerde beleid (Gentry, Shen, & Tosi, 2003).

Het selecteren van een bestuurder is een proces dat dient doorlopen te worden en voor elke onderneming anders zal verlopen (Clune, Hermanson, Tompkins, & Ye, 2014). Wel is het zo dat de CEO vaak een zekere mate van invloed heeft op dit proces (Westphal, & Zajac, 1995; Shivdasani, & Yermack 1999; Kimino, & Pye, 2012; Clune et al, 2014). De keuzecriteria die gehanteerd worden om nieuwe bestuurders te selecteren is sterk uiteenlopend, van objectieve criteria tot eerder subjectieve factoren. Bij de subjectieve criteria denkt men aan collegialiteit, reputatie, inzicht, en karakter. Onder de objectieve criteria worden onder andere de leeftijd, het aantal jaren ervaring, maar ook het aantal mandaten in andere ondernemingen verstaan. Dit laatste criterium kan tevens worden gezien als een identificatie van kandidaat bestuurders (O'Neal, & Thomas, 1995).

De term die men vaak terugvindt in de academische literatuur met betrekking tot raden van bestuur is de term corporate governance, deze term is een opkomend thema in de academische wereld, dit door ondernemingsschandalen zoals dat van Enron of WorldCom. Ook de regelgeving omtrent corporate governance is de laatste jaren sterk toegenomen (Tian, 2014), zo heb je in de Verenigde staten de Sarbanes-Oxley act. De Sarbanes-Oxley act bevat onder andere regels over de samenstelling van de raad van bestuur (Brown, 2015). In België vindt men de richtlijnen in de code Daems van 2009 voor beursgenoteerde en de code Buysse voor niet-beursgenoteerde

ondernemingen. Onder corporate governance verstaat men volgens de definitie van de code Daems (2009) het volgende: "Corporate governance omvat een reeks regels en gedragingen die bepalen hoe vennootschappen worden bestuurd en gecontroleerd." (p.7). Het corporate governance beleid is geslaagd indien de onderneming de juiste combinatie vindt van leiderschap, prestatie, controle, ondernemerschap en conformiteit met de regelgeving.

De Commissie Corporate Governance in België heeft in de Belgische Corporate Governance code van 2009 oftewel de code Daems, de raad van bestuur als één van de toezichthoudende entiteiten aangeduid. De dubbele rol voor de raad van bestuur wordt in de Belgische Corporate Governance Code beschreven als "ondernemerschap ondersteunen en doeltreffend toezicht en controle waarborgen" (p. 9). Verder zouden ook de aandeelhouders zelf, de commissaris zijnde de persoon die de externe controle uitvoert en de autoriteit voor financiële diensten en markten (FSMA) toezicht moeten houden op de corporate governance binnen ondernemingen, eventueel bijgestaan door andere mechanismen. Deze zullen niet verder worden uitgewerkt aangezien er binnen dit werk de rol van de raad van bestuur centraal staat. Deze vernieuwde code Daems kwam er na de code Lippens van 2004.

Als we dan de academische literatuur over de rollen van de raad van bestuur onder de loep nemen, vinden we de rollen die werden aangehaald door de Belgische Corporate Governance Code terug. Zo wordt er gesteld dat er volgens de eerder aangehaalde agency theorie sterk wordt ingezet op het monitoren van de raad van bestuur en minder op het strategische aspect. Maar ook deze focus is recent gewijzigd, zo zal de raad zich meer en meer moeten bezig houden met het strategisch beleid. Dit werd door veranderde wetgeving ook steeds meer verwacht door de wetgevers. Ook de bestuurders zelf vinden het belangrijk dat zij meer inspraak krijgen in het strategisch beleid (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009). Met de inspraak bedoelt men niet dat de raad de strategie zelf zal formuleren, dit is de taak van het management, wel is het de bedoeling dat zij de brede lijnen uitzetten, de gekozen strategie goedkeuren, advies geven over de beleidsmaatregelen en hierover vragen stellen. Het zal dus van groot belang zijn om bestuurders te rekruteren met voldoende kwaliteiten (Fama, & Jensen, 1983).

Het selecteren van bestuurders is de laatste decennia sterk veranderd. Zo is er een quota voor meer vrouwen in de raad van bestuur te krijgen, tegen 2017 zouden namelijk één op de drie bestuurders van de raad van bestuur van beursgenoteerde Belgische ondernemingen van een ander geslacht moeten zijn. Ook wordt er meer belang gehecht aan de heterogeniteit van de bestuurders. Vroeger was het eerder zo dat er voornamelijk homogene bestuurders werden gekozen, zodat er niet te veel weerstand binnen de raad van bestuur zou zijn (Gentry, Shen, & Tosi, 2003). Een goede werking van de raad van bestuur is belangrijk voor zowel de onderneming als voor de raad van bestuur en diens leden zelf. Zij zijn namelijk verantwoordelijk voor het toezicht op het management en de doelen die zij vooropstellen voor het management van de onderneming. Hiervoor zal de raad van bestuur beoordeeld worden door de algemene vergadering der aandeelhouders op hun werking van het afgelopen boekjaar (kwijting van bestuurders), dit schetst nog maar eens dat de raad zich niet zomaar kan ontdoen van hun verantwoordelijkheid.

De samenstelling van de raad van bestuur beschrijft de relatie tussen bestuursleden en de demografische achtergrond. Over het algemeen genomen bestaat de raad van bestuur uit vier groepen. De eerste groep zijn de topmanagers van de onderneming. Ten tweede is er een groep van bestuursleden die helemaal onafhankelijk zijn van het bedrijf. In België wordt veel aandacht gehecht aan onafhankelijke bestuurders. De definitie van de onafhankelijke bestuurder is zelfs opgenomen in het Belgische wetboek vennootschappen en de Belgische Corporate Governance code (Daems, 2009). Zo zouden er voor beursgenoteerde ondernemingen minstens drie onafhankelijke bestuurders moeten zetelen, deze moeten voldoen aan bepaalde criteria om de onafhankelijkheid te garanderen (zie bijlage I). Verder zijn er afgevaardigden van andere organisaties die wel een band hebben met de onderneming. Zij het een handelsrelatie, denkende aan een bank die leningen uitgeeft, of een belang in de onderneming (advocaten van de firma). De laatste groep bestaat uit leden die in het verleden een band hadden met de onderneming, zoals het oud management, familie van de oprichter,... (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009).

Nu we de samenstelling van de raad van bestuur hebben besproken, gaan we dieper in over de leden die zetelen in de raad. Diversiteit tussen de verschillende bestuurders binnen de raad is wenselijk. Zo kan er een onderscheid gemaakt worden tussen ervaren en minder ervaren bestuurders, zij brengen vaak innovatieve ideeën met zich mee. De laatste jaren is genderdiversificatie in de raad van bestuur een veel besproken thema. Een vrouwelijk bestuurslid, heeft vaak een andere achtergrond dan de mannelijke bestuurder. Het verschil in perceptie tussen man en vrouw is verschillend en zo ook het inlevingsvermogen, met daaraan volgend meer liefdadigheidsacties en een milieubewuster beleid (Hillman, Shropshire, & Cannella, 2007). Het zijn juist de verschillen tussen de bestuurders die de raad van bestuur voorzien van de juiste eigenschappen en karakteristieken om de onderneming te kunnen leiden en monitoren (Bear, Post, & Rahman, 2010).

In de raad kunnen zowel interne als externe bestuurders zetelen. Interne bestuurders zorgen op hun beurt ervoor, dat men beter op de hoogte is van het interne beleid. Met externe bestuurders kan de onderneming een netwerkverband sluiten, dit betekent dat bijvoorbeeld via de bestuurder een handelsband wordt onderhouden met een eventuele leverancier, klant of een politieke connectie. Ook het zetelen van andere belangengroepen in de raad van bestuur wordt gezien als een netwerkverband.

Het debat over interne en externe bestuurders en wat nu de beste verhouding is, kent veel verschillende paradigma's. In de literatuur vindt men dan ook veel tegenstrijdige conclusies gaande van een raad die meer performant is indien er meer externe bestuurders zijn tot conclusies waar het omgekeerde gesteld wordt. Een studie over de samenstelling van de raad van bestuur in België, bracht aan het licht dat het aantal externe bestuurders een positief effect heeft op de return on equity (ROE) van de onderneming. Tevens neemt het aantal bestuurders toe als het gaat om grotere of beursgenoteerde ondernemingen (Dehaene, De Vuyst, & Ooghe, 2001). In een werk van Finkelstein, Hambrick en Cannella (2009) wordt een soortgelijke conclusie beschreven. Hier wordt namelijk de prestatie gemeten aan de hand van het aantal faillissementen, zo werd er een positief

verband gevonden tussen de ratio externe/onafhankelijke bestuurders en succesvolle reorganisatie en een negatief verband tussen diezelfde ratio met de liquidatie van de onderneming.

Uiteraard zijn er tal van selectiecriteria om nieuwe bestuurders aan te werven. Hier zijn er twee belangrijke factoren te onderscheiden, namelijk factoren op organisatieniveau en sociale factoren. Met organisatieniveau factoren verstaat men logischerwijs de factoren die eerder op de organisatie slaan, zoals de performantie van het bedrijf, de strategie en de levenscyclus waar de onderneming zich in bevindt. Maar ook de onzekerheid waar de ondernemingen mee te maken heeft, externe factoren die belangrijk zijn voor het bedrijf en milieumaatregelen. De sociale factoren zijn recent opgedoken in de literatuur. Onder deze factoren zien de auteurs; de reputatie van de bestuurders, eventuele samenwerkingen opzetten via bestuurders, economische redenen om nieuwe bestuurders aan te trekken en andere sociaal gerelateerde factoren, denkende aan sociale status en prestige van bestuurders. Ook de invloed die de CEO heeft voor de keuze van nieuwe bestuurders is een sociale selectiefactor. Verder is het zetelen in meerdere raden van bestuur ook een sociale factor, en belangrijk in het vervolg van dit werk (Withers, Hillman, & Cannella, 2012).

Bestuurders met meerdere mandaten en de eventuele netwerkverbanden en diens voordelen hebben in het verleden nog onvoldoende aandacht gekregen in de onderzoekswereld, zeker in relatie met het aanwenden van nieuwe bestuurders. Daarom zou het onderzoeken welke criteria en specifiek of het criterium van meerdere mandaten per bestuurder van belang zijn voor het selecteren van nieuwe bestuurders.

## **1.2. Centrale onderzoeksvraag**

De probleemstelling maakt duidelijk dat er nog vraagtekens bestaan rond het zetelen in meerdere raden van bestuur als keuzecriterium voor het selecteren van nieuwe bestuurders, vandaar dat de centrale onderzoeksvraag doorheen dit volledige werkstuk als volgt luidt:

**Is het zetelen in andere raden van bestuur een keuzecriterium voor het selecteren van nieuwe bestuurders?**

## **1.3. Deelvragen**

Om de centrale onderzoeksvraag te kunnen oplossen, wordt de brede vraag opgesplitst in meerdere deelvragen. Deze deelvragen zullen het mogelijk moeten maken om een juist antwoord te formuleren op de centrale onderzoeksvraag. De centrale onderzoeksvraag wordt opgesplitst in de volgende drie deelvragen:

1. Hoe ziet het keuzeprocess eruit voor het aanstellen van nieuwe bestuurders?
2. Wat wordt er verstaan onder netwerkverbanden in de raad van bestuur en welke mogelijke netwerkverbanden bestaan er?
3. Welke voordelen kan men behalen door het opbouwen van netwerkverbanden, en hoe zal dit de selectie van nieuwe bestuurders beïnvloeden?

## **1.4. Onderzoeksmethodologie**

Om tot een antwoord te komen op de centrale onderzoeksvraag wordt er gebruik gemaakt van meerdere onderzoeksmethoden, zo zullen we eerst een uitgebreide literatuurstudie uitvoeren om daarna het empirisch gedeelte van de studie te kunnen voltooien.

In de eerste onderzoeksfase, de literatuurstudie, zullen we zoveel mogelijk zinvolle informatie verzamelen. Dit om een breed, algemeen beeld te krijgen over het onderwerp. Daarna zullen we meer ingaan op de belangrijke concepten in dit werk en deze grondig definiëren en situeren. Verder zullen er relevante theoretische inzichten worden opgezocht en uitgewerkt. Dit om zo een goed mogelijk beeld te kunnen schetsen over het uitbouwen van netwerkverbanden via raden van bestuur. Er zal op zoek gegaan worden naar relevante wetenschappelijke literatuur over het thema raden van bestuur, selectiecriteria voor raden van bestuur, netwerkverbanden via raden van bestuur en andere. Voor de literatuurstudie wordt gebruik gemaakt van reeds beschikbare informatie in wetenschappelijk artikels, wetteksten, workpapers, maar ook boeken en handboeken kunnen een grote waarde aan kennis bevatten, die relevant is voor dit onderzoek.

Aan de hand van de kennis die vergaard is via de literatuurstudie, zullen er hypothesen kunnen worden opgesteld in verband met de verschillende onderzoeksvragen. Zo zullen de verschillende variabelen die onderzocht moeten worden duidelijk worden aan de hand van de gestelde hypothesen om daarna deze hypothesen te kunnen toetsen.

In het empirisch gedeelte van het onderzoek is het de bedoeling om de bestuurders van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen op te lijsten. Dit zal gebeuren door de jaarverslagen van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen op te vragen en de nuttige informatie over de bestuurders op te lijsten. Onder nuttige informatie worden de naam, het geslacht, onafhankelijke bestuurder, etc. verstaan. Voor het verkrijgen van de data zal gebruik gemaakt worden van de Belfirst databank en de jaarverslagen van 2010, 2014 of 2011 - 2011, 2014 - 2015. Deze kunnen worden aangevuld met extra informatie die wordt ingewonnen via het web. Het doel zal zijn om na te gaan of er bestuurders zijn die meerdere mandaten hebben, en zo ja hoeveel mandaten en wat het profiel is van dergelijke bestuurders. Dit om een beeld te kunnen schetsen van de bestuurder met meerdere mandaten en of dit een keuzecriterium, of bijkomende troef is voor de bestuurder in kwestie voor het bekomen van nieuwe bestuursmandaten. Ook de eventuele netwerkverbanden die op deze wijze kunnen worden opgezet en de voordelen die dit netwerk met zich meebrengt zullen worden onderzocht. Tevens zullen er nog kritische bemerking in verband met het onderzoek gemaakt worden, om daarna enkele aanbevelingen te doen voor verder onderzoek.





## **Hoofdstuk 2. De raad van bestuur en netwerkverbanden in de raad van bestuur**

In dit hoofdstuk zal eerst het begrip "de raad van bestuur" aan bod komen. Hier zal eerst beknopt worden uitgelegd waarom bedrijven een raad van bestuur nodig hebben, dit uit een historisch oogpunt en met de vernieuwde regelgeving omtrent corporate governance in het achterhoofd. Verder wordt besproken hoe de vorm en samenstelling van een raad van bestuur er kan uitzien. Vervolgens wordt er ingegaan op het keuzeprocess voor nieuwe bestuurders en ook de keuzecriteria die men gebruikt voor het selecteren van nieuwe bestuurders.

In het tweede deel van dit hoofdstuk komen de netwerkverbanden die kunnen ontstaan tussen de raden van bestuur van de verschillende ondernemingen aan bod. Ten eerste wordt er een definitie gegeven van netwerkverbanden. Ten tweede zullen de verschillende netwerkverbanden gevonden in de literatuur worden opgesomd. Om daarna te kijken welke voordelen deze netwerkverbanden met zich meebrengen en of er eventueel nadelen verbonden zijn aan een netwerkverband. Tot slot zal er besproken worden welke ondernemingen eerder geneigd zijn om netwerkverbanden op te bouwen tussen de raden van verschillende bedrijven.

### **2.1. Corporate governance**

Om een beeld te kunnen schetsen van de raad van bestuur zal eerst het begrip corporate governance onder de loep genomen worden.

Corporate governance kent twee verschillende zienswijzen, de eerste is deze van Andrei Schleifer en Robert Vishny (1997). Hier wordt gesteld dat corporate governance draait om het verzekeren van een *return on investments* voor de financiers van de onderneming. Dit komt overeen met het maximaliseren van de waarde van de aandeelhouder. Ze veronderstellen verder wel dat de andere stakeholders, denkende aan leveranciers, werknemers en klanten, zonder enig probleem een andere afnemer, werkgever of aanbieder vinden. De andere zienswijze houdt rekening met al de verschillende stakeholders, hier wordt dan ook gesteld dat het management zich moet gedragen naar de wensen van de stakeholders. Het agent-principaal probleem komt volgens deze definitie aan bod, de stakeholders vervullen de rol van principaal terwijl het management de rol van agent vervult (Goergen, 2012).

Goergen (2012) beschrijft in zijn werk ook de drie meest voorkomende belangenconflicten, deze conflicten kunnen worden geminimaliseerd door corporate governance. Een eerste belangenconflict vindt plaats tussen het management en zijn investeerders, de investeerders verwachten dat het management de verkregen fondsen gebruikt voor datgene dat zij hen hadden voorgedragen en niet overschakelt naar een veel risicovoller project. Het tweede belangenconflict is dat tussen de aandeelhouders en de stakeholders. De aandeelhouders zullen veel meer waarde hechten aan het maximaliseren van de waarde van de onderneming, terwijl de stakeholders eerder uit zijn op de continuïteit van het bedrijf. Het laatste conflict gaat tussen de meerderheidsaandeelhouders en de minderheidsaandeelhouders in een onderneming. Het grootste probleem tussen de laatste twee

groepen is dat de meerderheidsaandeelhouders zich kunnen verrijken op kap van de minderheidsaandeelhouder.

Men streeft dus naar deugdelijk bestuur van het management in organisaties, vooral ondernemingen met maatschappelijk belang moeten inzetten op goede corporate governance. Om zo goed mogelijk te scoren op het vlak van deugdelijk bestuur zijn er tal van corporate governance mechanismen, die trachten om de problemen zoveel mogelijk te minimaliseren.

Men is in de literatuur tot een consensus gekomen over de corporate governance mechanismen die het agent-principaal probleem reduceren. Zo kan er een belangrijk onderscheid gemaakt worden tussen interne en externe mechanismen. Onder interne mechanismen worden de mechanismen verstaan die in het bedrijf zelf aanwezig zijn, zoals de beloning van het management, de raad van bestuur en de aandeelhoudersstructuur (Denis & McConnel, 2003; Misangyi & Ancharya, 2014). Externe mechanismen zijn deze niet aanwezig in de organisatie, zo kunnen de banken opereren als corporate governance mechanisme om hun financiering in de organisatie te monitoren. Het voornaamste externe corporate governance mechanisme volgens Misangyi en Ancharya (2014) is de aandeelhouder, zeker als deze een groot aantal aandelen bezit. Zo wordt er verwacht dat de institutionele aandeelhouder zelf een rol speelt in de corporate governance, door de onderneming te controleren, te monitoren en hun stemrecht te gebruiken indien actie moet worden ondernomen (Bushee, Carter, & Gerakos, 2014; Goergen, 2012). Denis en McConnel (2003) zien de overnamemarkt als belangrijkste externe corporate governance mechanisme. Zo zou het management dat zijn verantwoordelijkheden ontloopt, "gestraft" worden door de markt en dit door een mindere aandelenkoers. Hierdoor kan de onderneming goedkoper worden overgenomen met vaak een negatief gevolg voor het zittende management. Een ander extern mechanisme volgens Denis en McConnel (2003) zijn wettelijke bepalingen.

Een andere opsplitsing die gemaakt kan worden is die naar de rol van het mechanisme. Zo is een van de voornaamste rollen om het management en de onderneming in zijn geheel te monitoren, de mechanismen die daartoe bijdragen zijn de raad van bestuur, de aandeelhouders, de institutionele aandeelhouders en de banken. Een tweede rol van deze mechanismen heeft als doel een zekere richting te geven aan het management, een mechanisme dat hiervoor gebruikt kan worden zijn de management incentives (Misangyi & Ancharya, 2014).

Dat corporate governance de laatste jaren aan belang heeft gewonnen, uit zich ook in een uitgebreidere regelgeving omtrent dit domein. Zo bestaat in de Verenigde Staten de Sarbanes-Oxley act, die strenger optreedt indien bestuurders zich van hun verantwoordelijkheden hebben ontdaan. Zo kunnen zij persoonlijk aansprakelijk gesteld worden bij wanbeleid. Ook binnen Europa is er een wetgeving ontstaan rond deze materie, met in elk land hun eigen specifieke regelgeving met daarin de richtlijnen van de EU (Collier, 2007). In België is deze regelgeving opgenomen in de code Daems voor beursgenoteerde ondernemingen en de code Buysse voor niet-beursgenoteerde ondernemingen.

Aangezien de focus voornamelijk op beursgenoteerde ondernemingen ligt, zullen de principes van de code Daems enkel besproken worden. De code Dames bestaat uit negen principes die elk kort

zullen worden aangehaald. In principe 1, waar de governancestructuur van de onderneming wordt toegelicht, wordt de rol van de raad van bestuur besproken. Het is de bedoeling dat de raad het lange termijn bestaan van de onderneming nastreeft, dit door het uitzetten van strategieën en door maatschappelijk te ondernemen. De verantwoordelijkheden moeten altijd in de statuten worden toegelicht, evenals de samenstelling, plichten en werking. Tevens staan zij in voor het toezicht op de CEO en het bepalen van zijn bevoegdheden. Een verandering met de eerdere code Lippens uit 2004 is de richtlijn 1.5. Hierin wordt gesteld dat de voorzitter van de raad van bestuur de functie van CEO niet op zich mag nemen, en de verantwoordelijkheden van de CEO en voorzitter moeten opgedeeld worden. De voorzitter van de raad van bestuur zal enerzijds nauwe relaties onderhouden met de CEO maar anderzijds ook de dialoog met de aandeelhouders en verplichtingen ten opzichte van de aandeelhouders op zich nemen. Verder wordt er in principe 2 en 3 gesproken over de besluitvorming en de integriteit en toewijding van de raad van bestuur.

Het belangrijkste principe voor dit werk is het vierde principe, dit handelt over de benoeming en beoordelingen van de bestuurders. De voordracht en benoeming van kandidaat bestuursleden wordt geregeld in de bepalingen 4.1 t.e.m. 4.7. Hier vinden we onder andere de procedures voor de benoeming, de raad van bestuur zal de nieuwe kandidaat beoordelen op een gesprek, op basis van hun kwaliteiten, maar ook aan de hand van de functies die de kandidaat reeds vervult. Hier vallen de andere bestuursfuncties van de persoon in kwestie onder, hetgeen wat van belang is in dit werk. Ook de maximumduur van het mandaat en het aanstellen van een voorzitter vallen onder dit principe. De evaluatie van de raad van bestuur gebeurt door het orgaan zelf op regelmatige basis. Men gaat na of de omvang, samenstelling en andere taken van de raad op een degelijke manier zijn uitgevoerd. De principes 5 tot en met 9 handelen over gespecialiseerde comités (5), structuur van het uitvoerend management (6), remuneratiebeleid (7), verplichtingen ten opzichte van aandeelhouders (8) en tot slot de openbaarmaking van het corporate governance beleid (9).

## **2.2. De raad van bestuur**

### **2.2.1. De rollen van de raad van bestuur**

Daar dat de raad van bestuur centraal staat in dit hoofdstuk en daar dit één van de belangrijkste corporate governance mechanisme is, zal de focus voornamelijk liggen op dit orgaan van de onderneming. De taak van de raad van bestuur is voornamelijk het monitoren van de onderneming en diens management (Ramanan, 2014). Recent is daar een belangrijke taak bijgekomen namelijk het strategisch beleid uitzetten en belangrijke strategische beslissingen nemen. Deze beslissingen dienen dan geïmplementeerd te worden door het dagelijks bestuur. Aangezien dat een belangrijke taak van de raad van bestuur het controleren en monitoren van het management is, zal zij dan ook het dagelijks bestuur controleren op de uitvoering van het beleid (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009). O'Neal en Thomas (1995) beschreven nog een derde rol namelijk het verlenen van advies en consultancy aan het management. Wettelijk is er maar één restrictie op de taken van de raad van bestuur vastgelegd, zij mogen namelijk niet instaan voor de taken die zijn voorbehouden voor de algemene vergadering.

In een werk van Hung (1998) worden zes verschillende rollen van de raad van bestuur omschreven, dit zijn: de netwerk rol, de coördinerende rol, de controlerende rol, de strategische rol, de ondersteunende of behoudende rol en de steunende rol. Elke rol die Hung beschrijft hangt samen met een theorie, deze zullen kort worden toegelicht.

### **De netwerk rol**

De eerste rol die Hung (1998) beschrijft is de netwerk rol. Deze rol wordt gereflecteerd in de resource dependency theorie. Deze theorie, ontwikkelt in de jaren 70 door Pfeffer, stelt dat ondernemingen op zoek en afhankelijk zijn van externe waardevolle bronnen, zoals kapitaal en grondstoffen, informatie en toegang tot beleidsmakers en belangengroepen. Hillman, Cannella en Paetzold (2000) beschrijven vier categorieën van bestuurders met elk hun eigen specifieke aanlevering van resources. Een eerste groep bestuurders zijn de insiders, zij die werken binnen de onderneming. Deze brengen informatie mee over de onderneming en diens strategie. De tweede groep zijn de business experts, deze groep bestaat uit managers en bestuurders van andere grote ondernemingen. Zij dienen onder andere als klankbord voor ideeën en om alternatieve zienswijzen aan te reiken. De ervaring en expertise die zij hebben opgedaan om in een competitieve omgeving beslissingen te nemen en probleemoplossend te denken zal de werking van de raad verbeteren. Verder zullen zij als communicatiemedium kunnen dienen tussen de ondernemingen. De support specialists is de derde groep, hieronder vallen advocaten, bankiers, public relation experts en vertegenwoordigers van verzekeraars. Hun taak zal voornamelijk bestaan uit het aanleveren van een zekere expertise in hun desbetreffend domein en het vergemakkelijken van het aanleveren van kapitaal en legaal advies. Tevens zullen zij communicatiekanalen verschaffen naar leveranciers of overheidsinstellingen. De laatste groep zal bestaan uit de community influentials, deze groep bestaat uit politici, afgevaardigden van de universiteit, en leiders van sociale of gemeenschapsorganisaties. Zij zullen waardevolle non-business perspectieven aanreiken op voorgestelde acties en strategieën. Hierdoor kan de onderneming besparen op kostelijke misstappen en onderhoudt zij alsook een goede relatie met de externe omgeving.

Om de stroom van bronnen te kunnen blijven garanderen worden er netwerkverbanden gecreëerd. Dit kan door een sociale relatie aan te gaan met een andere afhankelijke onderneming, en dit in de vorm van een persoon die zetelt in de raad van bestuur van de twee ondernemingen of door een persoon die in het management zit van het ene bedrijf te laten zetelen in de raad van bestuur van de andere onderneming. Dit wordt ook wel interlocking directorship genoemd, zo een relatie verzekert in zekere mate dat de onderneming aan de nodige bronnen kan geraken (Hillman, Withers, Collins, 2009). Via deze relatie krijgen de ondernemingen meer informatie over de financiële en operationele werking van elkander, dit versterkt de band tussen de ondernemingen. De netwerk rol zorgt dus voor een band met de externe omgeving van de organisatie. Voordelen van zo een band zijn onder andere lobbywerk bij de regelgevende instanties door politici of ex-politici en het vergemakkelijken van het verkrijgen van bronnen (kapitaal, grondstoffen, handelsgoederen, ...). Ook kunnen er samenwerkingen worden opgezet door ondernemingen met interlocking directors.

De resource dependency theorie verklaart de netwerk rol voor de raad van bestuur, de raad is volgens de theorie belast met het netwerken, legitimeren en het lobbyen in het voordeel van de onderneming, hierdoor zullen onzekerheden in de externe omgeving van de organisatie verminderen (Vandewaerde, Voordeckers, Lambrechts, & Bammens, 2011).

### **De coördinerende rol**

De coördinerende rol, hangt samen met de stakeholder theorie beschreven door Freeman in 1984. Stakeholders zijn zij die belang hebben in de onderneming, dit zijn uiteraard de aandeelhouders maar verder ook de werknemers, de leveranciers, de klanten, de banken, de overheid en anderen. De stakeholder theorie is een theorie handelend over organisatorisch management en ethiek en zoekt de juiste balans om de belangenconflicten in een ondernemingen te reduceren. Deze conflicten doen zich voor tussen de verschillende belanghebbenden. In de stakeholder theorie staat het moraal en de waardes van de onderneming centraal. Er wordt meer aandacht besteed aan de relaties met de stakeholders, aangezien deze van groot belang zijn. Uiteraard is het niet mogelijk om met elke stakeholder een even goede relatie op te bouwen. Zo kunnen stakeholders opgedeeld worden in twee groepen, de normatieve en de derivatieve. De eerste groep omvat zij waaraan de onderneming een rechtstreekse morele verplichting heeft, denkende aan financiers, werknemers, lokale overheden, leveranciers en klanten. De andere groep van stakeholders kan omschreven worden als degene waaraan men geen morele verplichting heeft, zoals concurrenten, activisten, terroristen en de media (Phillips, Freeman, & Wicks 2003). Het is volgens deze theorie van belang dat de belangengroepen zetelen in de raad van bestuur. Hierdoor worden zo veel mogelijk belangen behartigd in de raad. Bij conflicten wordt er dan onderhandeld met de belanghebbende om een gepast compromis te vinden in het voordeel van de onderneming. Over de relevantie van deze theorie omtrent corporate governance wordt in de literatuur getwijfeld. Wel werd er bevonden dat het rekening houden met de stakeholders, dit de sociale verantwoordelijkheid van de organisatie ten goede komt (Hung, 1998).

### **De controlerende rol**

De agency theorie is de theorie die de controlerende rol van de raad van bestuur verklaart (Hung, 1998). De agency theorie en het bijhorende controlemechanisme werden al eerder omschreven in paragraaf 2.1. De theorie komt voor wanneer er twee groepen zijn, de agent en de principaal. Van de agent wordt verwacht dat deze handelt in functie van de principaal. Eventuele problemen doen zich voor wanneer de agent niet ageert zoals de principaal dit wenst.

### **De strategische rol**

Een andere rol die al eerder werd beschreven is de strategische rol van de raad van bestuur. De theorie die met deze rol gepaard gaat is de stewardship theorie. Een belangrijke assumptie in deze theorie is dat het management zijn taken naar best vermogen uitvoert. Hierdoor verschuift de taak van de raad van bestuur van een eerder controlerende rol naar een taak waar zij voornamelijk instaat voor het bepalen van de strategie (Hung, 1998). De theorie is ontstaan uit ontevredenheid over de agency theorie, met name de belangenconflicten die zich voordoen doordat agenten in eigenbelang handelen. In de stewardship theorie zullen de agenten handelen naar gezamenlijke doelen en het belang van de principaal, het management zal dus eerder acteren als een goede

steward en niet meer als agent die opportunistisch en individualistisch handelt in eigenbelang (Schillemans, 2013). Daar dat er van de raad van bestuur wordt verwacht dat zij een grote betrokkenheid toont bij de keuze van de strategie, zullen de kennis en ervaring van de bestuurders het management adviseren en gidsen om een zo goed mogelijk resultaat te bekomen met in het achterhoofd de gezamenlijke visie en missie van de organisatie. Er wordt dus verwacht dat de raad van bestuur een actievere rol opneemt (Vandewaerde, Voordeckers, Lambrechts, & Bammens, 2011). Er is echter ook kritiek op deze theorie, zo worden de onderlinge relatie tussen macht, conflicten en ideologie niet gereflecteerd en worden de intra-persoonlijke percepties van de rollen en de leiderschapsstructuur in de raad genegeerd (Hung, 1998).

### **De ondersteunende rol**

Onder de institutionele theorie wordt gesteld dat de raad van bestuur wordt beperkt en gelimiteerd in zijn acties en dit door externe druk om de status quo van de organisatie te behouden. De onderneming wordt met name beperkt door sociaal opgelegde regels en gewoonten, die de vorm en praktijk van de onderneming zullen gaan bepalen. Hieronder vallen recent opkomende thema's als maatschappelijk verantwoord en duurzaam ondernemen. De ondersteunende rol van de raad van bestuur dient om de externe omgeving van de organisatie beter te kunnen analyseren en te begrijpen, en dit als antwoord op de druk van de institutionele instanties buiten de raad. Hierdoor zullen formele controleprocedures dienen als symbolische doelstellingen, terwijl de werkelijke controle gebeurt door sociale en idiosyncratische maatregelen. Een kritiek op de theorie is wel dat er sprake is van een te sociaal gerichte visie op het gedrag van de onderneming, dit kan leiden tot een economisch niet even relevante besluitvorming (Hung, 1998). Wel is er in een recente studie ingegaan op deze tekortkomingen. Zo kunnen de institutionele normen, waarvan men stelt dat deze isomorfisme kunnen creëren, tevens bekeken worden vanuit een andere invalshoek. Indien men de rol die de raad van bestuur speelt binnen een organisatie niet negeert, kan men ook de positieve afwijkingen van deze visie zien. Zo zal er binnen deze visie gesteld worden dat door deze afwijkingen, bedrijven beter scoren op vlak van innovatie, energie en veranderingen binnen institutionele domeinen (Walls, & Hoffman, 2013).

### **De steunende rol**

De laatste rol die in het werk van Hung (1998) werd beschreven is de steunende rol. Deze rol wordt gereflecteerd in de theorie van *managerial hegemony*. Wanneer de organisatie wordt geleid door een professioneel managementteam, kan de situatie voorkomen dat de raad van bestuur enkel een steunende rol heeft. In deze situatie dient de raad van bestuur enkel de beslissing van het management goed te keuren en bij strategische beslissingen zullen zij worden gedomineerd door het management. De raad zal enkel nog betrokken worden bij strategische beslissingen indien er sprake is van een crisissituatie. Zij zal alsook worden beperkt in zijn taken tot hetgeen dat wettelijk verplicht is. Hierdoor zullen zij niet instaat zijn om op te treden bij belangenconflicten tussen het management en de aandeelhouders (Kosnik, 1987). Er bestaan zowel subjectieve als objectieve factoren die de steunende rol trachten te verklaren. Er zijn drie subjectieve factoren, deze zijn dat de bestuurders worden aangesteld door het management en dus ook kunnen worden ontslaan indien zij niet handelen zoals het management dat wenst. Ten tweede kunnen bestuurders gecoöpteerd worden in de onderneming en tot slot halen bestuurders voordelen uit hun mandaat

en dit zowel financieel als sociaal gezien door het verwerven van prestige. Objectieve factoren die leiden tot *managerial hegemony* is het feit dat de raad van bestuur afhankelijk is van de informatie die het management hen geeft en dat bestuurders een relatief gebrek aan kennis hebben om effectieve beslissingen te nemen (Hung, 1998). Er kan dus gesteld worden dat de raad ineffectief handelt, dit doordat de leden afhankelijk zijn van het management en dus ageren zoals zij dat wensen (Kosnik, 1987).

### **2.2.2. De samenstelling van de raad van bestuur**

Indien men gaat kijken naar de bestuurders die actief zijn in de raad van bestuur, zetelen er duidelijk twee soorten van bestuurders. In het Engels krijgen zij de term executive director (uitvoerende bestuurder) en non-executive director (niet-uitvoerende bestuurder). Een uitvoerende bestuurder is naast het zetelen in de raad van bestuur ook belast met het dagelijks bestuur, het management van de onderneming. Niet-uitvoerende bestuurders zijn dan vanzelfsprekend zij, die niet belast zijn met het dagelijks bestuur en geen uitvoerende taak verrichten in de vennootschap (Code Daems, 2009). Zij zullen voornamelijk de belangen van andere belangengroepen (werknemers, banken, ...) behartigen (Goergen, 2012). Een niet-uitvoerende bestuurder kan een onafhankelijke bestuurder zijn. Met onafhankelijk wordt bedoeld dat de bestuurder geen andere taak opneemt binnen de organisatie, in het verleden nooit gewerkt had in de onderneming, eveneens geen handelsrelatie had met de onderneming of persoonlijke relaties met de organisatie haar management (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009). In de code Daems (2009) is een bijlage toegevoegd met daarin de criteria waaraan men moet voldoen om een onafhankelijke bestuurder te zijn. Dit zijn de criteria die tevens terug te vinden zijn in artikel 526ter in het wetboek vennootschappen (zie bijlage I).

Een andere belangrijke term is een one-tier raad van bestuur en een two-tier raad. Een one-tier of single-tier raad van bestuur komt voor wanneer zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders in de raad zetelen. Dit is terug te vinden in de meeste landen, zoals de VS en het Verenigd Koninkrijk, maar ook Europese landen zoals Spanje, Italië en België. In een two-tier raad van bestuur is er een verschillende raad voor de uitvoerende bestuurders en voor de niet-uitvoerende bestuurders. De raad van uitvoerende bestuurders is de raad die instaat voor het management terwijl de raad van niet-uitvoerende bestuursleden voornamelijk de taak van het superviseren op zich neemt. Landen waar dit systeem voorkomt zijn Duitsland, China en Noorwegen. De twee systemen hebben allebei hun voor- en nadelen en in de wetenschappelijke literatuur is geen eenduidig antwoord te vinden over welk systeem het beste is (Goergen, 2012).

Waar men in de wetenschappelijk literatuur wel eens over is, is het belang van onafhankelijke bestuurders. Dit is één van de argumenten om te stellen dat een two-tier raad beter in staat is om de onderneming te monitoren, wel is het dan van groot belang dat een niet-uitvoerende bestuurder echt onafhankelijk is zoals wettelijk bepaald (Art. 526ter wetboek vennootschappen, zie bijlage I) en niet een ex-manager is of bevriend is met het huidige management (Goergen, 2012). Ook de wetgeving, zowel in het buitenland (SOX wetgeving) als in België, zet in op het bestaan van onafhankelijke bestuurders. Dit is opgenomen in de code Daems (2009) in richtlijn 2.3, hier wordt verwacht dat de helft van de bestuurders niet-uitvoerende bestuurders zijn en minstens 3 daarvan

onafhankelijke bestuurders zijn. Ramanan (2014) kwam tot de conclusie dat onafhankelijke bestuurders ertoe bijdragen dat het management de resultaten niet gaat opfleuren. Een probleem dat dan wel voorkwam was dat de auditor te laks handelde en *free ride* op de betere werking van de raad van bestuur. Ook werd er besloten dat een volledig onafhankelijke raad van bestuur niet gewenst is, dit door de asymmetrische informatie. Het is dus nuttig en effectiever om naast onafhankelijke bestuurders ook uitvoerende bestuurders in de raad te hebben zetelen, zo is er voldoende inflow van kwalitatieve en recente data. Onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur worden zowat noodzakelijk geacht voor degelijk en voorzichtig te monitoren (Ramanan, 2014; Misangyi & Ancharya, 2014).

Over het ideale aantal leden in de raad van bestuur bestaat enige discussie. Ook dit thema is opgenomen in de Belgische Corporate Governance Code (2009), in principe 2 vindt men dit terug over de grootte van de raad van bestuur:

De raad van bestuur is klein genoeg met het oog op een efficiënte besluitvorming. De raad van bestuur is groot genoeg opdat zijn leden ervaring en kennis uit diverse domeinen kunnen bijdragen en opdat wijzigingen in de samenstelling van de raad van bestuur ongehinderd kunnen worden opgevangen. (p. 13)

Het minimum aantal bestuurders is wettelijk vastgelegd op drie. Dit om altijd tot een besluitvorming te komen. Het kan echter zijn indien de onderneming is opgericht door twee personen of wanneer de algemene vergadering van aandeelhouders tot de vaststelling komt dat er maar twee bestuurders zijn, dat het mogelijk is dat gedurende een bepaalde tijd maar twee bestuurders zijn. Dit tot er een derde aandeelhouder bijkomt of de volgende algemene vergadering. Zolang er slechts twee bestuurders zijn heeft de voorzitter van de raad de beslissende stem (art 518 W.Venn.).

In de wetenschappelijke literatuur er is heel wat onderzoek gevoerd naar wat het ideale aantal van bestuurders is. Zo wordt er onder andere gesteld dat een grotere raad van bestuur samenhangt met een betere performantie van de onderneming. Zo wijst deze zienswijze dat het aantal bestuurders groter is indien men meer externe noden heeft, aangezien men via bestuurders een samenwerking tussen de onderneming en een externe organisatie verkrijgt. Dit zou voornamelijk voorkomen als er veel onzekerheden waren in de bedrijfsomgeving. Maar wetenschappers hebben geen consensus bereikt over of grotere raden wel degelijk beter presteren. Zo zou een raad van bestuur met meer dan 7 à 8 personen efficiënter werken. Daar dat men in een kleinere raad van bestuur zich meer dient te focussen, beter dient mee te werken en er meer ruimte is voor interactie en debat. Ook zou de samenhang in een kleinere groep groter zijn en zal men een grotere inspanning leveren. Verder vond men dat grotere bedrijven, een significant groter aantal bestuurders heeft dan kleine ondernemingen (Dalton, Daily, Johnson, & Ellstrand, 1999).

Een ander belangrijk kenmerk van de raad van bestuur is diversiteit. Onder diversiteit wordt verstaan dat de leden van de raad van bestuur voldoende verschillend zijn van elkaar, en dit naar opleiding, etnische achtergrond, leeftijd, nationaliteit en geslacht. Verder wordt er verwacht dat er voldoende diversiteit is op vlak van bekwaamheid, ervaring en kennis, zodat de onderneming op



elk domein over voldoende kennis en kunde beschikt. Het voordeel van zulke diversiteit is dat de raad over verschillende ziens- en denkwijzen beschikt, om zo een betere beslissing te kunnen nemen. Ook in de regelgeving is diversiteit een veel besproken thema zoals in de Code Daems (2009) in richtlijn 2.1. Tevens zal er in 2017 een nieuwe wet komen, die verplicht dat één derde van de bestuurders van Belgische beursgenoteerde ondernemingen van het andere geslacht dient te zijn, deze wet (wet 28 juli 2011, artikel 518 bis W. Venn.) werd al in 2011 goedgekeurd maar zal pas in 2017 van toepassing zijn. Dit zodat ondernemingen voldoende tijd kregen om geschikte kandidaten te vinden en de bestaande mandaten met een maximumduur van 6 jaar laten uit te zitten (De Jonge, & Peeters, z.d.).

In een werk van Hillman (2015) werd er onderzoek gevoerd naar de diversiteit in de raad van bestuur, een bevinding uit de literatuur was dat er in het algemeen werd van uitgegaan dat een hogere mate van diversiteit gepaard gaat met meer en betere beslissingen, creatievere oplossingen, en innovatievere ideeën. Diversiteit zorgt ervoor dat men minder aan groepsdenken zal doen en zal andere problemen omtrent groepsbeslissingen minimaliseren. Ook zou een diverse raad van bestuur meer aandacht besteden aan de interesses van andere belanghebbenden. Diversiteit brengt ook andere voordelen met zich mee, zo kunnen er experts zijn op meerdere gebieden, denkende aan het operationeel, het juridisch en het financieel domein. Eveneens kan dit zorgen voor een goede verstandhouding met externe belangengroepen zoals de overheid en de lokale gemeenschap. Tevens zal diversiteit er voor zorgen dat men problemen op een andere manier zal proberen op te lossen, dit doordat bestuurders met een verschillende achtergrond de problemen op een andere wijze zullen benaderen. Een grote heterogeniteit tussen de bestuurders zal eveneens, de toezichthoudende rol van de raad van bestuur veelal positief beïnvloeden, dit door een verschil in perceptie van de risico's (Westphal & Zajac, 1995).

Het zetelen van vrouwen in de raad van bestuur is een opkomend thema zeker met de quota's die zijn opgelegd in verschillende landen. Zo zouden de ethische gedragingen tussen mannen en vrouwen sterk verschillen. Vrouwen zouden ethischer zijn dan mannen en denken vaak langer na over beslissingen, zo voorzien zij vaker negatieve consequenties die samengaan met een beslissing. Vrouwen en andere minderheidsgroepen in het management voelen vaak meer aan wat de klanten juist willen, tevens tonen zij meer empathie naar de werknemers in het bedrijf. Een vraag die Hillman (2015) zich terecht stelt is of door middel van het zetten van quota's voor meer vrouwelijke bestuurders, dit wel degelijk een positief effect zal hebben op de werking van de raad van bestuur. Zij kunnen dan wel wettelijk verplicht worden om vrouwen in de raad te hebben zetelen, maar daarom zullen zij niet altijd luisteren naar een vrouw zeker niet indien de vrouwelijke bestuurder enkel zetelt zodat de onderneming voldoet aan de quota (Hillman, 2015).

Recent hecht men in de literatuur meer waarde aan de groepsdynamica en de interactie tussen de bestuursleden in de raad van bestuur en het hiermee samengaande functioneren van de raad. Vroeger was het eerder zo dat de CEO vaak zetelde in de raad van bestuur en vaak zelfs de taak van voorzitter van de raad van bestuur op zich nam. In Belgische beursgenoteerde bedrijven wordt er volgens de code Daems ook aangedrongen om de functie van CEO te scheiden van het voorzittersmandaat. Indien de CEO ook voorzitter van de raad van bestuur is, spreekt men over

CEO dualiteit. Dit zou er toe leiden dat de raad het management minder zal controleren en monitoren. Over het algemeen kan dan ook worden besloten dat CEO dualiteit best vermeden kan worden, deze materie komt terug in tal van wetenschappelijk onderzoek waar men net zoals in de code pleit voor een scheiding tussen de twee functies, oftewel non-dualiteit (Dalton, Daily, Ellstrand, & Johnson, 1998; Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009). In het onderzoek van Finkelstein et al (2009) werd onderzocht welk effect de scheiding tussen de CEO en voorzitter van de raad van bestuur heeft op de resultaten van de onderneming. Hier was sprake van een positief effect. Verder werd er bevonden dat de raad van bestuur niet beter presteert indien de CEO tevens het voorzittersmandaat op zich neemt, er wordt dus in lijn met andere literatuur gepleit voor een scheiding van de twee functies.

Een ander nog recenter concept is dat van 'shared leadership', hier wordt tevens ingespeeld op de steeds groter wordende diversiteit tussen de bestuursleden. Met het begrip shared leadership wordt er gesteld dat geen enkel individu de kennis en ervaring heeft om de raad op elk ogenblik te leiden. Zo zal de performantie van de raad van bestuur toenemen indien men de heterogeniteit van de bestuurders gaat inzetten, om bij elk probleem in elk specifiek domein de meest geschikte bestuurder het voortouw te laten nemen. Dit zodat men met de ervaring, de expertise, de kennis en de persoonlijkheid van de bestuurder in kwestie, de beste beslissing zou kunnen nemen (Vandewaerde, Voordeckers, Lambrechts, & Bammens, 2011).

### **2.2.3. De raad van bestuur in een KMO**

Voorlopig zijn enkel de grote beursgenoteerde ondernemingen aan bod gekomen, daar dat de focus van dit werk voornamelijk op deze bedrijven ligt. De meeste ondernemingen zijn echter kleine of middelgrote ondernemingen al dan niet in familiale handen. Dit familiaal gegeven verandert veel aan de corporate governance in deze kleinere ondernemingen. Op dit vlak was België de koploper, zij brachten als eerste een corporate governance code uit voor niet-beursgenoteerde bedrijven met name de code Buysse. Hierin heeft men speciale aandacht voor de in België meest voorkomende soort onderneming, namelijk het familiebedrijf. In de code Buysse worden er voor deze familiale ondernemingen twee extra governance mechanisme toegelicht, ten eerste het familiecharter en ten tweede het familieforum. Zij dienen bij te dragen aan de verstandhouding tussen de familieleden onderling om zo de spanningen te minimaliseren en de noden van de onderneming te laten primeren. Ook in de academische wereld ontstond een nieuw domein om verder uit te werken, met een stijging van het aantal gepubliceerde artikels en studies tot gevolg (Huse, 2001).

Uiteraard zijn niet enkel de grote beursgenoteerde ondernemingen verplicht om een raad van bestuur op te richten, ook de kleine en middelgrote ondernemingen in de vorm van een naamloze vennootschap hebben deze verplichting. In de wetenschappelijke literatuur wordt zelfs verondersteld dat de raad van bestuur in KMO's een belangrijkere rol spelen dan in grote ondernemingen. De rollen die de raad van bestuur dient uit te voeren in kleine organisaties lopen ongeveer parallel met deze in grote ondernemingen. Zo is er een strategische rol, controlerende rol, netwerk rol en een adviserende rol weggelegd voor de raad. Nieuwe taken die de raad van bestuur krijgt toegewezen is het bemiddelen tussen familieleden en het disciplineren van het management (Voordeckers, Van Gils, & Van den Heuvel, 2007).

De samenstelling van de raad van bestuur is vrijwel gelijkaardig aan deze van grote, beursgenoteerde ondernemingen, met één groot verschil het vraagteken rond het aantal bestuurders met een familiale band die zetelen in de raad van bestuur en wat de eventuele valkuilen zijn. Wel is er een verschil tussen de macht van de CEO in kleine, familiale ondernemingen en de macht van de CEO in grote ondernemingen. In het werk van Voordeckers et al (2007) werden een aantal hypotheses getest die inspeelden op de macht van de CEO en de macht van de familie in kleine ondernemingen. Zo werd er bevonden dat wanneer de CEO meer macht had, in de vorm van CEO dualiteit, er minder externe bestuurders zouden zetelen. Indien men dan toch externe bestuurders zou aanwerven, gebeurde dit niet uit het oogpunt van het agency probleem, maar wel vanuit het resource dependency perspectief. Een andere bevinding was dat des te meer familieleden er in de onderneming werkten, des te meer familieleden zetelen in de raad van bestuur en/of het topmanagement. Dit om het familiale karakter van de onderneming te bewaren, externe bestuurders worden voornamelijk aangeworven indien er slechts weinig familieleden beschikbaar zijn of de onderneming sterk inzet op winstmaximalisatie.

### **2.3. Het keuzeproces voor nieuwe bestuurders**

Nadat in het vorige deel de werking en de samenstelling van de raad van bestuur werden besproken, wordt er in dit deel ingegaan op het keuzeproces voor het aanwerven van nieuwe bestuurders. Zo zal er gekeken worden naar het keuzeproces en naar de keuzecriteria voor het selecteren van nieuwe bestuurders.

#### **2.3.1. Keuzeproces**

In dit deel wordt verder ingegaan op het keuzeproces voor nieuwe bestuurders. Het uiteindelijke benoemen en afzetten van een bestuurder is een taak die is voorbehouden voor de algemene vergadering der aandeelhouders, tevens bepalen zij hun vergoeding. Wel is het de raad van bestuur die nieuwe bestuurders voorstelt, maar de uiteindelijke beslissing ligt bij de algemene vergadering.

In het werk van Clune, Hermanson, Tompkins en Ye (2014) wordt het keuzeproces onderzocht van verschillende ondernemingen. Zij vonden grote verschillen in het keuzeproces tussen de verschillende beursgenoteerde bedrijven. De invloed van de CEO op de selectie van nieuwe bestuurders was in een deel van de ondernemingen van groot belang. Dit terwijl in andere ondernemingen het de opzet was om de CEO geen enkele rol van betekenis te laten spelen in het selectieproces. Een ander opvallende vaststelling was dat er in enkele organisaties geen gestructureerde procedure bestond om deze keuze te maken, de selectie gebeurde louter op informele basis. Slechts enkele bedrijven wisten zeer goed wat de organisatie verwacht van de bestuurder en konden dan ook gemakkelijk een profiel en formele procedures opstellen voor de selectie van de nieuwe bestuurder.

Men kan het selectieproces van nieuwe bestuurders via twee perspectieven benaderen. Het eerste perspectief is het rationeel economisch perspectief, hier stelt men dat de keuze van bestuurder afhangt van de taken die zij zullen uitvoeren, namelijk het toezicht houden op het management en de noden van de onderneming denkende aan de wensen van de verschillende belangengroepen.

Het andere perspectief gaat in op het sociale gegeven en enkele sociale factoren. Deze zienswijze zal meer aandacht besteden aan de noden van de onderneming en de aandeelhouders (Withers, Hillman, & Cannella, 2012).

Voor het selecteren van nieuwe bestuurders is de invloed van de CEO op deze beslissing van groot belang. Zo zullen zij eerder geneigd zijn om voor bestuurders te kiezen die op eenzelfde golflengte zitten of waarvan de CEO weet dat de nieuwe bestuurders zullen handelen naar hun wil. Zo zal de CEO trachten om bestuurders te kiezen waarvan er een demografische gelijkheid bestaat tussen de CEO en de nieuwe bestuurders. Hierdoor zal er waarschijnlijk minder onenigheid bestaan in de raad en zo zal de CEO meer steun krijgen op nieuwe initiatieven en beslissingen. De grote invloed van de CEO is volgens de voorstanders van een heterogene raad van bestuur uiteraard niet ideaal, aangezien de manager zijn invloed op de selectie kan misbruiken zodat er minder tegenstand is vanuit de raad van bestuur (Westphal & Zajac, 1995). Ook het feit dat de CEO kan beslissen wie er in de raad van bestuur zit, dit terwijl de gekozen leden de taak hebben om toezicht te houden op de CEO, geeft aan dat er controverses bestaan over CEO's met een grote invloed op de selectie van nieuwe bestuurders (Shivdasani & Yermack, 1999). Een ander punt voor het selecteren van nieuwe bestuurders uit het standpunt van de CEO, is het selecteren van personen waarmee het management vlot kan communiceren (Westphal & Zajac, 1995).

In het onderzoek van Clune et al (2014) werden 20 bestuurders geïnterviewd met als één van de voornaamste vragen wat de rol van de CEO is in de selectieprocedure voor nieuwe bestuurders. Men vond als resultaat dat de mate waarin de invloed van de CEO een rol speelt sterk verschilt van onderneming tot onderneming. Zo was er enerzijds een onderneming waar de CEO helemaal alleen de kandidaat selecteerde, dit zonder een lijst met kandidaten te hebben of te raadplegen. Anderzijds was er een onderneming waar de CEO de andere bestuurders liet beslissen wie zij voordroegen als nieuwe kandidaat, zijn invloed was beperkt tot slechts een stem in de raad van bestuur. Een opvallende vaststelling was wel dat de bedrijven waar er sprake was van een CEO met weinig invloed op de selectieprocedure, de CEO daadwerkelijk niet aanwezig was op de vergaderingen over de nominatie van nieuwe bestuurders, dit is eerder wenselijk (Kaczmarek, Kimino, & Pye, 2012). Wel dient er opgemerkt te worden dat het laatste decennia de CEO aan invloed en macht hebben verloren op het vlak van de aanstelling van nieuwe bestuurders. Bij de verbetering dient helaas ook een kanttekening gemaakt te worden. Er zijn namelijk nog steeds ondernemingen waar de CEO het keuzeprocess van de nieuwe bestuurder domineert.

Een studie van Shivdasani en Yermack (1999), vond een significant negatieve marktreactie op het gegeven dat de CEO betrokken is bij de selectie van nieuwe bestuurders. Verder kwam men tot de bevinding dat de CEO eerder minder actieve bestuurders koos, die ook minder aandacht besteden aan het controleren van de CEO. Men zal vaker kiezen voor externe ervaringsdeskundigen als bestuurders zoals bankiers en andere grote belangengroepen, als de onderneming zich in een financieel moeilijke situatie bevindt. De aandeelhouders reageren voornamelijk positief bij de aankondiging van een onafhankelijke bestuurder, wel wordt de rol van de CEO hier buiten beschouwing gelaten. Een belangrijke conclusie van dit onderzoek was dat de invloed van de CEO op de bestuurdersselectie sterk is afgenomen.

Niet enkel de CEO kan een invloed hebben op de selectie van nieuwe bestuurders. Zo is er de bevinding dat na het invoeren van de SOX-wetgeving in de VS veel bestuurders een band hebben met het managementteam. Voornamelijk hadden de nieuwe bestuurders een professionele band met iemand van het management en werd hen het mandaat toegewezen juist doordat zij bekend waren in en met de onderneming en diens management. De bestuurders zijn dus niet meer onafhankelijk van de organisatie. (Clune, Hermanson, Tompkins, & Ye, 2014).

Westphal en Zajac (1995) beschrijven verschillende gelijkenissen met de CEO om te zien welke invloed zij hebben op de keuze van bestuurders. De eerste gelijkenis die zij beschrijven is die van de functionele achtergrond van de bestuurder. Het selecteren van bestuurders met eenzelfde achtergrond zou een sterk overeenkomende manier van probleemoplossend denken met zich meebrengen. De functionele achtergrond is onder andere van invloed voor het maken van strategische evaluaties, waardoor een gelijkenis in achtergrond voor gelijkaardige strategische beslissingen zorgt. In de literatuur wordt er aangedrongen om niet enkel sterk gelijkende bestuurders te hebben maar eerder een groep met heterogene achtergronden.

In het uitgebreid onderzoek naar het keuzeproces naar nieuwe bestuurders van Clune et al (2014), werden 20 bestuurders geïnterviewd. Opvallend was dat meer dan de helft van de geïnterviewde bestuurders een persoonlijke of professionele relatie had met de CEO of andere leden van het managementteam. Een ander, voor dit werk, opvallende uitkomst was dat bijna drie kwart van de bestuurders een band had met een andere externe bestuurder en dat een deel van de bestuurders in meerdere raden van bestuur zetelen.

Het keuzeproces voor het voordragen en selecteren van nieuwe bestuurders is eerder uiteenlopend te noemen. Van ondernemingen die strikt formeel stap per stap gestructureerd een bestuurder voordragen tot een informeel, ongestructureerd proces. Het gros van de geïnterviewde bestuurders kende het belang van een gediversifieerde raad met ieder zijn eigen vaardigheden, ook waren zij bewust van de resource dependence theory om zo eenvoudiger aan noodzakelijke bronnen te geraken. De wijze waarmee met deze informatie werd omgegaan verschilde wel. Van ondernemingen die door middel van discussie bepaalden wat zij misten in de raad van bestuur, tot een gestructureerde matrix met vaardigheden om zo een profiel te kunnen schetsen. Een andere mogelijkheid om nieuwe bestuurders voor te dragen is het samenwerken met een consultant, deze stelt dan zelf een lijst samen met de bestuurders die voldoen aan uw criteria. De belangrijkste reden om niet samen te werken met een consultant is dat men vreest dat de voorgedragen bestuurder niet in het huidige team past. Ook eerdere negatieve ervaringen zijn een belangrijke reden om niet te kiezen voor een samenwerking met een consultancy bedrijf. De redenen voor het aanwerven van een nieuwe bestuurder waren onder andere het opstappen van een oude bestuurder, het invullen van een gewenst profiel of omdat de aandeelhouders een nieuwe bestuurder voorstellen (Clune, Hermanson, Tompkins, & Ye, 2014).

Na het selecteren van de mogelijke kandidaten, wordt er bijkomstige informatie verzameld over hun achtergrond en opgegeven referenties. Als men van iedere kandidaat een goed beeld heeft kunnen vormen, wordt er een shortlist gemaakt met kandidaat nieuwe bestuurders. Bij deze kandidaat nieuwe bestuurders wordt dan nagegaan of er eventueel interesse is in het mandaat.

Indien de kandidaat positief staat tegenover het nieuwe mandaat wordt hij/zij uitgenodigd voor een interview. Na het interview zal de raad een aanbeveling doen, waarna de algemene vergadering de uiteindelijke beslissingsmacht heeft (Clune, Hermanson, Tompkins, & Ye, 2014).

### **2.3.2. Keuzecriteria**

Deels voortgaand op de gelijkens tussen de CEO en de bestuurder, werd er in een studie van O'Neal en Thomas (1995) gevonden dat het belangrijkste selectiecriteria voor een nieuwe bestuurder de *verenigbaarheid met de huidige bestuursleden* was. Andere criteria zijn: *collegialiteit, achtergrond, inzicht, karakter en imago*. Verder waren er ook objectievere, meetbare criteria deze waren echter van minder belang, onder deze criteria vallen onder andere *geografische achtergrond, leeftijd, ervaring, expertise* en andere. De onderzoekers halen het zetelen in andere raden van bestuur aan als een identificatie van eventuele kandidaten. Ook de netwerkverbanden die deze bestuurders met zich kunnen meebrengen worden aangeraakt in het artikel.

Voor de selectie van nieuwe bestuurders wordt er rekening gehouden met de eigenschappen en vaardigheden die de huidige bestuurders bezitten, maar tevens met de noden aan eigenschappen en vaardigheden van nieuwe bestuurders. Dit om een bestuurder aan te trekken die complementair is aan de andere bestuurders en de werking van de raad verbetert. Een criteria dat regelmatig gevonden werd in het werk Van Clune et al (2014) was, het aan boord halen van een bestuurder die over de *kwalificaties* beschikt om een toekomstgerichte strategie uit te zetten. Andere regelmatig voorkomende criteria waren deze die de diversiteit in de raad verhogen zoals: *nationaliteit, geslacht, etnische achtergrond, leeftijd, etc.* Eigenschappen die als relevant werden beschouwd voor nieuwe bestuurders waren, de *expertise op industrieel niveau of financieel niveau, internationale ervaring* en de *collegialiteit* van nieuwe bestuurders (Clune, Hermanson, Tompkins, & Ye, 2014).

De *leeftijd* van de bestuurder is een ander keuzecriterium. Zo kan de leeftijd van de bestuurders sterk verschillen. Vroeger was het zo dat er voornamelijk oudere mannen in de raad zetelden. Een reden zou kunnen zijn dat oudere bestuurders meer risicoavers zijn en over belangrijke beslissingen meer informatie zullen opzoeken. Samenhangend met de diversiteit in de raad van bestuur is dit recent veranderd, dit zodat er een betere mix van leeftijden in de raad zetelt. Ook de *scholingsgraad* heeft belang op de selectie aangezien hoe hoger men geschoold is, hoe beter men in staat is om te gaan met complexe, strategische beslissingen. Verder gaan de auteurs ook nog in op de selectie van *interne* tegenover *externe* bestuurders. Interne kandidaat-bestuurders hebben het voordeel dat zij meer bedrijfsspecifieke kennis hebben waar de externe kandidaten zich meer bewust zijn van alternatieve strategische en technologische benaderingen (Westphal & Zajac, 1995).

Indien men in het onderzoek van Withers et al (2012), naar de selectiecriteria voor het aanwenden van nieuwe bestuurders gaat kijken, vindt men enkele criteria die van belang zijn. Een eerste criteria is dat van *interne/externe bestuurders*, met andere woorden kiest men voor een interne of externe bestuurder. Elk met zijn eigen voordelen zoals eerder al besproken. Het meest gewaardeerde extern bestuurslid is een CEO van een andere goed draaiende onderneming. Een

criteria dat deels met het vorige samengaat is dat van *kennis, kunde en ervaring*. Elke bestuurder heeft een unieke combinatie van deze eigenschappen. Ook *de afkomst en het geslacht* van nieuwe bestuurders hebben recent veel aandacht gekregen. Door de diversiteit zal de raad en de onderneming optimaal kunnen presteren en dit door de unieke kwaliteiten en eigenschappen van de bestuurders.

Een ander criterium voor de selectie van een nieuwe bestuurder is de *reputatie van een bestuurder*. Hiermee samenhangend is het criteria dat zal rekening houden met het *aantal mandaten van een bestuurder*. Bij dit criteria stelt men dat een bestuurder met al enkele mandaten, vaker nieuwe bestuursmandaten zal ontvangen. Door het aanwenden van bestuurders met meerdere mandaten, kan men een netwerk uitbouwen. Dit netwerk van de nieuwe bestuurder kan voor voordelen zorgen, ook dit speelt mee in de selectie van een nieuw lid voor de raad van bestuur. Niet enkel bestuurders met meerdere mandaten maar ook CEO's van andere ondernemingen of politici kunnen voor een dergelijk netwerk zorgen (Withers, Hillman, & Cannella, 2012).

Een onderneming die minder goed presteert zal eerder kiezen om een onafhankelijk externe bestuurder aan te stellen. Interne bestuurders zijn op dat moment minder aangewezen, aangezien zij mee verantwoordelijk zijn voor de prestaties in het verleden. Een externe bestuurder heeft tevens meer kans om aangesteld te worden, indien de onderneming zich wil begeven op een nieuwe markt of een nieuwe productgroep wilt lanceren. Een logische uitleg is het feit dat het bedrijf nood heeft aan extra informatie en experts. Deze kunnen gevonden worden in nieuwe bestuurders. De verklaring kan gevonden worden in de resource dependence theorie, daar dat de organisatie afhankelijk is van de verkregen kennis en kunde van hun bestuurders (Goergen, 2012).

Voor het aanwerven van nieuwe bestuurders beschrijven Withers et al (2012) een hele markt, gelijkaardig aan de arbeidsmarkt. Het als bestuurder zetelen in meerdere raden is de enige echte indicator van hoe de markt de kandidaat-bestuurder kan inschatten (Davis & Robbins, 2004). De idee hierachter is dat het zetelen in meerdere raden, het resultaat is van de goede prestatie van de bestuurder in andere raden van bestuur (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003). Hiermee samenhangend zijn de netwerkvoordelen die met het zetelen in meerdere raden van bestuur gepaard gaan. Kijkende naar de vraagzijde, vinden we daar de noden van de onderneming. Met andere woorden vinden we daar de belangrijkste karakteristieken van het bedrijf, zoals hoe de onderneming presteert, of welke strategie men volgt, of waar de onderneming zich bevindt in de levenscyclus, maar ook alle extern gerelateerde kenmerken. De aanbodzijde zal zich specificeren als de individuele eigenschappen van de kandidaat nieuwe bestuurders. Onder deze eigenschappen van kandidaat nieuwe bestuurders behoren onder andere de ervaring, de unieke kwaliteiten, en de expertise van de kandidaten. Andere individuele karakteristieken zijn, het percentage externe bestuurders, de macht van de CEO, en het geslacht en afkomst van kandidaat bestuurders. Een opvallend individueel kenmerk waar men waarde aan hecht is, bestuurders met meerdere mandaten in verschillende raden van bestuur. Zo zou het zetelen in meerdere raden van bestuur in bepaalde gevallen een eerder positief effect hebben op de keuze van een nieuwe bestuurder (Withers, Hillman, & Cannella, 2012).

## **2.4. Bestuurders met meerdere bestuursmandaten**

Onder de keuzecriteria vindt men het criteria van meerdere bestuursmandaten terug. Dit is een belangrijk criteria voor het eventueel creëren van netwerkverbanden. In deze sectie zullen de voornaamste bevindingen worden omschreven over de bestuurders met meerdere mandaten. Verder zal er aandacht worden besteed aan het fenomeen van interlocking directorates.

### **2.4.1. Meerdere bestuursmandaten**

Bestuurders met meerdere mandaten kunnen volgens Withers et al (2012) een voordeel hebben op personen die nog niet actief zijn in een raad van bestuur om gekozen te worden als nieuwe bestuurder. Doordat deze bestuurders al zetelen in een andere onderneming kunnen zij hieruit hun ervaring en expertise meenemen. Tevens kan men buiten deze ervaring ook een ander voordeel met zich meebrengen. Denkende aan de resource dependence theorie, waar de raad van bestuur eerder een netwerk rol krijgt toebedeeld en het doel is om via de bestuurders in de raad aan de nodige resources te geraken (Hung, 1998; Hillman, Cannella, & Paetzold, 2000).

Institutionele beleggers en aandeelhouders zijn niet altijd opgezet met bestuurders met meerdere bestuursmandaten. Er is kritiek op deze bestuurders daar dat zij niet in staat kunnen zijn om meerdere ondernemingen effectief te monitoren en hun governance verantwoordelijkheden op een correcte manier uit te voeren (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003; Harris en Shimizu, 2004). Daarom is er in de Verenigde Staten op vraag van de beleggers een maximum aantal bestuursmandaten opgelegd. De Council of Institutional Investors eiste een plafond van twee mandaten indien de bestuurder ook nog een fulltime job zou hebben. De National Association of Corporate Directors van bestuurders was van mening om een maximum aantal van drie tot vier mandaten op te leggen. De bestuurders zelf ervaren te veel mandaten als een last en stellen dat zij een bestuursmandaat zouden weigeren door een gebrek aan tijd. Dit aangezien zij hun aandacht moeten spreiden tussen te veel ondernemingen en het mandaat dus niet naar behoren kunnen uitvoeren (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003).

In België is een restrictie op het aantal mandaten dat een bestuurder in beursgenoteerde ondernemingen kan aannemen. Dit mandatenplafond is in België via de code Daems (2009) voor beursgenoteerde ondernemingen vastgelegd op vijf (bepaling 4.5). In de Verenigde Staten is men nog strenger en zal men maximaal drie mandaten mogen opnemen. Guberna en het VBO (2014) hebben via de jaarverslagen van 2014 een onderzoek gevoerd naar de naleving van de code Daems bij 78 ondernemingen uit de BEL 20, BEL Mid, en de BEL Small. Hierin werd onder andere het aantal bestuursmandaten per bestuurder in Belgische beursgenoteerde ondernemingen onderzocht. Men kwam tot de bevinding dat deze bepaling uitstekend wordt nageleefd, zo is er slechts één persoon die vijf mandaten bezit en twee personen die vier mandaten hebben. Het gros van de bestuurders heeft slechts één bestuursmandaat, 80 personen hebben twee mandaten, en negen personen bezitten drie mandaten.

Het aannemen van een bestuurder met meerdere mandaten wordt door de aandeelhouders gezien als goed nieuws, daar dat deze persoon extra expertise met zich meebrengt. Langs de andere kant hoort er bij bestuurders met meerdere bestuursmandaten een zekere kost, dit doordat de raad en



de bestuurders worden afgeleid en minder intensief gaan controleren en monitoren (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003). In een onderzoek van Jiraporn, Davidson, DaDalt, en Ning (2009) naar de aanwezigheid van bestuurders met meerdere mandaten, kwam men tot de conclusie dat bestuurders met meerdere mandaten, vaker afwezig waren op vergaderingen van de raad van bestuur. De vraag naar restricties op het aantal bestuursmandaten is in dit opzicht te begrijpen.

Het is dus niet vanzelfsprekend dat veel bestuurders met meerdere mandaten optimaal is voor de werking van de raad van bestuur. Wel werd er bevonden dat de prestatie van de onderneming een positief effect heeft op het aantal mandaten per bestuurder. Er is namelijk sprake van een reputatie effect, een bestuurder die zetelt in een goed opererende ondernemingen, zal eerder gevraagd worden voor een nieuw bestuursmandaat (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003). Fich en Shivdasani (2006) vonden dat het aantal mandaten per bestuurder gerelateerd is met de prestatie als monitor en gecorreleerd is met de reputatie van de bestuurder.

Aangezien de verwachting is dat bestuurders met meerdere mandaten zich minder goed van hun verantwoordelijkheden zullen ontdoen, wordt er in een artikel van Harris en Shimizu (2004) onderzocht of het hebben van meerdere bestuursmandaten daadwerkelijk als gevolg heeft dat deze bestuurders minder vaak aanwezig zouden zijn op vergaderingen van de raad van bestuur. Hier vonden de onderzoekers dat er geen significant verschil is tussen bestuurders met veel mandaten tegenover bestuurders met weinig mandaten.

Een andere bevinding in het onderzoek van Fich en Shivdasani (2006) was dat men in ondernemingen waar de meerderheid van de raad van bestuur drie of meer dan drie mandaten bezit, minder snel geneigd zal zijn om de CEO te ontslaan bij mindere prestaties. Tevens leiden in dergelijke ondernemingen de bedrijfsresultaten hieronder. Verder zal er in dit soort ondernemingen een hogere compensatie gegeven worden aan de CEO. De reden hiervoor zou liggen bij de bestuurders, zij zullen hun mandaat willen behouden door via een hoge compensatie de CEO tevreden te stemmen. Dit zou ook leiden tot mindere resultaten van de onderneming (Core, Holthausen, & Larcker, 1999; Shivdasani & Yermack, 1999).

Conyon en Read (2006), beschrijven een model met hierin zowel de kosten als de baten voor de onderneming die komen kijken bij een bestuurder met meerdere mandaten. Het model tracht het effect te meten van een manager of CEO van een onderneming, de "home firm", die wordt benoemd in de raad van bestuur van een andere organisatie, de "receiver firm". De kost voor de "home firm" is de opportuniteitskost van de bestuurder zijn tijd, met andere woorden de tijd die hij anders in de eigen onderneming had gespendeerd. De baten voor de eigen organisatie zijn het vergroten van de management skills van de bestuurder, hoe meer tijd men hier spendeert hoe meer zijn vaardigheden zullen verbeteren. Ook zijn bekwaamheid zal toenemen, daar dat de bestuurder een leerproces ondergaat.

De conclusie van Conyon en Read (2006) luidt dat het verkrijgen van extra mandaten niet enkel geldelijke voordelen met zich meebrengen maar ook niet-geldelijke zoals prestige, reputatie en macht. De werkelijke waarde voor het eigen bedrijf van de manager of CEO is ambigu. Het model geeft aan dat bestuurders meer mandaten aannemen dan het optimale aantal voor de "home firm".

Wel is er een voordeel voor de onderneming, als de verbetering van de management skills van hun manager de opportuniteitskost van de gespandeerde tijd van de bestuurder/manager overstijgt.

Er zijn enkele bedrijfskenmerken die meerdere bestuursmandaten per persoon kunnen verklaren. Zo zal zowel de grootte van de onderneming als de grootte van de raad van bestuur worden gezien als een kenmerk met een positieve invloed op het aantal mandaten van de bestuurder. Tevens zal de operationele prestatie van de onderneming een positieve impact hebben op het aantal bestuursmandaten per bestuurder. Kenmerken die het aantal mandaten per bestuurder eerder zal beperken is het eventuele aandeelhouderschap van de bestuursleden. Tot slot zal ook de regelgeving een rol spelen op het aantal bestuursmandaten, zo zal het handelen in een gereguleerde omgeving de mogelijkheid van meerdere mandaten inperken (Ferris, & Jagannathan, 2001).

Indien men dan gaat kijken naar het effect van meerdere bestuursmandaten op de resultaten van de onderneming vindt men geen eenduidige uitkomst. Zo vonden Harris en Shimizu (2004) in tegenstelling tot hun verwachting, dat er abnormale returns bestonden in ondernemingen waar er meerdere bestuurders zetelen met een groot aantal mandaten. In het onderzoek van Ferris et al (2003) werd nagegaan of er een negatieve relatie bestaat tussen het aantal bestuursmandaten en de prestatie van de organisatie. Deze hypothese werd niet ondersteund door dit onderzoek. Verder werd er bevonden dat bestuurders met meerdere mandaten zich niet ontdoen van hun verantwoordelijkheden. Tevens vond men geen relatie tussen meerdere bestuursmandaten en hangende geschillen omtrent fraude.

In een ander artikel van Fich en Shivdasani (2006) worden de prestaties onder de loep genomen van ondernemingen met een meerderheid van bestuurders met meerdere bestuursmandaten. De onderzoekers kwamen tot de conclusie dat in zulke bedrijven *de market-to-book* ratio lager ligt dan in andere ondernemingen. Maar niet enkel deze ratio was lager ook de ROA (*return on assets*), de omzet en de operationele winst was lager in bedrijven met een meerderheid van bestuurders met meerdere mandaten. Volgens de onderzoekers was dit niet te wijten aan het aanstellen van bestuurders met meer dan drie mandaten in slecht presterende ondernemingen. Zij vonden namelijk dat bestuurders met meer dan drie mandaten eerder uit de raad van bestuur zouden stappen, als dit bedrijf minder goed presteerde. Dit is in lijn met de reputatie hypothese, hierin wordt gesteld dat bestuurders een onderneming die minder goed presteert verlaat zodanig om zelf geen reputatieverlies te lijden (De Maere, Jorissen, & Uhlener, 2014). Deze hypothese werd in ditzelfde onderzoek bevestigd voor Belgische niet-beursgenoteerde ondernemingen. Dit door de bevinding dat bestuurders de raad van bestuur van een minder presterend bedrijf verlaten of doordat deze extra bestuursmandaten verkrijgen in de jaren voor het faillissement.

In tegenstelling tot wat Harris en Shimizu (2004) stelden, vonden Fich en Shivdanesi (2006) dat er in ondernemingen met een meerderheid van bestuurders met een groot aantal mandaten minder abnormale returns voorkwamen. In een onderzoek van De Maere, Jorissen en Uhlener (2014) ging men op zoek naar de raad van bestuur en de kans op een faillissement in Belgische niet-beursgenoteerde ondernemingen. Men kwam tot de conclusie dat een gemiddeld lager aantal

mandaten per bestuurder, een lagere kans op een faillissement met zich meebrengt en dus een grotere kans om als bedrijf op lange termijn te blijven bestaan.

#### **2.4.2. Interlocking directorates**

Een term die regelmatig voorkomt bij bestuurders met meerdere mandaten is de term "interlocking directorates". Als een manager of bestuurder als vertegenwoordiger zetelt in de raad van bestuur van een andere onderneming wordt er gesproken van interlocking directors. Het is hier wel noodzakelijk dat deze bestuurder in naam van zijn werkgever het bestuursmandaat opneemt (Desfosses, Smith, 1972). Interlocking directorates worden gebruikt om onzekerheden uit de omgeving van de firma weg te werken. Dit door toegang te krijgen tot diverse bronnen en vaardigheden en het vergemakkelijken van de communicatie tussen de ondernemingen. Dergelijke relaties zijn tevens een goedkope manier om geloofwaardige informatie te vergaren (Shropshire, 2010).

Het verkrijgen en delen van informatie tussen zogenaamde board interlocks en de wijze waarop de organisaties omgaan met de verkregen informatie is van belang om voordelen te halen uit deze relatie. Het delen van de informatie zal verbeteren indien de bestuurder zich kan identificeren met de organisatie, of contact heeft met de CEO. Het delen van kennis zal sneller gebeuren indien de bestuurder onervaren is, er wordt wel verwacht dat er bij zeer ervaren bestuurders minder kennisoverdracht zal plaatsvinden. Ervaring binnen de organisatie (interne bestuurder) kan de informatie naar de raad van bestuur verbeteren, maar evenzeer ervaringen opgedaan via andere raden van bestuur zal de informatiestroom verbeteren. De kennis-en informatieoverdracht zal tevens beter zijn als een bestuurder in een relevante andere raad van bestuur zetelt. Ook de status van de bestuurders zal het delen van informatie verbeteren. Het aannemen van de aangereikte informatie zal op een betere manier gebeuren indien de raad veel macht heeft ten opzichte van de CEO van het bedrijf. Verder zal een demografisch diverse raad van bestuur zich ontvankelijker opstellen als het gaat om het verkrijgen en verwerken van informatie (Shropshire, 2010).

Recent werd er in de literatuur gesteld dat interlocking directors op een andere manier zullen monitoren, zeker op het vlak van CEO-compensatie. Over het algemeen wordt verondersteld dat interlocked bestuurders, hun controlerende taak niet effectief kunnen uitvoeren. De hypothese die de onderzoekers, Devos, Prevost, & Puthenpurackal (2009), stellen is dat ondernemingen waar er sprake is van een interlock een indicatie is voor minder bestuur. Deze ondernemingen met een zwakker bestuur, zullen naar alle waarschijnlijkheid mindere resultaten kunnen voorleggen. De onderzoekers vonden dat bedrijven met mindere resultaten, vaker bestuurders hebben zetelen met een interlock. De veronderstelde hypothese dat deze bestuurders eerder in minder presterende ondernemingen zetelt, wordt deels verklaard doordat ondernemingen met mindere resultaten meer interlocking bestuurders zullen aanstellen. Een andere bevinding is dat er een negatieve reactie is op de aandelenprijs indien een interlocking bestuurder wordt aangesteld. Dit daartoe een interlocking director een indicatie is voor zwakkere monitoring. De resultaten bevestigen de veronderstelling gevonden in de literatuur.

Een ander onderzoek gaat in op de verschillende relaties aangegaan tussen bepaalde soorten van onderneming en andere organisaties die voordelen kunnen opleveren. Een eerste groep van ondernemingen zijn de banken, verder zullen nutsbedrijven en investment bankiers worden onderzocht. Er wordt besloten dat het verwijderen van deze groepen bestuurders uit de raad, geen voordeel oplevert. Dit aangezien ondernemingen en diens raad van bestuur nood hebben aan informatie en advies. Bestuurders uit deze groepen kunnen dit uitstekend aanleveren. Een belangrijke aanbeveling in de tijdsgeest van het onderzoek, was dat een bestuurder niet zou mogen zetelen als bestuurder in meerdere concurrerende bedrijven (Desfosses, & Smith, 1972).

## **2.5. Netwerkverbanden**

In dit werk wordt veel gesproken over netwerkverbanden in raden van bestuur, daar deze een cruciale rol spelen in deze eindverhandeling. Een duidelijke definitie is dus noodzakelijk, vandaar de vraag wat men verstaat onder netwerkverbanden in raden van bestuur in de wetenschappelijke literatuur. Als we eenmaal een duidelijke definitie kennen van wat netwerkverbanden in raden van bestuur zijn, gaan we kijken welke netwerkverbanden er zoal kunnen worden opgezet. De verschillende relevante netwerkverbanden zullen worden onderzocht om zo duidelijkheid te verschaffen over welke verbanden het interessants zijn voor een onderneming. Om zo in de toekomst bestuurders te selecteren die beter voldoen aan de verwachtingen en criteria vooropgesteld door de onderneming.

### **2.5.1. Definitie netwerkverbanden**

Een belangrijke theorie in verband met netwerkverbanden is de resource dependence theorie. Deze werd al eerder aangehaald in de rollen van de raad van bestuur. De rol die gepaard gaat met deze theorie is de netwerk rol. De resource dependence theorie is de opzet van het creëren van netwerkverbanden. Netwerkverbanden worden namelijk opgericht om de onderneming te kunnen blijven voorzien van noodzakelijke bronnen. Dit kan gaan van belangrijke leveranciers, klanten, financieringsmiddelen tot het behouden of veranderen van wetgeving. Bevindingen over netwerkverbanden die terug werden gevonden in de academische literatuur, zullen in de volgende alinea's worden besproken.

Onder een netwerkverband wordt, het opzetten van relaties tussen twee bedrijven waar zij een voordeel uithalen, verstaan. Het opzetten van zo een relatie gebeurt meestal tussen sociaal welstellende bestuurders, er wordt ook wel gesproken van het small-world fenomeen, waarmee men bedoelt dat het een beperkt aantal personen betreft die dergelijke relaties kunnen opbouwen. Dit heeft als gevolg dat door de familiariteit tussen deze verschillende bestuursleden, deze vaker zullen worden voorgedragen bij de selectie van nieuwe bestuurders. Men kan meerdere soorten van netwerkverbanden opbouwen. Zo zijn de voornaamste verbanden de politieke en economische relaties die op deze manier worden opgebouwd (Withers, Hillman, & Cannella, 2012).

Een eerste netwerkverband dat voornamelijk voorkwam in de vorige eeuw, is het samenspel of collusie tussen competitieve bedrijven. Zo was er in de Verenigde Staten in het begin van de 20ste eeuw een samenwerkingsverband tussen banken in New York, zij deelden hun bestuursleden en zorgden er op deze manier voor dat er minder competitie was tussen de verschillende banken. Het

zetelen in raden van bestuur van competitieve ondernemingen werd dan ook in 1914 verboden in de Verenigde Staten. Maar er zijn nog steeds bestuurders die in de raad van competitieve ondernemingen zetelen, met het doel om de mededinging te beperken. Er zijn wel twijfels over de effectiviteit van deze opzet, ook de literatuur schenkt minder aandacht aan dit onderwerp (Mizruchi, 1996).

Wel is er het idee dat men via een netwerkverband tussen twee ondernemingen, sneller overgaat tot strategische allianties. Men verwacht dat bestuurders, informatie delen met hun collega bestuurders over de onderneming waar zij voor werken. Zo kunnen er innovaties ontstaan uit een samenwerking die is opgezet via bestuurders, als beide ondernemingen eerder geneigd zijn om niet het volledige risico te dragen of niet beschikken over voldoende informatie binnen de onderneming. Door middel van het zetelen in de raad winnen de bedrijven informatie, waarna zij kunnen beslissen met wie er eventuele allianties of joint-ventures kunnen worden opgestart. Na het opstarten kunnen zij via de raad van bestuur controle uitvoeren op de andere onderneming, zodat zij hetzelfde doel voor ogen hebben en blijven behouden (Gulati & Westphal, 1999).

Een ander netwerkverband wordt ook wel coöptatie genoemd. Coöptatie wordt in de studie van Mizruchi (1996) omschreven als, "the absorption of potentially disruptive elements into an organization's decision-making structure" (p. 274). Een voorbeeld van coöptatie is de keuze voor een afgevaardigde van een bank als nieuw bestuurslid. Deze kunnen dan zowel voor de bank, zijnde het in het oog houden van de onderneming zijn leningen en covenanten. Als voor de onderneming waar zij voor zetelen, denkende aan het vergemakkelijken voor het verkrijgen van fondsen, een grote meerwaarde betekenen (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009). Een ander voorbeeld van coöptatie is het zetelen van politici in de raad van bestuur (Hillman, 2005).

Zoals in vorige alinea beschreven, is het eerste voorbeeld van coöptatie, het laten zetelen van bankiers in de raad van bestuur. Dit komt voornamelijk voor indien de ondernemingen niet over de nodige bronnen beschikt. In dit geval zou een coöptatie van een bankier in de raad de onzekerheid van het werven van bronnen wegnemen. Men gaat zowel in een economisch gunstig als ongunstig klimaat een financieel netwerkverband opzetten, de redenen zijn wel verschillend. In een gunstig klimaat is er nood aan financieel advies en informatie, daar dat er steeds een grotere hoeveelheid kapitaal gevraagd wordt. Terwijl er in een economisch ongunstig klimaat, met nog steeds een hoge vraag naar kapitaal, de banken eerder vragende partij zullen zijn voor een bestuurder af te vaardigen in de raad van bestuur om zo hun investeringen te beschermen. Dit zal tevens voorkomen als de winsten of solvabiliteit dalend zijn (Mizruchi & Stearns, 1988).

In een onderzoek van Hillman (2005) wordt ingegaan op het politieke netwerkverband, een andere manier van coöptatie. Het onderzoek baseert zich op de situatie in de Verenigde Staten, zo kwamen deze relaties recent in opspraak door onder andere het Enron schandaal, Enron had namelijk nauwe banden met de regering Bush. In het onderzoek gaat men ten eerste kijken of onderneming met bestuurders die politieke ervaring hebben, beter presteren dan bedrijven zonder politici in hun raad. In deel twee, gaat men ervan uit dat industrieën die sterk gereguleerd zijn, vaker en meer politici in de raad hebben zetelen. Men bekwam als resultaat, dat ondernemingen met politici in de raad van bestuur niet significant beter presteerden als men rekening hield met

boekhoudkundige performantie. Wel werd er een positief verband gevonden als men naar markt gebaseerde performantie keek. In het tweede deel werd de hypothese, dat sterk gereguleerde industrieën meer politici in de raad hebben zetelen, bevestigd. Dit bevestigt dat de onderneming en de raad van bestuur rekening dienen te houden met de externe omgeving van het bedrijf (Hillman, 2005).

Als we dan kijken naar de groepen waar men netwerkverbanden mee opbouwt, is volgens Mizruchi (1996) de meest voorname groep, de bestuurders uit de brede financiële sector, zoals bankiers, verzekeraars maar ook advocaten en accountants. Een andere belangrijke groep zijn de bestuurders die een belangengroep vertegenwoordigen, hieronder vallen onder andere milieuorganisaties. Een afgevaardigde van een grote externe aandeelhouder zetelt ook regelmatig in de raad van bestuur, dit om de belangen te verdedigen van de externe aandeelhouder (Mizruchi, 1996).

### **2.5.2. Voordelen van netwerkverbanden**

Vervolgens worden de voordelen van zulke netwerkverbanden in raden van bestuur onderzocht. Deze kunnen verschillen per netwerkverband. De voordelen zullen de voornaamste redenen zijn om netwerkverbanden uit te bouwen, vandaar dat zij waarschijnlijk de selectiecriteria op zijn minst zullen beïnvloeden.

De ervaring en de kennis die een bestuurder met zich meebrengt uit andere raden van bestuur is een reden om deze bestuurder te selecteren. Zo zullen zij relevante praktijkinformatie bezitten en hebben zij kennis van beleidsvoering. Managers die in een raad van bestuur zetelen waarvan zij niet het dagelijks bestuur in handen hebben, gebruiken de informatie die zij verkrijgen tijdens de vergaderingen om de omgeving te scannen en zo up-to-date informatie in te winnen voor hun onderneming. Tevens zouden zij zelf veel bijleren uit de ervaringen die zij opdoen in verband met het uitzetten van het beleid en de consequenties van hun beslissingen. Een ander voordeel voor de externe manager is dat zij via hun zetel in de raad, leren communiceren met bestuursleden en andere comités (Carpenter & Westphal, 2001; Mizruchi, 1996).

Het verminderen van de onzekerheid alsook het verlagen van transactiekosten is een ander voordeel dat voorkomt door het uitbouwen van netwerkverbanden. De onzekerheid wordt geminimaliseerd door het verkrijgen van expertise, kennis en informatie van een bestuurder uit de externe omgeving. Naast deze voordelen is het mogelijk dat de onderneming makkelijker noodzakelijke bronnen kan verwerven. Het opzetten van dergelijke relaties kan gezien worden als een toepassing van de resource dependence theorie (Hillman, Cannella, Paetzold, 2000).

Een ander voordeel van bestuurders met een netwerk, is volgens Carpenter en Westphal (2001) de heterogeniteit van de verschillende bestuurders. Zo zal er door bestuurders die actief zijn op meerdere gebieden, er meer kennis zijn op dat specifieke vlak, daar dat zij een ander strategisch beleid voeren. Dit zal de inzichten van de raad verbreden en hierdoor zal er rekening gehouden worden met alternatieve strategieën waar men in eerste instantie niet aan zou denken. Over het algemeen wordt aangenomen dat een heterogene raad van bestuur een positief effect heeft op de groepsperformantie van de raad.

Het laten zetelen van een politicus in de raad van bestuur, brengt een aantal netwerkvoordelen met zich mee. Een voordeel is dat een politicus de onzekerheid van de externe omgeving verminderd. Dit door het laten zetelen van een politicus, er een relatie zal ontstaan met de overheid. Zoals het onderzoek van Hillman (2005) stelt, zullen ondernemingen uit voornamelijk sterk gereguleerde sectoren een politicus in hun raad hebben zetelen. Bedrijven die een politicus in hun raad hebben zetelen, kunnen op deze manier ook een actieve rol spelen in het uitwerken van een politiek beleid. Dit zodat het beleid gunstiger is voor de onderneming. De auteur beschrijft verder nog een aantal mogelijke voordelen, het eerste voordeel is de unieke informatie over het beleidsproces. Een tweede voordeel is dat men kan lobbyen en communiceren met politici waarmee het bestuurslid goede banden heeft. En ten derde wordt de mogelijke toegang tot beleidsmakers en de invloed op het beleid gezien als een voordeel van een netwerkverband met een politicus (Hillman 2005).

Een voordeel, indien een onderneming een bestuurder uit de financiële sector in de raad heeft zetelen, is het eenvoudiger verkrijgen van kapitaal. En zoals al eerder beschreven zal ook de bank genieten van voordelen, door onder andere het bekomen van meer informatie van de onderneming om zo de onderneming te kunnen monitoren (Mizruchi & Stearns, 1988). Er dient wel een kanttekening gemaakt te worden. Zo geldt dit voordeel voornamelijk in de Verenigde Staten, in Belgische context is de regelgeving omtrent bankiers in de raad van bestuur strikter. Deze regels zijn recent uitgewerkt in de bankwet van 25 april 2014, waarin men beperkingen stelt aan bankiers in de raad van bestuur. In artikel 62 van de bankwet worden zowel kwalitatieve als kwantitatieve beperkingen opgesomd, tevens zal elke bankinstelling een intern beleid uitschrijven aangaande externe functies. Onder de kwalitatieve beperkingen wordt onder andere gesteld dat leden die worden benoemd uit voordracht door de kredietinstelling lid moeten zijn van het directiecomité of moeten worden aangewezen door het directiecomité. De leden van het directiecomité mogen tevens enkel in een limitatief geval beschreven in de wet een mandaat uitoefenen waarin zij deelnemen aan het dagelijks bestuur. Verder zijn er beperkingen uitgewerkt voor leden van het wettelijk bestuursorgaan die geen lid zijn van het directiecomité. De kwantitatieve beperkingen leggen beperking op aan het aantal mandaten dat door werknemers van de kredietinstelling mag worden uitgevoerd. Zo legt de bankwet een maxima op van één uitvoerend en één niet-uitvoerend mandaat ofwel drie niet-uitvoerende mandaten. De kredietinstelling mogen echter altijd de vereisten verstrengen, zo zullen zij een beleid uitwerken aangaande externe functies.

Zoals in de vorige sectie omschreven zijn er tal van mogelijkheden om voordelen te halen uit een samenwerking met een andere onderneming via bestuurders, denkende aan collusie, coöptatie en opzetten van joint-ventures. Maar naast het verkrijgen van dergelijke voordelen moeten de taken van de raad van bestuur, en voornamelijk het toezicht houden op het management, wel op een juiste manier worden vervuld. Zo zou een bestuurder met meerdere mandaten, zijn taken niet overal op dezelfde manier uitvoeren, door bijvoorbeeld vergaderingen te missen. Dit zou niet mogen, de bestuurder zou in elke onderneming zijn taken op een consistente manier moeten uitvoeren. Dit zodat de onderneming en zijn raad van bestuur op een degelijke wijze kunnen werken (Mizruchi, 1996).





### **Hoofdstuk 3. Hypotheseformulering**

Na het vergaren van enkele theoretische inzichten in het voorgaande hoofdstuk, zal in dit hoofdstuk een aantal hypothesen geformuleerd worden. Deze zullen dan na het verkrijgen en beschrijven van de data, worden getoetst om zo deze hypothesen te kunnen verifiëren of falsifiëren.

In het theoretisch onderzoek werden enkele soorten van netwerkverbanden beschreven. Netwerkverbanden worden beschreven als het bezitten van meerdere bestuursmandaten met als doel een samenwerking op te zetten en zo de onzekerheid gedeeltelijk te verminderen. Zo kan er een eerste opsplitsing gemaakt worden naar politieke en economische relaties (Withers, Hillman, & Cannella, 2012). Onder de politieke relaties vallen politici die in de raad van bestuur zetelen. Deze hebben als voornaamste rol het reduceren van onzekerheid in de vorm van lobbyen om het gevoerde beleid door de overheid positief te beïnvloeden (Hillman, 2005). Er bestaan verschillende soorten economische relaties die via de raad van bestuur kunnen worden opgebouwd. Zo was er in het verleden sprake van collusie door éénzelfde bestuurder te laten zetelen in de raad van verschillende concurrenten. Een vorm die vandaag de dag minder tot niet meer voorkomt. Een tweede soort is de strategische alliantie, de relatie tussen de ondernemingen wordt versterkt door het zetelen in elkaanders raad van bestuur. Een laatste soort is deze van coöptatie, dit met voornaamste doel om onzekerheid weg te nemen, een voorbeeld is het zetelen van een bankier in de raad van bestuur van een andere onderneming.

Naast de groepen van personen waar eerder netwerkverbanden mee zullen worden aangegaan, kan dit ook afhangen van de sector waarin de onderneming actief is. Zo wordt er volgens een onderzoek van Ferris en Jagannathan (2001) getest in welke sectoren men het meeste aantal mandaten per bestuurder bezit. Hier werd bevonden dat er in de ondernemingen uit de transport/communicatie en de productie sector men gemiddeld gezien het hoogst aantal mandaten per bestuurder zal aanhouden. Dit zal voor de verzamelde data worden gecontroleerd in de beschrijvende statistieken.

Indien men de keuzecriteria voor nieuwe bestuursleden onder de loep neemt, komt men bij tal van eigenschappen en karakteristieken uit. Het voornaamste criterium voor dit onderzoek is echter het zetelen in andere raden van bestuur. Zo werd in de literatuur gesteld dat een bestuurder met meerdere mandaten, vaker nieuwe bestuursmandaten ontvangt. Dit komt deels voort uit het gegeven dat de raad van bestuur als een sociaal instituut handelt. Hierbij zullen sociale connecties tussen de leden een rol spelen, dit aangezien dit de mobiliteit van bestuurders tussen ondernemingen vergroot (Withers, Hillman, & Cannella, 2012). Uit andere onderzoeken is gebleken dat de raad van bestuur regelmatig een netwerk vormt van vrienden en kennissen. Deze personen hebben op hun beurt een eigen netwerk waardoor dezelfde persoon vaak in meerdere raden zetelt. Er kan dus verwacht worden dat bestuurders die in het bezit zijn van meerdere bestuursmandaten, een groter netwerk hebben en zodanig vaker uitgenodigd worden tot een nieuw bestuursmandaat. Een ander argument stelt dat bestuurders uit ondernemingen waar er enkele bestuurders meerdere mandaten bezitten, vaker worden geselecteerd om een andere raad van bestuur te vervoegen (Davis, 1993).

Een andere reden die in de literatuur regelmatig wordt aangehaald is het verkrijgen van meerdere mandaten door de reputatie van de bestuurder. Zoals Davis (1993) stelde, bestaat er een markt voor het aanstellen van bestuurders gelijkaardig aan de arbeidsmarkt. De enige echte indicator van de prestatie van een bestuurder is het aantal raden van bestuur waarin een bestuurder zetelt. Dit kan worden gekoppeld aan het reputatie effect waarin wordt gesteld dat een bestuurder die zetelt in een goed presterende onderneming, vaker worden gevraagd in andere raden van bestuur. Door het goede werk in een andere raad van bestuur en het bezitten van meerdere mandaten, zullen deze bestuurders meer nieuwe mandaten kunnen aantrekken (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003).

In een onderzoek van Keys en Li (2005) werd via enkele kenmerken van bestuurders en de onderneming waarin deze zetelt, de probabiliteit nagegaan op het bekomen van een nieuw bestuursmandaat. Er werd verwacht dat professionele bestuurders, zij die meer dan één mandaat bezitten in beursgenoteerde ondernemingen, meer kans maakten op een nieuw mandaat. Dit werd tevens bevestigd in het onderzoek. Verder werd wel de vraag gesteld of bestuurders die meerdere mandaten bezitten zelf actief op zoek gaan naar een nieuw mandaat of worden aangetrokken door actief zoekende ondernemingen.

### **H1: Het bezitten van meerdere mandaten als bestuurder, heeft een positief effect op het verkrijgen van nieuwe mandaten.**

Hier dient wel een kanttekening te worden geplaatst. Zo raadt de code Daems aan dat een bestuurder maximaal vijf bestuursmandaten bezit in beursgenoteerde ondernemingen. Het is dus niet zo dat het bezitten van een groot aantal bestuursmandaten (groter dan vijf), een positieve invloed zal hebben bij de selectie van een nieuwe bestuurders. Het is wel zo dat dit geen verplichting is, is er een mogelijkheid tot afwijking. Zo geldt voor de code Daems het comply or explain principe, ofwel dienen de bepalingen integraal toegepast te worden (comply), oftewel dient hiervoor een degelijk geargumenteerde uitleg gegeven worden (explain).

Een andere veronderstelling die geregeld door onderzoekers gemaakt wordt is dat een bestuurder van een beter presterend bedrijf, meer nieuwe bestuursmandaten zal verkrijgen dan bestuurders van minder performante ondernemingen (Davis, 1993). De reden hiervoor is dat men als onderneming zoekt naar bestuurders die het boven gemiddeld goed doen, daar dit moeilijk te onderzoeken is, zal men eerder geneigd zijn om niet naar de prestatie van de bestuurders te kijken, maar naar de prestatie van de bedrijven waarin zij als bestuurder zetelen. In dit onderzoek werd deze hypothese echter niet bevestigd.

Zoals eerder aangehaald is dit in lijn met het gekende reputatie effect zoals het omschreven wordt. Zo zouden bestuurders met een bestuursmandaat in een goed presterende onderneming, een grotere kans hebben op het bekomen van een nieuw mandaat. Beide onderzoeken vonden empirisch bewijs voor de volgende hypothese (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003; Fich, & Shivdasani, 2006). Er kan dus gesteld worden dat bestuurders uit performante ondernemingen worden beloond doordat de onderneming waarin zij als bestuurder acteert goed presteert. Het reputatie effect zou tevens in de andere richting van kracht zijn. Zo zouden bestuurders opstappen

als bestuurder, indien de onderneming waarin zij actief is minder goede cijfers kan voorleggen. Dit met als reden om zo zelf geen reputatieverlies te lijden en toch nog nieuwe bestuursmandaten te verkrijgen (De Maere, Jorissen, & Uhlaner, 2014).

In een ander onderzoek uit Australië werden de relaties onderzocht tussen de grootte van de raad, het totaal aantal mandaten van de bestuurders in beursgenoteerde ondernemingen, de connectiviteit met andere ondernemingen via de raad van bestuur, de werkdruk van de raad en tot slot een parameter die de performantie van de onderneming nagaat. Verwacht werd dat er een significante relatie was tussen de werkdruk van de raad en de prestatie, en tussen het aantal mandaten gehouden door alle bestuurders van de onderneming en de prestatie. De correlatiematrix tussen deze variabelen gaf in zowel een eerste test als in een tweede test waar gecorrigeerd werd voor de grootte van de onderneming geen significante relatie tussen enige variabelen en de prestatie van een bedrijf (Kiel, & Nicholson, 2006).

## **H2: Het zetelen in een ondernemingen met goede economische prestaties, heeft een positief effect op het verkrijgen van een nieuw bestuursmandaat.**

Door de invoering van artikel 518*bis* in het wetboek vennootschappen is de selectie van nieuwe bestuurders veranderd. In dit artikel wordt er een geslachtsquota opgelegd voor de raden van bestuur, zo zou één derde van de bestuurders van een ander geslacht moeten zijn en dit in ondernemingen waarvan de effecten zijn toegelaten tot verhandeling op een gereguleerde markt. De bedrijven die zouden moeten voldoen aan de quota dienden in orde te zijn vanaf het zesde boekjaar na de bekendmaking van de wet. Voor ondernemingen die hun boekjaar starten op 1 januari zullen zij de quota dienen na te leven vanaf 1 januari 2017. Indien men het minimum aantal niet bereikt, wordt er door de algemene vergadering een raad van bestuur samengesteld. Als men deze bepaling niet naleeft wordt elk voordeel voor de bestuurder verbonden aan de uitoefening van zijn mandaat geschorst. Tevens dient de eerstvolgende bestuurder van het geslacht zijn zodat de quota gerespecteerd wordt anders zal de benoeming van de nieuwe bestuurder nietig zijn. Verder dient men er voor te zorgen dat het vereiste minimum aantal gewaarborgd blijft, zo kan een benoeming nietig worden verklaard als hierdoor de verhouding daalt tot onder de vooropgestelde minima van één derde.

Niet enkel in België werd er een quota ingevoerd voor meer genderdiversiteit te verkrijgen binnen de raad van bestuur. Het eerste land dat op dit vlak een zekere reglementering invoerde was Noorwegen, dat in 2004 al een quota invoerde. De andere Scandinavische landen volgden dit voorbeeld waardoor er een opvallend hoger percentage van een ander geslacht in de raden van bestuur van deze landen zetelen (Goergen, 2012). Vandaag de dag is de rest van Europa gevolgd en zo ook België met de wet van 28 juli 2011 tot wijziging van het wetboek vennootschappen en de invoering van artikel 518*bis*.

De vraag blijft wel of het invoeren van quota's om zo de ondernemingen te verplichten om meer vrouwelijke bestuurders aan te stellen de juiste manier is om hun doel te bereiken. Langs de ene kant is er een positieve reactie op het hebben van meer vrouwelijke bestuurders aangezien dit zorgt voor een grotere diversiteit binnen de raad. Zo zullen vrouwen beschikken over andere

vaardigheden, kennis en ervaring en zo complementair zijn met de vaardigheden van de mannen. Langs de andere kant zou, indien er gelijkheid bestond tussen man en vrouw, intrinsiek geen verschil zijn tussen beiden hun competenties en een quota totaal overbodig maken, daar het enkel de competenties zijn die van belang zijn (Goergen, 2012).

Een onderzoekster die veel aandacht heeft besteed aan diversiteit en meer specifiek genderdiversiteit is Hillman (2015). Zij heeft eveneens haar twijfels bij het stellen van quota, zo dient in de toekomst het verschil onderzocht te worden tussen het gedrag van vrouwelijke bestuurders die vrijwillig worden aangesteld zonder een quota tegenover vrouwen die hun mandaat bekomen door de invoering van een quota. Tevens dienen de gedragingen van de mannelijke bestuurders ten opzichte van de vrouwelijke bestuurder in beide gevallen onderzocht te worden (Hillman, 2015).

In een ander werk van Hillman et al (2007) naar de waarschijnlijkheid van vrouwelijke bestuursleden, worden eerst een aantal voordelen van vrouwelijke bestuurders opgelijst. Een eerste argument is dat recent empirisch onderzoek heeft uitgewezen dat genderdiversiteit, maar diversiteit in de brede context van het woord, de financiële waarde van de onderneming ten goede komt. In dit onderzoek werd er gecorrigeerd naar de grootte en de industrie, dit aangezien er in grotere bedrijven een hogere fractie vrouwelijke bestuurders of bestuurders uit minderheidsgroepen (Carter, Simkins, & Simpson, 2003). Andere voordelen zijn dat diverse groepen meer verschillende ideeën hebben en zodanig beter advies leveren, tevens stemt een diverse raad van bestuur de stakeholders tevreden en komt het zo de geloofwaardigheid van de onderneming ten goede. Verder hebben vrouwen een ander netwerk dan mannen en zullen zij de klant beter begrijpen. Als resultaat naar de waarschijnlijkheid van een vrouwelijk bestuurslid kwam men tot de bevinding dat grotere ondernemingen een grotere kans hebben op vrouwelijke bestuursleden evenals de tewerkgestelde vrouwen binnen de industrie. Een andere opmerkelijke vaststelling is dat bedrijven waar een vrouwelijk bestuurslid zetelt en die tevens relaties hebben met andere bedrijven, er een grotere waarschijnlijkheid bestaat dat het bedrijf waar de link mee bestaat eveneens een vrouw in de raad van bestuur heeft zetelen (Hillman, Shropshire, & Canella, 2007).

Men kan dus verwachten dat het geslacht een zekere rol speelt in het aanstellen van een nieuwe bestuurder, enerzijds door het voordeel naar diversiteit toe, anderzijds worden ondernemingen verplicht om meer vrouwen in de raad te hebben zetelen door vooropgestelde quota.

### **H3a: Bestuurders van het vrouwelijk geslacht hebben een grotere kans op het verkrijgen van een nieuw bestuursmandaat.**

Een andere recent opduikende term is de zogenaamde "golden skirts", dit is een fenomeen, afkomstig uit Noorwegen na het doorvoeren van genderquota, dat vrouwelijke bestuurders meer dan één bestuursmandaat bezitten. Als reden wordt aangegeven dat het moeilijk is om een geschikte vrouwelijke bestuurder te vinden en zo zouden de weinige vrouwelijke bestuurders overbevraagd worden (Goergen, 2012). In een onderzoek van Huse (2012) naar "golden skirts", kwam aan het licht dat vrouwelijke bestuurders vaker meer dan drie mandaten bezitten dan

mannen. Een mogelijke redenering achter deze situatie is dat voor het verkrijgen van een bestuursmandaat enige bestuurservaring vereist is, zodanig zullen de weinige vrouwelijke bestuurders vaker gevraagd worden voor het opnemen van een nieuw mandaat. Zo kan er verwacht worden dat vrouwelijke bestuurders met meerdere mandaten nog vaker gevraagd zullen worden voor een nieuw bestuursmandaat op zich te nemen. Uiteraard dient er rekening gehouden te worden met de Belgische corporate governance code, hierin bestaat een richtlijn die het maximum aantal mandaten in Belgische beursgenoteerde ondernemingen plafonneert. Volgens deze richtlijn is het aanbevolen om maximaal vijf bestuursmandaten te bezitten. In de Verenigde Staten is men in de Sarbanes-Oxley Act nog strikter, het maximum aantal aangehouden bestuursmandaten is gelimiteerd op drie.

**H3b: Vrouwelijke bestuurders met meerdere mandaten hebben een grotere kans op het verkrijgen van een nieuw bestuursmandaten.**

Na het formuleren van de onderzoekshypothese, zullen deze worden getest in het vervolg van deze eindverhandeling. Voor deze hypothesen te kunnen testen, dient een database worden opgemaakt met een lijst van bestuurders.



## **Hoofdstuk 4. Onderzoeksopzet**

Na het formuleren van de hypothesen, zal in dit hoofdstuk ingegaan worden op de onderzoeksopzet. Er zal worden uitgelegd hoe het empirisch gedeelte van de studie er zal uitzien. Ten eerste zal besproken worden welke data er verzameld zal worden en op welke manier dit zal verlopen. Vervolgens zullen de verschillende variabelen worden toegelicht. Verder zullen de statistische methoden die gebruikt worden om de hypothesen te toetsen worden voorgesteld. Het beschrijven van de data en het toetsen van de hypothesen zal gebeuren in het volgende hoofdstuk.

### **4.1. Dataverzameling**

De data die gebruikt wordt in het empirisch onderzoek is zelf samengesteld. Hiervoor is gebruik gemaakt van de Bel-first database van Bureau van Dijk en van de jaarverslagen van 2010 en 2014 of 2010-2011 en 2014-2015. De jaartallen zijn zo gekozen dat er veranderingen in de samenstelling van de raad van bestuur waar te nemen zijn, deze tijdspanne werd tevens gebruikt in het onderzoek van Davis (1993). Het doel was een database opstellen met informatie van de bestuurders in Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De ondernemingen waarvan de informatie is opgenomen zijn 120 Belgische beursgenoteerde bedrijven, die genoteerd zijn op de Euronext beurs te Brussel en een Belgisch ondernemingsnummer hebben. In totaal werden de gegevens verzameld van 906 in 2010 en 941 in 2014 verschillende bestuurders met een totaal van respectievelijk 1083 en 1100 bestuurdersmandaten. Volgende gegevens van de bestuurders werden verzameld namelijk de naam van de bestuurder, het geslacht van de bestuurder in kwestie, het gegeven of men zetelt als onafhankelijke bestuurder, als voorzitter, of als CEO. Tevens werden eventuele mandaten in andere ondernemingen of politieke mandaten aangeduid. Verder werd het aantal mandaten van elke bestuurder achter zijn of haar naam geplaatst. Op die manier kan er nagegaan worden welke bestuurders meerdere mandaten bezitten in Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Elke bestuurder met meer dan één bestuursmandaat werd opgenomen in een tabel met de naam van de bestuurder en de namen van de verschillende ondernemingen waarin deze persoon zetelt. Zo kan op een eenvoudige manier bekeken worden in welke ondernemingen de persoon zetelt.

In een tweede stap is er een lijst gemaakt met informatie over de raad van bestuur van elke onderneming. Onder deze informatie werd verstaan: het aantal bestuurders in de onderneming, aantal onafhankelijke bestuurders, het zetelen van de CEO in de raad van bestuur, CEO dualiteit, aantal bestuurders met meerdere mandaten, het gemiddeld aantal mandaten binnen de raad van bestuur, het aantal vrouwen en het percentage vrouwelijke bestuurders, de sector waar de onderneming actief is volgens de NACE-BEL en de return on equity (ROE) in 2014.

### **4.2. Variabelen**

De gegevens werden zo verzameld dat deze konden gebruikt worden om twee empirische modellen te testen. De variabelen die werden gebruikt in de modellen worden in deze paragraaf beschreven, eveneens zal worden verklaard welke proxies gebruikt worden om de variabelen te meten. Er zullen drie soorten variabelen aan bod komen in dit onderzoek, namelijk de afhankelijke variabele, de onafhankelijke variabelen en de controlevariabelen. De afhankelijke variabele is degene die we

trachten te verklaren en dit aan de hand van enkele onafhankelijke variabelen. Als laatste worden de controlevariabelen beschreven, dit zijn variabelen die indien deze niet opgenomen worden een foutief beeld van de resultaten kunnen vormen.

#### **4.2.1. De afhankelijke variabele**

In de twee modellen die zullen getest worden met dezelfde onafhankelijke variabelen, worden twee verschillende afhankelijke variabelen getest. Deze zullen allebei een antwoord kunnen geven op de vraag of het hebben van meerdere bestuursmandaten een effect heeft op het verkrijgen van een nieuw bestuursmandaat. Niet enkel de afhankelijke variabelen zijn verschillend tussen de twee modellen, ook de methode verschilt van elkaar. De reden hiertoe is dat men door het verschil in afhankelijke variabelen en diens waardes, te maken zal hebben met verschillende verdelingen en dus voor het testen van de hypothesen andere methoden zal moeten gebruiken. Het is wel zo dat een uitkomst in dezelfde richting kan verwacht worden.

Zo is de afhankelijke variabele volgens het eerste model (Keys, & Li, 2005) het bekomen van een nieuw bestuursmandaat. Deze variabele zal worden gedefinieerd als een binaire variabele, met andere woorden zal deze variabele slechts twee waardes kunnen aannemen. Zo zal de variabele gecodeerd worden met een nul, indien men geen nieuw bestuursmandaat verkrijgt en met een één indien men wel als nieuwe bestuurder wordt aangesteld. Voor het verkrijgen van een nieuw mandaat tussen de periode 2010-2014, werd gekeken of men als bestuurder in 2010 al actief was in de raad van bestuur van de specifieke onderneming. Indien dit het geval was, kan er niet gesproken worden over een nieuw mandaat en zal deze bestuurder gecodeerd worden met een nul. Indien men in 2010 nog niet actief was in de raad van bestuur van een welbepaalde onderneming in de steekproef en met andere woorden over de periode 2010-2014 als nieuwe bestuurder binnen deze onderneming werd aangesteld, werd de bestuurder gecodeerd met een één.

In het tweede model (Davis, 1993) wordt niet gekeken of een bestuurder een nieuw mandaat verkrijgt, wel wordt er onderzocht hoeveel nieuwe bestuursmandaten een bestuurder heeft opgenomen in de periode tussen 2010 en 2014. Aangezien men gebruik maakt van een telvariabele, dit is een variabele die geen negatieve en enkel integere waardes kan aannemen, is er sprake van een Poisson verdeling. Het is duidelijk dat dit een ander soort van variabele is dan in het model van Keys en Li. Om het aantal nieuwe bestuursmandaten vast te stellen, werden het aantal mandaten in 2010 vergeleken met deze in 2014. Het was wel van belang na te gaan of de bestuurder nog actief was binnen de raad van bestuur van dezelfde onderneming, om zodanig al de nieuwe bestuursmandaten te noteren.

#### **4.2.2. De onafhankelijke variabelen**

De voornaamste onafhankelijke variabele binnen de twee empirische modellen is het aantal bestuursmandaten per bestuurder. Deze kan op twee manieren worden opgenomen, dit als ofwel een telvariabele, waar men het aantal bestuursmandaten per bestuurder noteert (Davis, 1993). Ofwel kan dit worden opgenomen als een binaire variabele, hierin worden bestuurders die slechts één mandaat bezitten gecodeerd met een nul, indien een bestuurder meerdere mandaten bezit zal deze gecodeerd worden met een één (Keys, & Li, 2005). Het aantal bestuursmandaten in 2010



alsook het aantal mandaten in 2014 zullen worden opgenomen. De voornaamste reden is dat er geen juist tijdstip is aangegeven wanneer men een bestuursmandaat verkrijgt, hierdoor is het relevant om beide jaartallen op te nemen. Een eerder bijkomstige reden is om veranderingen in het aantal mandaten na te kunnen gaan.

Een andere belangrijke onafhankelijke variabele is het geslacht van een bestuurder. Het geslacht is gecodeerd als een dummy variabele, dit is een binaire variabele die enkel de waarden nul en één kan aannemen. Daar het doel van dit onderzoek is om na te gaan of vrouwen vaker bestuursmandaten verkrijgen, door de invoering van onder andere de nieuwe wetgeving, worden vrouwelijke bestuurders gekenmerkt met een één. Hieruit volgt logischerwijs dat een mannelijke bestuurder gecodeerd wordt met een nul. Voor het verder verloop van het onderzoek is tevens een interactievariabele aangemaakt met de waarde één, indien men als vrouwelijke bestuurder meer dan één mandaat bezit, in al de andere gevallen zal deze variabele nul zijn. Dit om de hypothese in verband met het fenomeen van "golden skirts" te kunnen testen.

#### **4.2.3. De controlevariabelen**

Vervolgens zijn er eveneens enkele controlevariabelen opgenomen, deze hebben als doel dat het regressiemodel geen vertekend beeld zal weergeven van de werkelijkheid. Van deze variabelen wordt dan ook verwacht dat deze een zekere invloed zullen hebben op de afhankelijke variabele. Het niet opnemen van dergelijke variabelen zal leiden tot een foutieve weergave. Daar het praktisch niet mogelijk is om al de variabelen op te nemen die van invloed zijn op de afhankelijke variabele, zal er een selectie gemaakt worden van controlevariabelen die werden opgenomen in voorgaande gelijkaardige onderzoeken.

De controlevariabelen kunnen opgesplitst worden in twee categorieën, degene gerelateerd aan de raad van bestuur en zij gerelateerd aan de onderneming. Uiteraard bestaat er een zekere band tussen deze variabelen. Zo is er volgens onderzoek een relatie tussen de grootte van de onderneming en de grootte van de raad van bestuur (Kiel, & Nicholson, 2006). Als eerste zullen de controlevariabelen aan bod komen die verbonden zijn aan de raad van bestuur van de onderneming.

Een eerste controlevariabele gelinkt aan de raad van bestuur, is de grootte van de raad van bestuur van de organisatie. Zoals eerder vermeld kan er een relatie zijn met de grootte van de onderneming. De variabele kan omschreven worden als een positief geheel getal. Het wettelijk vastgelegd minimum aantal bestuursleden is drie, dit zodat men altijd tot een besluit kan komen indien men moet overgaan tot een stemming. Wel is het zo dat er enkele uitzonderingen zijn die beperkt in de tijd een minimum van twee toelaat. Er bestaat geen maxima, maar in de Belgische corporate governance code (2009) wordt aanbevolen dat deze niet te groot is, daar het werkbaar dient te blijven.

Een volgende controlevariabele is een dummy variabele waarmee bepaald wordt of binnen een onderneming sprake is van CEO dualiteit. Indien dit het geval is, wordt dit gekenmerkt met een één. Ook hier doet de Belgische corporate governance code een aanbeveling en stelt men dat men de functie van CEO en voorzitter van de raad van bestuur best kan scheiden. Dit is in lijn met de

resultaten van enkele onderzoeken (Dalton, Daily, Ellstrand, & Johnson, 1998; Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009).

Een derde variabele ter controle is deze van de onafhankelijkheid van bestuurders. Hiervoor kan op twee mogelijke wijzen gecontroleerd worden. Een eerste manier is een binaire variabele die aangeeft indien de bestuurder zetelt als onafhankelijke bestuurder of niet. Deze zal de waarde één aannemen indien de bestuurder onafhankelijk is. Een tweede wijze is nagaan of het aantal onafhankelijke bestuurders binnen de onderneming groter is dan de aanbevolen drie in de Belgische corporate governance code (2009). Deze variabele is eveneens een dummy variabele en zal de waarde één aannemen indien de code wordt nageleefd.

Vervolgens zijn er nog twee controlevariabelen die gekoppeld zijn aan de onderneming. Dit is als eerste de grootte van de onderneming. Dit kan op verschillende wijzen gemeten worden, zo worden in verschillende onderzoeken, het personeelsaantal, het totaal van de activa of de omzet gebruikt. In dit onderzoek wordt geopteerd voor het totaal van de activa te nemen als proxy. Aangezien er wel sprake is van een zekere afwijking in kapitaalintensieve ondernemingen/sectoren, zal ter controle deze proxy worden vergeleken met het aantal werknemers. Hier is eveneens sprake van een zekere afwijking voor bedrijven in arbeidsintensieve sectoren, vandaar dat een combinatie van beide zal gebruikt worden. Dit om een zo juist mogelijk beeld te krijgen van de grootte van het bedrijf. Van deze variabelen zal het natuurlijk logaritme genomen worden, dit om de rechts scheve verdeling meer in de richting van een normale verdeling te duwen en de spreiding te verminderen.

Tot slot is de laatste controlevariabele, een proxie voor de financiële prestaties van de onderneming. Hiervoor werd de Return on Equity (ROE) opgezocht in de Belfirst databank. Uiteindelijk werd gekozen om een binaire variabele aan te maken, aangezien er zich grote uitschieters tussen de data bevonden. Indien de ROE positief was, werd dit gegeven gecodeerd met een één. Een andere oplossing voor het probleem van outliers is om een trimming uit te voeren op de data. Hier worden de uitschieters voorbij drie standaardafwijking vervangen door de waarde van drie keer de standaardafwijking. Door deze toepassing worden de extreme waarden meer naar elkaar toe gebracht. De ROE dummy is zeer sterk gecorreleerd met de getrimde ROE, in het vervolg van het werk zal gebruikt worden gemaakt van de ROE dummy. Indien een bestuurder meer dan één mandaat in het verleden kreeg, wordt gekozen voor het mandaat met de hoogste ROE waarde. Om zeker te zijn dat deze keuze de resultaten niet vertekenen, zal de analyse ook gebeuren met een gemiddelde over de eerder aangehouden mandaten en de minst presterende onderneming. De waardes van de coëfficiënten in de resultaten verschillen lichtjes, maar de richting en significantie blijven hetzelfde. Vandaar dat wordt gekozen voor de ondernemingsgegevens van het mandaat uit het meest performante bedrijf.

### 4.3. Methode

Het doel van deze studie, is het onderzoeken of het bezitten van meerdere bestuursmandaten een invloed heeft op het verkrijgen van nieuwe bestuursmandaten. Om dit te kunnen testen zullen de variabelen, die in de vorige sectie besproken werden, worden verwerkt. Dit zal gebeuren met het statistisch verwerkingsprogramma STATA 12. Via de verwerking in dit programma zal het mogelijk zijn om een antwoord te kunnen geven op de verschillende onderzoekshypothesen gesteld in dit onderzoek.

Allereerst zal een beschrijving gegeven worden van de data, hierin zullen de kengetallen worden besproken van verschillende variabelen. Verder zullen er kengetallen worden gegeven van de verschillende ondernemingen uit de steekproef, dit zodat eventuele achtergrondinformatie beschikbaar is over elke onderneming. Vervolgens kunnen deze bedrijven worden opgedeeld per sector volgens de NACE-BEL, om enkele variabele te kunnen vergelijken per sector en eventuele verschillen te duiden. Om in een volgende stap regressies uit te voeren, zal er tevens worden bestudeerd welke variabelen gecorreleerd zijn met elkaar, dit om een juiste beslissing te kunnen maken in het vervolg van deze eindverhandeling.

Vervolgens zal na de beschrijvende data de twee empirische modellen worden gebouwd om de gestelde hypothesen te testen. In het eerste model, volgens Keys en Li, zal gebruik gemaakt worden van een binaire afhankelijke variabele. Deze variabele zal de kans tonen op het verkrijgen van een nieuw bestuursmandaat. Indien er gebruik gemaakt wordt van een lineair regressiemodel, zou de variabele een waarde onder nul of boven één kunnen aannemen, iets wat uiteraard niet mogelijk is aangezien de kans nooit kleiner dan nul procent of groter dan 100 procent kan zijn. Dit is de reden dat er zal gebruik gemaakt worden van twee gelijkaardige non-lineaire modellen namelijk het logit en probit model. In deze modellen is er sprake van een curve in de vorm van een S, waar het niet mogelijk is om een waarde onder nul of boven één aan te nemen.

In het tweede model, volgens Davis (1993), zal de afhankelijke variabele de vorm aannemen van een telvariabele, met andere woorden enkel positieve gehele getallen. Hierdoor zal de verdeling van deze variabele deze van een Poisson verdeling benaderen en zal een lineair regressiemodel opnieuw geen juist beeld kunnen geven. Een mogelijke oplossing is een log-lineair model, een verandering van één in een onafhankelijke variabele zal een verandering van de beta coëfficiënt vermenigvuldigt met 100 uitgedrukt in procenten met zich meebrengen. Een andere oplossing is het gebruik van een Poisson regressiemodel. Via dit model wordt getracht het aantal keren dat een gebeurtenis, in dit geval het bekomen van een nieuw mandaat, zich voordoet te voorspellen. Een Poisson verdeling kan gezien worden als een specifieke negatief binomiaal verdeling. Het grote verschil is dat bij een Poisson verdeling het gemiddelde gelijk dient te zijn aan de variantie, een restrictie die niet moet voldaan zijn in een negatief binomiaal model. Indien de kengetallen van deze variabele worden geanalyseerd, blijkt dat het gemiddelde verschilt van de variantie (Van Geirt, & Nuyts, 2006). Zo zou in eerste instantie blijken dat een negatief binomiaal model meer geschikt zou zijn, wel dient er gemeld te worden dat het verschil tussen het gemiddelde en de variantie niet zo groot is. Tevens zou een negatief binomiaal model enkel beter geschikt zijn indien de variantie groter is dan het gemiddelde, dit is echter niet het geval in de steekproef. Verder werd

getest of er een verschil in resultaten was waar te nemen indien er gebruik zou gemaakt worden van een negatief binomiaal regressiemodel. De resultaten bleken exact hetzelfde te zijn, aangezien een Poisson model gezien kan worden als een negatief binomiaal model, zal het meest ideale negatief binomiaal model het Poisson model zijn. Vandaar zal een Poisson regressiemodel gebruikt worden.

## Hoofdstuk 5. Empirische resultaten

### 5.1. Beschrijvende statistiek

Een eerste stap in de bespreking van de empirische resultaten, zal bestaan uit het analyseren van enkele interessante variabelen. Het bespreken van de verschillende variabelen zal bestaan uit vijf delen. In het eerste deel wordt er ingegaan op de voornaamste onafhankelijke variabele namelijk het aantal bestuursmandaten per bestuurder. Vervolgens zal in deel twee de verschillende variabelen worden aangehaald die gerelateerd zijn aan de verschillende ondernemingen en diens raad van bestuur. Naast de variabelen gerelateerd aan de onderneming, komen in deel drie de persoonsgebonden variabelen aan bod. Om verder in deel vier de ondernemingen te koppelen aan sectoren, zodat het mogelijk is om te onderzoeken of er opvallende verschillen bestaan. Tot slot zal voor het uitvoeren van de regressie analyses een correlatiematrix worden opgesteld om te testen voor multicollineariteit, dit is noodzakelijk om zeker te zijn dat de variabelen niet gecorreleerd zijn en zo onze resultaten worden beïnvloed.

#### 5.1.1. Bestuurders met meerdere mandaten

Ten eerste zullen het aantal bestuursmandaten per bestuurder worden geanalyseerd, wel dient er opgemerkt te worden dat het enkel het aantal bestuursmandaten betreft in ondernemingen binnen de steekproef. Mandaten in ondernemingen die niet-beursgenoteerd zijn of niet voldeden aan de kwalificatie (genoteerd op Euronext Brussel en in het bezit zijn van een Belgisch ondernemingsnummer) zijn niet opgenomen, net zoals bestuursmandaten in buitenlandse bedrijven.

	2010		2014	
	Frequentie	Percentage	Frequentie	Percentage
<b>Bestuurders met 1 mandaat</b>	774	85,4%	813	86,4%
<b>Bestuurders met 2 mandaten</b>	99	10,9%	104	11,1%
<b>Bestuurders met 3 mandaten</b>	24	2,6%	17	1,8%
<b>Bestuurders met 4 mandaten</b>	7	0,8%	5	0,5%
<b>Bestuurders met 5 mandaten</b>	1	0,1%	2	0,2%
<b>Bestuurders met 6 mandaten</b>	1	0,1%	0	0,0%
<b>Totaal</b>	906	100%	941	100%

Tabel 1: Aantal mandaten per bestuurder

In tabel 1 worden het aantal bestuursmandaten per bestuurder in ondernemingen binnen de steekproef weergegeven. Het aantal bestuurders is toegenomen, dit heeft als reden dat in 2010 vijf ondernemingen nog niet waren opgericht of waarvan de aandelen nog niet op een markt verhandelbaar waren. Het bezitten van meerdere bestuursmandaten is gedurende vier jaar slechts in zeer geringe mate veranderd. Als er gekeken wordt naar het percentage bestuurders en dit vergeleken tussen de twee momenten van datacollectie, kan men zien dat dit percentage voor bestuurders die in het bezit zijn van één of twee mandaten nauwelijks verschillend is. De frequentie bestuurders met drie mandaten is wel opvallend gewijzigd, namelijk van 24 in 2010 naar 17 in 2014, tevens is er een daling van het aantal bestuurders met vier mandaten. Er kan dus

niet gesteld worden dat deze bestuurders extra bestuursmandaten hebben verkregen, integendeel zij zullen naar alle waarschijnlijkheid zelfs minder mandaten bezitten. Het aantal bestuurders dat meer dan vier bestuursmandaten op zich neemt is niet veranderd, wel was het zo dat in 2010 één bestuurder beschikte over zes bestuursmandaten in Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Dit wordt nochtans afgeraden in de code Daems, in 2014 is er geen enkele bestuurder met meer dan vijf mandaten en wordt de code nageleefd door al de ondernemingen in de steekproef.

### **5.1.2. Variabelen gerelateerd aan de onderneming**

In een tweede stap worden enkele kengetallen en opvallende gegevens van enkele variabelen die gerelateerd zijn aan de ondernemingen toegelicht, deze zijn alsook terug te vinden in tabel 2. Zo waren de raden van bestuur gemiddeld gezien groter in 2010 dan in 2014. In de Belgische corporate governance code 2009 voor beursgenoteerde ondernemingen wordt aanbevolen om minstens drie onafhankelijke bestuurders te laten zetelen. Zowel in 2010 als in 2014 is het minimum aantal onafhankelijke bestuurders één dus onder de aanbevolen drie. In 2010 voldeden 17 ondernemingen niet aan deze richtlijn, in 2014 was dit lichtjes verbeterd en hielden 14 bedrijven zich niet aan de richtlijn. Het zetelen van de CEO in de raad van bestuur, is een onderwerp waar al jarenlang discussie over bestaat of dit al dan niet te wensen is. De aanbeveling hieromtrent in de code pleit om de CEO niet in de raad van bestuur te laten zetelen. Hier werd gecontroleerd in hoeveel ondernemingen dit het geval is. Bij de eerste controle van de jaarverslagen van 2010 werd bevonden dat in 94 ondernemingen, dit komt neer op 81.74% van de steekproef, de CEO zetelt in de raad van bestuur. Dit percentage daalde in 2014 naar 76.66% ofwel 92 bedrijven. Het vreemde is dat een absolute daling van twee, relatief gezien een daling van een kleine zes procentpunt met zich meebrengt. De reden is dat de steekproef in 2010 minder ondernemingen omvat namelijk 115 waar deze vier jaar later 120 ondernemingen bevat. Een logische volgende variabele is CEO dualiteit, in de code Daems uit 2009 wordt non-dualiteit aanbevolen. Bij het nagaan of er sprake is van CEO dualiteit is het opvallend dat er in 2010 elf ondernemingen waren waar de CEO tevens de voorzitter van de raad van bestuur is, in 2014 was dit het geval in tien bedrijven.

Vervolgens wordt het aantal bestuurders met meerdere mandaten binnen een raad van bestuur onderzocht. Het is zeker niet het geval dat dit vanzelfsprekend is, in 2010 was het zo dat in 15 gevallen enkel bestuurders zetelden met één mandaat, in 2014 was dit zelfs gestegen naar 16 ondernemingen. Gemiddeld gezien zetelden er meer bestuurders die in bezit waren van meerdere bestuursmandaten per onderneming in 2010 dan in 2014, respectievelijk 2.69 en 2.35. De variabele gemiddeld aantal mandaten per bestuurder wordt bekeken per onderneming. Het minima is hier vanzelfsprekend één indien er geen enkele bestuurder actief is in een andere raad van bestuur, dit dient gelijk te zijn aan het aantal onderneming waar enkel bestuurders zetelen met één bestuursmandaat. Deze veronderstelling wordt gestaafd door de data. Verder zal deze variabele worden gebruikt om per sector het gemiddeld aantal bestuurders met meerdere mandaten te kunnen berekenen.

Indien verder gekeken wordt naar het aantal vrouwen in de raad van bestuur is een duidelijke verandering waar te nemen over de tijdsperiode. Zo zetelde in 2010 gemiddeld gezien maar

0.8087 vrouwelijke bestuurders, dit betekent dat er in een heel aantal raden van bestuur geen vrouwen aanwezig waren. Dit was het geval in maar liefst 65 ondernemingen. Het is duidelijk dat door de invoering van de wet van 28 juli 2011, meer vrouwen de weg hebben gevonden naar de raad van bestuur. De opgelegde quota leidde in 2014 tot gemiddeld 1.60 vrouwelijke leden binnen een raad van bestuur in de steekproef. Tevens was het aantal raden van bestuur zonder vrouwelijke bestuurder meer dan gehalveerd naar 29. Een opvallend gegeven is dat in bedrijven waar een deel van de aandelen nog in handen is van de overheid, duidelijk meer vrouwelijke vertegenwoordigers een zetel hebben in de raad van bestuur. Tot slot werd, om de naleving van de wet op genderquota's na te kunnen gaan, het percentage vrouwelijke bestuurders in elke onderneming berekend. Het gemiddelde van deze variabele geeft ons een benadering van het globaal percentage van vrouwelijke bestuurders in de steekproef. In 2010 was dit slecht 7.52%, de invoering van een quota heeft dit percentage doen stijgen naar 16.51%. Er is dus sprake van een duidelijke verbetering, wel is men nog een eind verwijderd van de beoogde 33.33%. Desalniettemin waren er al acht bedrijven waar dit percentage al bereikt werd in 2010, vier jaar later kwamen daar nog vijf ondernemingen bij.

<b>2010</b>				
	<b>Gem.</b>	<b>Std. Afw.</b>	<b>Min.</b>	<b>Max.</b>
<b>Aantal Bestuurders</b>	9,42	3,71	5	27
<b>Aantal onafhankelijke bestuurders</b>	3,88	1,83	1	12
<b>CEO in raad van bestuur</b>	81,74%	0,39	0	1
<b>CEO duality</b>	9,57%	0,30	0	1
<b>Aantal Bestuurders met meerdere mandaten per raad</b>	2,69	2,12	0	12
<b>Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder</b>	1,44	0,36	1	2,56
<b>Aantal vrouwen</b>	0,81	1,41	0	9
<b>Percentage vrouwen</b>	8%	0,11	0	0,5
<b>2014</b>				
<b>Aantal Bestuurders</b>	9,12	3,30	3	23
<b>Aantal onafhankelijke bestuurders</b>	3,75	1,62	1	11
<b>CEO in raad van bestuur</b>	76,66%	0,43	0	1
<b>CEO duality</b>	8,26%	0,28	0	1
<b>Aantal Bestuurders met meerdere mandaten per raad</b>	2,36	1,67	0	8
<b>Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder</b>	1,36	0,27	1	2,1
<b>Aantal vrouwen</b>	1,60	1,42	0	7
<b>Percentage vrouwen</b>	16,51%	0,12	0	0,5

Tabel 2: Samenvattende statistieken van de ondernemingen

Enkele variabelen gerelateerd aan de bedrijven zijn enkel opgenomen voor het jaar 2014. De eerste variabele uit 2014 is de binaire variabele die aangeeft of de onderneming al dan niet een positieve ROE heeft. Zo heeft 70% van de onderneming uit de steekproef een positieve return on equity. Indien er naar de cijfermatige ROE's wordt gekeken, kan worden opgemerkt dat het gemiddelde zich zeer dicht bij nul bevindt. Tevens zijn er zowel grote positieve als negatieve uitschieters waar te nemen. Andere variabelen uit 2014 die zijn opgenomen zijn de variabelen die de grootte van de onderneming zo juist mogelijk trachten weer te geven. Het totaal van de activa

wordt hier onder andere voor gebruikt, door de grote spreiding zal in de regressie analyse gebruik gemaakt worden van het natuurlijke logaritme van deze variabele. Dit is eveneens het geval voor de andere proxy voor de grootte, namelijk het aantal werknemers.

### **5.1.3. Variabelen gerelateerd aan de bestuurder**

In het vervolg op de toelichting van de variabelen van de ondernemingen, zullen kort de variabelen per bestuurder worden besproken. Enkele van deze variabelen zullen gebruikt worden bij het uitvoeren van de regressies, de andere worden beschreven om een compleet en juist beeld te kunnen vormen van de gegevens uit de dataset. Naast het hierboven in de eerste sectie vermelde aantal mandaten per bestuurder op de verschillende momenten, is eveneens het verschil berekend en opgenomen als variabele. Deze zal worden gebruikt als de afhankelijke variabele in het model van Davis (1993). In 892 observaties werd het aantal mandaten van bestuurder gebruikt, bestuurders met een negatief verschil zijn niet opgenomen in het Poisson model, daar dit model geen negatieve waardes ondersteunt en aangezien de voornaamste interesse ligt in het verkrijgen van nieuwe mandaten, en niet het afnemen van bestuursmandaten. Maximaal verkreeg een bestuurder vier nieuwe mandaten, dit was ook het maximale aantal mandaten dat een persoon neerlegde. De afhankelijke variabele in het model van Keys en Li (2005) is het bekomen van een nieuw mandaat in de periode tussen 2010 en 2014. Gedurende deze periode zijn er 442 bestuursmandaten aan een nieuwe bestuurder toebedeeld. Dit betekent dat meer dan twee vijfde van de mandaten van eigenaar is gewisseld en dit op een relatief korte periode van vier jaar.

Eén van de onafhankelijke variabele die het verkrijgen van een nieuw mandaat tracht te verklaren zal het geslacht van de bestuurder zijn. Dit is duidelijk een variabele gelinkt aan de persoon. In de steekproef zal 18.28% van de bestuurders in handen zijn van een vrouwelijke bestuurder. Dit is niet gelijk aan het gemiddelde percentage vrouwen in de statistieken van de onderneming, hier werd namelijk het gemiddelde genomen van de percentages vrouwelijke bestuurders van de verschillende ondernemingen. Dit terwijl er bij de bestuurders gebonden variabele, het percentage vrouwelijke bestuurders wordt genomen uit de steekproef van bestuurders. Verwacht wordt dat het percentage vrouwelijke bestuurders naar 2017 toe nog verder zal stijgen zowel per onderneming als voor de totale steekproef van bestuursmandaten, om zo te voldoen aan de ingevoerde genderquota. Een variabele die gelinkt kan worden aan het vrouwelijk geslacht is de binaire variabele "golden skirts". Hiervoor dient een bestuurder te voldoen aan twee voorwaarden, het eerste is van het vrouwelijk geslacht zijn en de tweede voorwaarde is meer dan één bestuursmandaat bezitten. Aan deze voorwaarden voldeden slechts 21 bestuursters, dit is slechts één achtste van het totaal van mandaten gehouden door vrouwen. Verder wordt de onafhankelijkheid van de bestuurder nagegaan. In totaal zetelden men in 450 van de 1100 bestuursmandaten als onafhankelijke bestuurder, dit komt overeen met 40.9%.

### **5.1.4. Sectorverschillen**

Zoals in de hypothesevorming gesteld werd, zal worden nagegaan of er een verschil bestaat tussen het aantal mandaten per bestuurder in verschillende sectoren. Om dit te controleren zullen de ondernemingen worden ingedeeld in sectoren en dit naar de hoofactiviteit van het bedrijf volgens de NACE-BEL activiteiten nomenclatuur. In een onderzoek van Ferris en Jagannathan (2001) werd



er een verschil tussen de sectoren waargenomen. Zo werd bevonden dat er in de transport-, communicatie- en productiesector men gemiddeld gezien het hoogst aantal mandaten per bestuurder aanhoudt.

In de dataset die gebruikt wordt, worden de 120 ondernemingen onderverdeeld in elf sectoren. Opvallend is dat er enkele sectoren sterker vertegenwoordigd zijn. Dit zijn de industrie, hieronder vallen productieondernemingen, de financiële sector en de vrije beroepen. Van deze sectoren zijn het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder berekend. De sector waar gemiddeld genomen een bestuurder het hoogst aantal mandaten bezit is in de vastgoedsector, zo bezit een bestuurder in de vastgoedsector gemiddeld 1.53 bestuursmandaten. In deze sector komt het frequent voor dat een bestuurder in meerdere raden van bestuur zetelt van bedrijven in dezelfde sector. Er kan dus gesproken worden van een zekere expertise van deze bestuurders. Ook in de administratieve dienstensector bezit men gemiddeld gezien een hoog aantal bestuursmandaten per persoon. Hier dient wel opgemerkt te worden dat er slechts drie ondernemingen actief zijn in deze sector.

De sectoren die hoog scoorde in het onderzoek van Ferris en Jagannathan (2001) zijn de vervaardigingsindustrie en de informatie- en communicatiesector. Deze scores over het algemeen hoger dan het ondernemingsgemiddelde van 1.36 bestuursmandaten per persoon. De transportsector bevindt zich onder het bedrijfsgemiddelde, ook hier dient de opmerking gemaakt te worden dat er slechts drie beursgenoteerde ondernemingen binnen deze sector actief zijn.

	<b>Aantal ondernemingen</b>	<b>Gemiddelde</b>
<b>Industrie</b>	29	1,40
<b>Productie en distributie van energie</b>	3	1,27
<b>Bouwnijverheid</b>	4	1,30
<b>Groot- en detailhandel</b>	7	1,23
<b>Transport</b>	3	1,31
<b>Informatie en communicatie</b>	7	1,42
<b>Financiële activiteiten en verzekeringen</b>	38	1,30
<b>Exploitatie van en handel in vastgoed</b>	9	1,53
<b>Vrije beroepen</b>	16	1,35
<b>Administratieve en ondersteunende diensten</b>	3	1,46
<b>Kunst, amusement en recreatie</b>	1	1,30

Tabel 3: Sectorverschillen in het aantal mandaten per bestuurder

Bij de vergelijking met het onderzoek van Ferris en Jagannathan (2001) moeten nog enkele bemerkingsen gemaakt worden. Zo zaten in de steekproef van Ferris en Jagannathan 6089 ondernemingen en werden de bedrijven ingedeeld in sectoren volgens dezelfde sectorindeling maar werd de data op een licht verschillende wijze voorgesteld.

### **5.1.5. Correlatie tussen de variabelen**

Tot slot zal de correlatie tussen de verschillende variabelen worden gecontroleerd om multicollineariteit na te kunnen gaan. Dit zal gebeuren voor de variabelen die opgenomen worden in de regressie analyses, deze zullen in een correlatiematrix worden geanalyseerd. In tabel 4 is een

overzicht opgenomen van de correlaties. Hieruit blijkt dat het verkrijgen van een nieuw mandaat in 2014, significant gecorreleerd is met zeven van de tien opgenomen variabelen. Bij het gebruik van een regressie analyse is dit niet geheel abnormaal dat er een zekere correlatie bestaat tussen de afhankelijke variabele en de onafhankelijke variabele. De richting van de correlatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabele kan een indicatie geven voor het teken in de regressie analyse. Zo is de variabele die het houden van meerdere mandaten nagaat net zoals het geslacht van de bestuurder, positief gecorreleerd met de variabele nieuwe mandaten. Dit ligt binnen de verwachtingen eerder gesteld in hoofdstuk drie.

Het is waarschijnlijk dat de twee variabelen die aangeven of een bestuurder meerdere mandaten bezit, meer dan één mandaat en aantal mandaten in 2014, significant zeer sterk positief gecorreleerd zijn. Tevens zou het evident zijn dat het bezitten van meerdere mandaten significant gecorreleerd is met het fenomeen van golden skirts. De reden hierachter is dat deze variabele samen met het geslacht één van de twee kenmerken is die het fenomeen van "golden skirts" definieert, deze relatie wordt bevestigd in de correlatiematrix. Verder kan alsook verwacht worden dat een significant positieve correlatie bestaat tussen geslacht en golden skirts, dit wordt eveneens bevestigd door de data. Uit de tabel blijkt ook dat er sprake is van een significante correlatie tussen geslacht en onafhankelijkheid, er zou dus kunnen gesteld worden dat vrouwelijke bestuurders vaak als onafhankelijke bestuurders zetelen. Vervolgens kan genoteerd worden dat de proxy voor de grootte van de onderneming en het geslacht van de bestuurder positief significant gecorreleerd zijn. Dit zou betekenen dat er meer kans is op een vrouwelijke bestuurder in de raad van bestuur van een grotere onderneming. Er kan opgemerkt worden dat de grootte van de onderneming gemeten door de proxy Intotact, positief en significant gecorreleerd is met de grootte van de raad van bestuur. Een bevinding die in menig ander onderzoek wordt bevestigd. Een andere significante correlatie tussen de grootte en de onafhankelijkheid van de raad van bestuur, kan worden verklaard doordat een grotere raad van bestuur naar alle waarschijnlijkheid meer dan drie onafhankelijke bestuurders zal hebben. Een andere vaststelling is dat er een significante positieve relatie bestaat tussen de onafhankelijkheid van een bestuurder en de onafhankelijkheid van de raad van bestuur in de vorm van drie onafhankelijke bestuurders. Volgens de correlatietabel kan eveneens worden gesteld dat de variabele onafhankelijke bestuurder en golden skirts significant positief gecorreleerd zijn met een nieuw bestuursmandaat. Er kan dus verondersteld worden dat het zetelen als onafhankelijke bestuurder of als vrouwelijke bestuurder met meerdere mandaten een positieve invloed heeft op het verkrijgen van een nieuw mandaat.

Indien een bestuurder zetelt in een onderneming waarin er sprake is van CEO dualiteit kan er op het eerste zicht door de significant negatieve correlatie tussen deze variabelen, verwacht worden dat dit eerder een negatief effect zal hebben op een nieuw bestuursmandaat. Verder valt op dat ook de grootte van de onderneming en de grootte van de raad van bestuur negatief gecorreleerd zijn met CEO dualiteit. In grote ondernemingen of ondernemingen met een grote raad van bestuur is het minder waarschijnlijk dat de CEO tevens de voorzitter is van de raad van bestuur. Tot slot kan worden opgemerkt dat de grootte van de onderneming sterk positief gecorreleerd is met een positieve ROE. In de steekproef kan dus gesteld worden dat grotere onderneming eerder een positieve ROE zullen hebben. Dit kan worden nagegaan in de regressie analyse.

	<b>Nieuw Mand.</b>	<b>Meer. Mand.</b>	<b>Aantal Mand.</b>	<b>Geslacht</b>	<b>Onafh.</b>	<b>Aantal Best.</b>	<b>CEO Dual.</b>	<b>Onaf. Raad</b>	<b>ROE Dummy</b>	<b>Golden Skirts</b>	<b>Intotact</b>
<b>Nieuw Mand.</b>	1										
<b>Meer. Mand.</b>	0,0738*	1									
<b>Aantal Mand.</b>	0,0807*	0,8889**	1								
<b>Geslacht</b>	0,2270**	-0,0192	-0,0251	1							
<b>Onafh.</b>	0,0874**	0,0157	0,0097	0,1800**	1						
<b>Aantal Best.</b>	0,0173	-0,0134	-0,0113	0,0399	-0,1118**	1					
<b>CEO Dual.</b>	-0,0655*	-0,0209	-0,0368	-0,0259	-0,0288	-0,0384	1				
<b>Onaf. Raad</b>	0,0071	-0,0739*	-0,0714*	0,0089	0,2306**	0,0888**	-0,0180	1			
<b>ROE dummy</b>	-0,0721*	0,1389**	0,1303**	0,0422	-0,0570	0,2777**	0,0028	-0,0221	1		
<b>Golden Skirts</b>	0,1029**	0,3808**	0,3175**	0,3195**	0,0418	0,0092	-0,0461	0,0131	0,0716*	1	
<b>Intotact</b>	0,0628	0,0385	0,0128	0,0897**	0,0331	0,4775**	-0,0987**	0,0021	0,1506**	0,0214	1
** Correlatie significant op 1%											
* Correlatie significant op 5%											

Tabel 4: Pearson Correlatiematrix

## 5.2. Regressie analyse

Na de beschrijving van de data zullen er enkele regressie analyses worden uitgevoerd. Het doel van deze analyses is om de gestelde onderzoekshypothesen te testen met de data uit de steekproef. Er zullen twee verschillende regressiemodellen worden getest, deze modellen trachten hetzelfde te onderzoeken maar elk op een andere wijze. Vervolgens zullen eventuele verschillen in de uitkomst van de modellen worden aangegeven, om daarna te proberen om deze verschillen te verklaren.

### 5.2.1. Model van Keys en Li

Het eerste regressiemodel dat zal worden getest is dat van Keys en Li (2005). Dit model maakt gebruik van een logistische regressie aangezien de afhankelijke variabele een binaire variabele is. De binaire afhankelijke variabele is het verkrijgen van een nieuw bestuursmandaat. Deze variabele zal de waarde nul aannemen indien men geen nieuw mandaat verkrijgt en één indien de persoon wel wordt aangesteld als nieuwe bestuurder. Dit brengt met zich mee dat via de regressie analyse een waarde tussen nul en één zal worden berekend, deze waarde is de kans op een nieuw mandaat. De onafhankelijke variabelen die zullen worden opgenomen zijn de binaire variabelen meerdere mandaten en het geslacht. Verwacht wordt dat beiden de probabiliteit op een nieuw mandaat zullen verhogen. Verder zal er gecontroleerd worden voor de onafhankelijkheid van de bestuurder, het aantal bestuurders in de raad van bestuur, CEO dualiteit en de ROE van de betreffende onderneming. Naast voorgaande controlevariabelen zal in het model ook de onafhankelijkheid van de raad van bestuur, golden skirts een interactievariabele tussen het geslacht en het bezitten van meerdere mandaten en tot slot de grootte van de onderneming worden toegevoegd ter controle. Deze controlevariabelen werden toegevoegd daar dat deze een zekere invloed hadden op de modellen van Keys en Li (2005) en Davis (1993). Om de richting van de twee onafhankelijke variabelen op de afhankelijke variabele nieuw mandaat te kennen, worden deze elk in een afzonderlijke analyse nagegaan. Nadien zullen deze samen in een model worden onderzocht om vervolgens de controlevariabelen op te nemen in de analyse op het al dan niet verkrijgen van nieuwe bestuursmandaten.

Het doel van het model is nagaan welke variabelen een effect hebben op het verkrijgen van een nieuw mandaat. Dit kan niet gebeuren door de bestuursmandaten in de regressie analyse te gebruiken, aangezien een bestuurder die meer dan één mandaat bezit meerdere keren in de dataset zal voorkomen en zo de resultaten zal vertekenen. In plaats van de bestuursmandaten zal een dataset met de verschillende bestuurders gebruikt worden. Hier vormt zich echter een ander probleem, namelijk als een bestuurder meer dan één mandaat bezit dient er een keuze gemaakt te worden wat betreft enkele variabelen gerelateerd aan de onderneming. Eerder verkregen mandaten zullen een invloed uitoefenen op het krijgen van een nieuw bestuursmandaat, vandaar dat bij een bestuurder met meerdere mandaten in 2014 de bedrijfsgerelateerde variabelen van dit mandaat zullen worden opgenomen. Zoals in hoofdstuk vier besproken, wordt indien een bestuurder meerdere mandaten heeft gekozen voor het mandaat met de hoogste ROE waarde. In de modellen zal gebruik worden gemaakt van de ondernemingsgegevens van het bestuursmandaat uit de meest performante onderneming.

De binaire afhankelijke variabele zal de kans op een gebeurtenis kunnen weergeven via het gebruik van een logistisch regressiemodel. De twee voornaamste modellen zijn de zogenaamde probit en logit modellen. Het grootste verschil tussen de modellen is dat het probit model gebruik zal maken van de cumulatieve standaard normale verdeling om de kans te berekenen. Dit terwijl in een logit model de kans zal berekend worden via de cumulatieve standaard logistische verdeling. In het verleden werd het logit model vaker gebruikt aangezien deze minder computertijd in beslag nam, vandaag de dag is dit argument irrelevant. Als eerste zal een logit model gebruikt worden zoals in het model van Keys en Li. Nadien zal via een probit model de richting van de variabelen worden gecontroleerd. Om de kans te berekenen in een logit model, dienen de bèta-coëfficiënten samen met een zekere waarde (X-waarde) van de verschillende opgenomen variabelen in een formule ingevuld te worden. Via deze formule zal men altijd een waarde tussen nul en één bekomen en kan deze uitkomst dus uitgedrukt worden als een procentuele waarde. De formule ziet eruit als volgt:

$$\text{Probabiliteit gebeurtenis} = 1/(1+e^{-(\beta_{\text{constante}} + \beta_{\text{MeerMand}} X_{\text{MeerMand}} + \beta_{\text{geslacht}} X_{\text{geslacht}} + \dots + \beta_{\text{Intotact}} X_{\text{Intotact}})})$$

Indien de probabiliteit wordt nagegaan in een model met enkel de onafhankelijke variabele meerdere mandaten, zijn de resultaten significant (logit model 1). Zo zou de kans bij het bezitten van meer dan één mandaat op het verkrijgen van een nieuw mandaat op 56.25% liggen. Dit terwijl een bestuurder die slechts in één raad van bestuur zetelt 45.51% kans heeft op een nieuw bestuursmandaat. Er kan dus gesteld worden dat de richting die verwacht wordt in de hypothese in eerste instantie correct is. Een mogelijke verklaring zou kunnen liggen bij het feit dat ervaren bestuurders vaker nieuwe mandaten krijgen. Van de 128 bestuurders met meer dan één mandaat krijgen maar liefst 72 bestuurders in de onderzochte periode een nieuw bestuursmandaat. Wel dient opgemerkt te worden dat de adjusted R-square, de goodness of fit, bijzonder laag is. Indien ditzelfde getest wordt voor enkel het geslacht (logit model 2), blijkt dat de kans op een nieuw mandaat significant groter is voor vrouwelijke bestuurders dan voor mannelijke bestuurders. De kans is respectievelijk 70.93% voor vrouwen en 41.61% voor mannen. Dit werd verwacht aangezien er een duidelijke tendens is naar meer vrouwelijk bestuurders. In tabel 5 worden de resultaten van de regressie analyse in de vorm van de variabelen met diens coëfficiënten en standaard afwijkingen weergegeven.

In een volgende stap worden de twee onafhankelijke variabelen samen in een model onderzocht (logit model 3). Uit de resultaten blijkt dat de richting van de variabelen ongewijzigd blijven en hun invloed significant zijn. Een vrouwelijke bestuurder met één mandaat heeft 69.82% kans op een nieuw mandaat. Voor een vrouwelijke bestuurder met meerdere mandaten, met andere woorden zij die voldoen aan de definitie van golden skirts, ligt de kans nog hoger namelijk 78.89%. Een mannelijke bestuurder heeft een kans van minimum 39.97%, dit kan verhogen tot 51.81% indien deze bestuurder meerdere mandaten bezit. Als de variabele golden skirts wordt opgenomen in het meest uitgebreide model kan er opgemerkt worden dat deze variabele niet significant is (logit model 4). De reden is dat de variabele golden skirts sterk gecorreleerd is met zowel de variabelen meerdere mandaten als geslacht van de bestuurder. Dit is logisch aangezien dit een interactievariabele is samengesteld uit de vermenigvuldiging van laatstgenoemde variabelen.

Indien de variabele alleen wordt opgenomen in logit model vijf is deze wel significant, de voorspelkracht van dit model is zeer beperkt.

Na de bouw van enkele eenvoudige logit modellen waar werd geprobeerd om de afhankelijke variabele te verklaren aan de hand van de onafhankelijke variabelen, zal het uitgebreide model met controlevariabelen worden gebouwd en geanalyseerd. Dit model zal bestaan uit beide onafhankelijke variabelen meer dan één mandaat en het geslacht, aangevuld door de controlevariabelen onafhankelijkheid van de bestuurder, het aantal bestuurders, CEO dualiteit, de onafhankelijkheid van de raad, de ROE van de onderneming en tot slot de grootte van de onderneming. In een laatste model wordt de variabele golden skirts in het model verwerkt, dit om het effect te zien als al de controlevariabelen zijn opgenomen. In het uitgebreide logit model zes blijven de twee onafhankelijke variabelen significant en ook de richting van de variabelen wijzigt niet. Van de opgenomen controlevariabelen is enkel de ROE dummy significant. Hier zou volgens de theorie verwacht kunnen worden dat bestuurders die zetelen in een bedrijf met een positieve ROE meer kans maken op een nieuw mandaat. Dit blijkt echter niet het geval te zijn, wel de omgekeerde relatie is waar, ook in de correlatietabel kan deze richting terug gevonden worden. Deze resultaten zijn opvallend te noemen aangezien gekozen werd voor dat bestuursmandaat met de hoogste ROE, in dit geval zou een positief effect het meest waarschijnlijk zijn. De twee controlevariabelen die de onafhankelijkheid zowel van de bestuurders als van de gehele raad nagaan, hebben beide een positief zij het niet significant effect op het verkrijgen van nieuwe mandaten. Dit is evenzeer het geval voor de variabelen grootte van de raad van bestuur, en de proxy van de grootte van de onderneming. Twee variabelen hebben een negatief teken, de eerder besproken ROE dummy en de variabele CEO dualiteit. Deze laatste variabele heeft wel geen significant negatief effect op het krijgen van een nieuw mandaat. Het gevonden teken is te verwachten, daar dat globaal gezien CEO dualiteit wordt afgeraden.

Indien het vorige model wordt uitgebreid met de variabele golden skirts, verandert de uitkomst van het model nauwelijks, tevens is deze extra variabele niet significant (logit model 7). Tot slot wordt een laatste logit model gebouwd met enkel de significante variabelen, hierdoor neemt de significantie van al de variabelen aanzienlijk toe. In dit model zal de constante wel geen significant effect uitoefenen.

	1	2	3	4	5	6	7	8	
Afhankelijke variabele	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	
Onafhankelijke variabele(n)	Meerdere Mandaten	0,4314** 0,1917	0,4793** 0,1954	0,4603** 0,2092		0,5602*** 0,2009	0,5417** 0,2139	0,5641*** 0,1978	
	Geslacht		1,2307*** 0,1832	1,2458*** 0,1837	1,2295*** 0,1939		1,2093*** 0,1897	1,1934*** 0,1994	1,2796*** 0,1869
	Golden skirts				0,1613 0,6198	1,5994** 0,5599		0,1540 0,6318	
	Onafhankelijkheid						0,1882 0,1952	0,1884 0,1953	
	Aantal Bestuurders						0,0121 0,0215	0,0121 0,0215	
	CEO Dualiteit						-0,4203 0,2595	-0,4178 0,2594	
	Onafhankelijkheid raad						0,3949 1,1406	0,3873 1,1386	
	ROE dummy						-0,5026*** 0,1666	-0,5024*** 0,1664	-0,4601*** 0,1587
	Intotact						0,0362 0,0327	0,0365 0,0327	
	Constante	-0,1801** 0,0705	-0,3387*** 0,0732	-0,4069*** 0,0787	-0,4042*** 0,0793	-0,1525*** 0,0662	-1,3061** 1,2578	-1,3021** 1,2553	0,0825 0,1360
summary statistics and results of joint and other tests									
Adjusted R <sup>2</sup>	0,0039	0,0380	0,0426	0,0426	0,0081	0,0555	0,0555	0,0493	
Log likelihood	-647,97	-625,84	-622,83	-622,79	-645,25	-614,43	-614,39	-618,47	
N	941	941	941	941	941	941	941	941	

Tabel 5: Logit regressiemodel, coëfficiënten en standaardafwijking (\*10% significantieniveau, \*\*5% significantieniveau, \*\*\*1% significantieniveau)

Om het logit model te controleren, zullen de verschillende modellen via een probit regressie geanalyseerd worden. Het probit model maakt gebruik van de cumulatieve standaard normale verdeling. Net zoals in het logit model kan via het probit model de waarschijnlijkheid van een gebeurtenis worden berekend. De gebeurtenis waarvan de kans wordt onderzocht is het verkrijgen van een nieuw bestuursmandaat in de periode 2010 – 2014. Om deze kans te berekenen wordt volgende formule gebruikt.

$$\text{Probabiliteit gebeurtenis} = \Phi(\beta_{\text{constante}} + \beta_{\text{MeerMand}}X_{\text{MeerMand}} + \beta_{\text{geslacht}}X_{\text{geslacht}} + \dots + \beta_{\text{Intotact}}X_{\text{Intotact}})$$

Om de kans te berekenen dienen de onafhankelijke variabelen worden ingevuld in bovenstaande vergelijking. De uitkomst van deze vergelijking komt overeen met een z-waarde, deze waarde wordt dan gebruikt om de overeenstemmende kans op te zoeken in de tabel van de standaard normale verdeling.

Indien de probit modellen worden gebouwd en geanalyseerd, kan er opgemerkt worden dat de richting en de significantie van de variabelen niet verschillen met deze van de logit modellen. Dit is niet zo verassend aangezien de twee modellen zeer gelijkaardig zijn. Zo is de kans op het verkrijgen van een nieuw bestuursmandaat voor een vrouw in probit model twee 70.9%. In vergelijking met het logit model twee waar de kans dat een vrouw een nieuw mandaat krijgt op 70.93% ligt. In beide modellen zullen de kansen in de verschillende modellen dicht bij elkaar liggen, een echte voorkeur voor één van de twee modellen is er niet. Aangezien in het onderzoek van Keys en Li (2005) gebruik gemaakt wordt van een logit model, is er in dit eindwerk meer aandacht besteed aan dit model. De resultaten van de verschillende probit modellen zijn terug te vinden in de bijlage III.

De onderzoekshypothesen gesteld in hoofdstuk drie kunnen aan de hand van de resultaten van de twee logistische modellen worden getoetst. Daar dat het bezitten van meerdere mandaten een significant positief effect heeft op het verkrijgen van een nieuw bestuursmandaat, kan de eerste hypothese worden aanvaard. De tweede hypothese, waarin er verwacht wordt dat bestuurders uit goed presterende ondernemingen meer gevraagd worden als nieuwe bestuurders, kan niet worden aanvaard. Zo zouden bestuurders uit bedrijven met een positieve ROE minder kans maken op een nieuw bestuursmandaat dan collega's uit bedrijven met een negatieve ROE. Wel is gebleken dat vrouwelijke bestuurders significant meer kans maken op een nieuw mandaat dan mannen, hypothese 3a kan dus worden aanvaard. Hypothese 3b waarin werd gesteld dat vrouwelijke bestuurders met meerdere mandaten meer voor nieuwe bestuursmandaten zullen worden gevraagd, kan enkel worden aanvaard op het vijf procent significantieniveau indien deze variabele als enige verklarende variabele wordt opgenomen. In de andere modellen waar deze variabele werd opgenomen bleek deze niet significant te zijn. Globaal gezien over al de modellen zal hypothese 3b niet worden aanvaard.



### 5.2.2. Model van Davis

Het model van Davis (1993) maakt gebruik van een telvariabele als afhankelijke variabele. Hierdoor zal een andere regressiemethode worden toegepast die geschikt is voor de verzamelde data. De keuze van methode is gevallen op een Poisson regressiemodel, theoretisch gezien zou in een Poisson verdeling het gemiddelde even groot moeten zijn als de variantie. Het gemiddelde van de afhankelijke variabele in de steekproef is 0.55 en de variantie bedraagt 0.30. De reden dat er toch voor een Poisson model gekozen wordt is aangezien dit het meest geschikte model is indien de variantie van de afhankelijke variabele kleiner is dan het gemiddelde. Een andere mogelijkheid is het negatief binomiaal model, hier geldt dat in dit model verwacht wordt dat de variantie van de afhankelijke variabele groter is dan het gemiddelde. Indien er een negatief binomiaal regressiemodel wordt uitgevoerd, worden dezelfde resultaten als in het Poisson model gevonden. Het Poisson model is in dit geval het beste negatief binomiaal model.

Het model zal gelijkaardig aan het logit model worden opgebouwd. De onafhankelijke variabelen zijn in dit model het geslacht en het aantal mandaten. In het logit model werd gebruik gemaakt van een binaire variabele meerdere mandaten in plaats van het specifieke aantal. Er is gekozen voor de variabele aantal mandaten op te nemen omdat deze gebruikt werd in het originele model van Davis (1993). Net zoals in de andere modellen wordt de variabele golden skirts als interactievariabele opgenomen ter controle. De variabelen waarvoor gecontroleerd worden zijn onafhankelijkheid van de bestuurder, het aantal bestuurders, CEO dualiteit, de onafhankelijkheid van de raad, de ROE van de onderneming en de grootte van de onderneming. Het aantal observaties in het model verschilt van het aantal observaties in de logistische modellen. Dit is te wijten aan het verwijderen van de negatieve waarden in de verandering in aantal mandaten gedurende de periode van vier jaar. De bestuurders die een mandaat hebben opgegeven, zitten niet meer in de steekproef. Zo zullen er 892 observaties worden gebruikt in dit model, dit zijn de bestuurders die minstens hun bestuursmandaat behouden hebben in de onderzochte tijdspanne. Het doel van de regressie analyse is, net zoals in de logistische modellen, controleren of de onafhankelijke variabelen geslacht en aantal mandaten een effect hebben op het krijgen van nieuwe bestuursmandaten.

In het eerste model wordt de afhankelijke variabele enkel verklaard door de onafhankelijke variabele aantal mandaten in 2014. Het resultaat van deze regressie ligt in lijn met de hypothese die eerder gesteld was, namelijk dat ervaren bestuurders, bestuurders met één of meerdere mandaten significant meer nieuwe bestuursmandaten krijgen dan bestuurders zonder mandaat. Indien ter controle de sterk gecorreleerde variabele meerdere mandaten gebruikt wordt in de regressie, wordt eenzelfde significant positieve relatie gevonden. Model twee zal het aantal nieuwe bestuursmandaten trachten te verklaren door het geslacht van de bestuurder. Hier wordt eveneens dezelfde richting terug gevonden, dit zou betekenen dat een vrouwelijke bestuurder significant meer kans heeft op een nieuw mandaat dan een mannelijke collega. Vervolgens zullen de twee onafhankelijke variabelen samen in een model geanalyseerd worden. Uit deze regressie analyse blijkt dat de richting van beide variabelen positief is, er kan dus gesteld worden dat zowel het hebben van een aantal mandaten als het vrouwelijk geslacht significant meer nieuwe bestuursmandaten zal opleveren. Indien de interactievariabele golden skirts wordt toegevoegd aan

het laatste model, verandert niets aan de significantie en de richting van de variabelen aantal mandaten en geslacht. De nieuwe variabele golden skirts is een interactievariabele van geslacht en meerdere mandaten, vrouwen met meerdere mandaten worden gecodeerd met een één. Het is logisch dat deze variabele net zoals in de logistische modellen niet significant is, wel is de richting positief zoals in de hypothesen verwacht wordt. In een volgend model (Poisson model 5) werd het aantal mandaten enkel verklaard aan de hand van de interactievariabele golden skirts. In dit model is er een significant en positieve relatie waar te nemen. Weliswaar is de voorspelkracht in de vorm van de pseudo  $R^2$  zeer laag.

Na de bouw van de eerste meer verkennende modellen wordt het model met de verschillende controlevariabelen gebouwd (Poisson model 6). In dit eerste model wordt de interactievariabele golden skirts voorlopig buiten beschouwing gelaten. Tevens zal de controlevariabele onafhankelijkheid van de raad in de volgende modellen niet worden opgenomen, daar dat deze variabele voor elke bestuurder dezelfde waarde één geeft. Zo blijkt dat elke bestuurder in de steekproef in een raad zetelt met minstens drie onafhankelijke bestuurders. Er kan opgemerkt worden dat vier variabelen significant zijn, dit is aantal mandaten, geslacht, CEO dualiteit en ROE dummy. Ten opzichte van de logistische modellen is de controlevariabele CEO dualiteit wel significant in het Poisson regressiemodel. De tekens van de verschillende variabelen komen volledig overéén met de bevindingen in de logistische modellen. Opmerkelijk is dat de coëfficiënt van de ROE dummy in dit model eveneens negatief is. Dit zou betekenen dat bestuurders die zetelen in een bedrijf met een positieve ROE, minder nieuwe mandaten verkrijgen dan andere bestuurders. De controlevariabele onafhankelijkheid van een bestuurder heeft een positief, zij het wel niet significant effect op een nieuw bestuursmandaat. De variabelen die de grootte van de raad van bestuur en de proxy die de grootte van de onderneming (Intotact) meten hebben eveneens een niet significant positief effect op het krijgen van een nieuw mandaat. Tot slot is het te verwachten dat de laatste controlevariabele CEO dualiteit een negatief teken heeft, er kan dus besloten worden dat bestuurders die zetelen in een onderneming waar de CEO tevens de voorzitter van de raad van bestuur is, significant minder kans maken op een nieuw mandaat.

Model zeven is identiek aan het vorige model met als enige verschil dat de interactievariabele golden skirts wordt geïntegreerd. De toevoeging van deze ene variabele, brengt enkele beperkte gevolgen met zich mee. Zo is de interactievariabele, net zoals in model drie, niet significant. Een van de redenen hiervoor is de sterke correlatie tussen de variabelen golden skirts en geslacht, dit doordat de variabele golden skirts een interactievariabele is tussen de variabele geslacht en aantal mandaten. Al de controlevariabelen op CEO dualiteit en ROE dummy na zijn in dit model eveneens niet significant. Verder bleef de richting van de variabelen ongewijzigd. Tot slot zal in het laatste model enkel de vier significante variabelen uit model zes worden opgenomen. In dit model zullen de variabelen allemaal significant zijn zij het wel dat CEO dualiteit en ROE dummy slechts significant zijn op het 5% significantieniveau. De twee onafhankelijke variabelen zijn beide significant op het 1% significantieniveau, De richting van de relaties blijft ongewijzigd. De coëfficiënten en standaardafwijkingen van de variabelen in de modellen zijn weergegeven in tabel zes.

	1	2	3	4	5	6	7	8	
Afhankelijke variabele	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	
Onafhankelijke variabele (n)	Meerdere Mandaten	0,3071*** 0,0675	0,3159*** 0,0624	0,3057*** 0,0661		0,3264*** 0,0637	0,3148*** 0,0677	0,3251*** 0,0632	
	Geslacht		0,5186*** 0,0696	0,5260*** 0,0665	0,5120*** 0,0676		0,4999*** 0,0690	0,4836*** 0,0698	0,5287*** 0,0667
	Golden skirts				0,0765 0,1748	0,8119*** 0,1831		0,0880 0,1796	
	Onafhankelijkheid						0,0577 0,0616	0,0583 0,0616	
	Aantal Bestuurders						0,0066 0,0098	0,0066 0,0098	
	CEO Dualiteit						-0,3507** 0,1574	-0,3485** 0,1575	-0.3510** 0.1541
	Onafhankelijkheid raad								
	ROE dummy						-0,1873** 0,0781	-0,1889** 0,0784	-0.1656** 0.0739
	Intotact						0,0167 0,0168	0,0170 0,0168	
	Constante	-1,0185*** 0,0859	-0,7691*** 0,0428	-1,1507*** 0,0875	-1,1378*** 0,0424	0,6783*** 0,0353	-1,4157*** 0,3182	-1,4051*** 0,3187	-1,0146*** 0,0944
summary statistics and results of joint and other tests									
Pseudo R <sup>2</sup>	0,0093	0,0148	0,0245	0,0245	0,0076	0,0296	0,0297	0,0283	
Log likelihood	-776,93	-772,61	-765,01	-764,97	-778,27	-760,98	-760,92	-762,03	
N	892	892	892	892	892	892	892	892	

Tabel 6: Poisson regressiemodel, coëfficiënten en standaardafwijking (\*10% significantieniveau, \*\*5% significantieniveau, \*\*\*1% significantieniveau)

Indien voor het Poisson model de verschillende onderzoekshypothesen uit hoofdstuk drie getest worden, is er geen verschil waar te nemen in de resultaten. Zo blijkt uit de resultaten van het Poisson model dat bestuurders met meer mandaten ook significant meer nieuwe mandaten vergaard. Hypothese één wordt volgens dit model aanvaard. Over de tweede hypothese zijn de modellen eveneens unaniem, zo zullen bestuurders uit beter presterende onderneming tegen de verwachting in minder gevraagd worden voor een nieuw bestuursmandaat uit te oefenen, de hypothese kan dus niet worden aanvaard. Ook omtrent hypothese 3a en 3b verschillen de resultaten niet, vrouwen zullen meer nieuwe mandaten krijgen. De variabele golden skirts heeft enkel een significant positief effect op een nieuw bestuursmandaat indien deze alleen als verklarende variabele wordt opgenomen in een regressiemodel. Hypothese 3a zal volgens het Poisson model worden aanvaard en 3b. Hypothese 3b zou enkel in een zeer eenvoudig model kunnen worden aanvaard. In modellen waar zowel de variabelen meerdere mandaten als het geslacht worden geïntegreerd, kan de hypothese niet worden aanvaard.

Een globaal besluit over de twee verschillende soorten modellen kan voor de drie onderzoekshypothesen worden getrokken. Over de eerste hypothese kan een unanieme uitspraak gedaan worden. Hier is een significant positief effect waar te nemen, dit is in lijn met de onderzoekshypothese. De tweede hypothese zal niet worden aanvaard, daar er voor bestuurders uit performante ondernemingen geen positieve invloed werd gevonden op het krijgen van een nieuw bestuursmandaat. Een mogelijke verklaring voor dit opmerkelijk resultaat is het opnemen van een binaire variabele voor de ROE, de reden hiervoor was de grote spreiding en uitschieters van de ROE. Indien zowel de continue variabele ROE of de getrimde ROE wordt gebruikt in plaats van de ROE dummy veranderen de richting en de significantie van de variabelen niet. Een uitleg van het verschil met de gestelde hypothese zal niet kunnen worden verklaard door het gebruik van de ROE dummy. Hypothesen 3a en 3b omtrent het effect van het geslacht en "golden skirts" op nieuwe mandaten, zullen worden aanvaard. Dit aangezien er in beide modellen en elke analyse een significant positief teken terug te vinden is voor de variabele geslacht. De interactievariabele golden skirts, heeft in elk model waar deze wordt opgenomen een positief teken. Wel kon er enkel gesproken worden van een significant positief effect in de eenvoudige regressie analyses met enkel golden skirts als verklarende variabele.

De determinatiecoëfficiënt R-square geeft de voorspelkracht van regressiemodellen weer. De R-square zal het deel van de variatie van de afhankelijke variabele trachten te verklaren aan de hand van de onafhankelijke variabelen. In het algemeen kan gesteld worden dat respectievelijk de adjusted R2 voor de logistische modellen en de pseudo R2 voor het Poisson model zeer laag zijn. In de volgende sectie wordt er geprobeerd om verschillen in de modellen te verklaren.

### **5.2.3. Duiding bij verschil in resultaten tussen beide modellen**

Het is duidelijk dat de resultaten uit bovenstaande modellen sterk gelijkend zijn. Het voornaamste verschil tussen de uitkomst van de logistische modellen van Keys en Li (2005) en het Poisson model van Davis (1993) is een verschil in de significantie van de controlevariabele CEO dualiteit. Een eerste reden zou het verschil tussen de afhankelijke variabelen in de twee modellen kunnen zijn. De afhankelijke variabele in het logistisch model kan enkel de waarde nul of één aannemen. In tegenstelling tot de afhankelijke variabele in het Poisson model waar de minimumwaarde nul betreft maar op het maximum theoretisch geen limiet staat. In de praktijk zal een bestuurder nooit meer dan vijf mandaten in Belgische beursgenoteerde bedrijven aannemen. Er kan dus met enige voorzichtigheid worden gesteld dat de afhankelijke variabele grotendeels hetzelfde meten.

Een andere mogelijkheid is het feit dat er gebruik gemaakt is van een andere onafhankelijke variabele om bestuurders met meerdere mandaten weer te geven. In het logistische model werd gebruik gemaakt van een binaire variabele die aangaf of een bestuurder meer dan één mandaat bezit, terwijl in het Poisson model gebruik gemaakt werd van een telvariabele die het aantal mandaten aangaf. Om eventuele verschillen in de uitkomst van de modellen door een verandering in onafhankelijke variabele, werd in beide modellen de onafhankelijke variabele gewisseld. Dit bracht geen verandering in de tekens en significantie van de resultaten met zich mee. De sterke correlatie tussen beide variabelen bevestigen het vermoeden dat de onafhankelijk variabele inwisselbaar zijn. Deze verklaring lijkt dus eerder onwaarschijnlijk. Verder zou het verschil in aantal observaties een mogelijke verklaring kunnen zijn. Indien er eenzelfde logistisch model wordt gebouwd met de data gebruikt in het Poisson model blijven zowel de richting van de relaties als het significantieniveau hetzelfde. Het is vrij onwaarschijnlijk dat deze verklaring de verschillen in de uitkomsten kan duiden.

Wel dient gemeld te worden dat voor de meeste relaties eenzelfde teken en zelfs significantieniveau werd teruggevonden. Een beslissing maken over welk van de twee modellen het beste model is, is moeilijk daar dat ze beide een ietwat verschillende afhankelijke variabele trachten te voorspellen.



## Hoofstuk 6. Conclusie en kritische bemerkingen

### 6.1. Conclusie

Het doel van dit onderzoek was om enkele inzichten te verwerven in het verkrijgen van nieuwe bestuursmandaten. Allereerst diende er een grondige literatuurstudie plaats te vinden, zodanig dat de problematiek juist geschetst en gekaderd kon worden. De onderzoeksvraag spitste zich voornamelijk toe op een eventuele relatie tussen een bestuurder met meerdere mandaten en de relatie in welke mate dit het aantal nieuwe mandaten beïnvloedde. Gaandeweg het onderzoek is het opvallend dat de wet van 28 juli 2011 tot het opleggen van genderquota in de raad van bestuur in Belgische beursgenoteerde ondernemingen een grote rol speelde in het al dan niet krijgen van een nieuw bestuursmandaat. Vandaar dat deze bevindingen terugkwamen in de onderzoekshypothesen van deze eindverhandeling. Om deze hypothesen te kunnen toetsen werd er data verzameld uit een steekproef van 120 Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Van deze ondernemingen werden de verschillende bestuurders opgelijst samen met enkele aanvullende gegevens.

De samenstelling van de raad van bestuur verschilt sterk van onderneming tot onderneming. Hoe deze samenstelling tot stand komt en welke keuzeprocessen en keuzecriteria er worden gehandhaafd is eveneens afhankelijk van de onderneming. Een keuzecriteria dat regelmatig voorkomt is de ervaring van de bestuurder, deze ervaring kan een bestuurder bekomen door in andere of meerdere raden van bestuur actief te zijn. De ervaring van het zetelen in meerdere raden kan tevens gepaard gaan met het opzetten van verbanden tussen twee bedrijven via raden van bestuur. Een opvallende vaststelling in enkele studies is dat bestuurders die zetelen in een raad van bestuur van een goed presterende onderneming, eerder worden gevraagd om een nieuw bestuursmandaat op te nemen (Ferris, & Jagannathan, 2001). Deze bevindingen zullen worden vergeleken met de resultaten uit het empirisch onderzoek.

Een ander keuzecriteria waar recent veel werd over geschreven is de invoering van genderquota in de raad van bestuur. Deze genderquota zijn een opkomend thema uit de Scandinavische landen met als koploper Noorwegen. Een nieuw fenomeen in deze landen is dat van "golden skirts", vrouwen die ervaring hebben met de werking van de raad van bestuur worden overbevraagd, waardoor deze hun taak niet naar hartenlust kunnen uitvoeren. Door de invoering van een genderquota voor Belgische beursgenoteerde bedrijven, kan er een duidelijke stijging in vrouwelijke bestuurders worden waargenomen. Dit kan dus gezien worden als een belangrijk keuzecriteria voor nieuwe bestuurders.

Voortkomend uit de literatuurstudie werden er drie onderzoekshypothesen geformuleerd. Zo kan er verwacht worden dat het bezitten van meerdere mandaten een positief effect heeft op het bekomen van nieuwe mandaten. Volgens de literatuur zijn er twee zienswijzen die een verschil in richting kunnen verklaren. De eerste zienswijze waar een positieve relatie wordt verwacht, gaat in op de ervaring, expertise en netwerken die via deze bestuurder aan de raad van bestuur worden toegevoegd (Withers, Hillman, & Cannella, 2012). Deze wordt verondersteld sterker te zijn dan de andere recentere zienswijze die stelt dat bestuurders die in meerdere raden zetelen niet voldoende

tijd kunnen spenderen om hun taken binnen de raad van bestuur optimaal uit te voeren (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003; Harris en Shimizu, 2004). De Belgische corporate governance code raadt wel aan om maximaal vijf bestuursmandaten aan te houden in beursgenoteerde ondernemingen. Deze nieuwe mandaten werden volgens de literatuur makkelijker toebedeeld aan bestuurders uit een financieel sterk presterend bedrijf. Vervolgens zou door de wet van 28 juli 2011 omtrent genderquota een verschuiving plaatsvinden in de selectie van bestuurders. Hierdoor kan verwacht worden dat vrouwen een hogere kans hebben op een nieuw bestuursmandaat. Vrouwen die tevens meer dan één bestuursmandaat bezitten worden verondersteld zelfs nog een hogere kans te hebben.

Om de data te kunnen testen diende deze eerst verzameld te worden. Daar er geen dataset beschikbaar was waarin de nodige informatie is opgenomen, werd er zelf een dataset gecreëerd. De steekproef bestond uit 120 Belgische ondernemingen genoteerd op de Euronext Brussel, in totaal zetelden 1100 bestuurders in deze bedrijven. In de literatuur werden wel twee verschillende modellen teruggevonden, beide modellen zouden hetzelfde trachten te onderzoeken op een andere wijze. Het model van Keys en Li (2005) tracht via een binaire afhankelijke variabele die aangeeft of een bestuurder al dan niet wordt aangesteld als nieuwe bestuurder te onderzoeken of verschillende variabelen waaronder het zetelen in meerdere raden van bestuur een invloed heeft op de kansen op een nieuw bestuursmandaat. Dit gebeurt aan de hand van een logistische regressie. Een tweede model van Davis (1993) probeert om determinanten van een nieuw bestuursmandaat te onderzoeken, ook hier zal het aantal bestuursmandaten als een onafhankelijke variabele worden opgenomen. De afhankelijke variabele in dit model is de telvariabele aantal nieuwe mandaten, vandaar dat er gebruik zal worden gemaakt van een Poisson regressie.

In het empirisch deel van het onderzoek werd eerst een korte beschrijving gegeven van enkele relevante variabelen. Om vervolgens in een correlatiematrix een eerste blik te werpen op de verschillende relaties tussen de variabelen die in een later stadium zouden worden opgenomen in de regressiemodellen. Een eerste vaststelling is de positieve correlatie tussen de variabelen die gebruikt worden in de logistische modellen nieuw mandaat en meerdere mandaten, deze werd verwacht. In het Poisson model is er eveneens een significant positieve correlatie tussen de afhankelijke variabele aantal nieuwe mandaten en de onafhankelijke variabele aantal mandaten. Opvallend was de negatieve correlatie tussen ROE dummy en de afhankelijke variabele nieuw mandaat, in de literatuur werd de omgekeerde correlatie verondersteld.

Het empirisch onderzoek bestaat uit het testen van twee soorten regressiemodellen, het logistische regressiemodel en een Poisson regressiemodel. De logistische regressiemodellen kunnen verder opgesplitst worden in een logit en een probit model. Deze modellen kwamen als eerste aan bod, de uitkomsten van de twee modellen waren zoals theoretisch wordt gesteld zeer gelijkaardig. De meest opmerkelijke bevinding was dat de tekens van de onafhankelijke variabelen verwacht in de hypothesen juist en sterk significant bleken. Zo kan er worden teruggevonden dat het bezitten van meer dan één mandaat een positief effect heeft op de kans op het verkrijgen van een nieuw bestuursmandaat. Verder bleek dat, in tegenstelling tot de literatuur, een bestuurder die in de raad van bestuur van een goed presterende onderneming zetelt, niet meer en zelfs significant minder



kans heeft op een nieuw mandaat. Een vrouwelijke bestuurder heeft wel beduidend meer kans op een nieuw mandaat dan haar mannelijke collega. Het fenomeen van golden skirts werd in dit model wel gedeeltelijk genuanceerd, het bleek dat deze een niet significant positief effect heeft op de kans op een nieuw mandaat.

Het Poisson model bestaat uit een andere afhankelijke en onafhankelijke variabele voor meerdere mandaten. Door het gebruik van een ander model en andere variabelen zijn de resultaten eveneens licht verschillend. Zo zal in dit model zowel het bezitten van meerdere mandaten als het vrouwelijk geslacht een significant positief effect hebben op het aantal nieuwe bestuursmandaten. Tevens blijkt de interactievariabele tussen laatstgenoemde variabelen evenzeer niet significant te zijn. De relatie tussen bestuurders uit bedrijven met een positieve ROE en het aantal nieuwe mandaten dat men verkrijgt, is net zoals in de andere logistische modellen negatief. Dit is een eerder vreemde bevinding tegen verwachting in. Over het algemeen kan gesteld worden dat de resultaten uit de logistische modellen goed overeenkomen met deze uit het Poisson model.

De bekomen resultaten waren over het algemeen éénstemmig te noemen. Zo is het mogelijk om een eenduidige richting aan te geven tussen bestuurders met meer dan één mandaat en het aangesteld worden als nieuwe bestuurder. Bestuurders met meerdere mandaten zullen significant meer nieuwe bestuursmandaten verwerven. Verder bleek dat bestuurders uit meer performante ondernemingen significant minder nieuwe bestuursmandaten krijgen. De variabele geslacht zou net zoals in een beperkte mate de variabele golden skirts, wel een significant positief effect hebben op nieuwe bestuursmandaten. Het invoeren van genderquota heeft dus een positieve invloed op het verkrijgen van nieuwe mandaten voor vrouwen.

De meest opvallende bevinding uit de regressie analyses is het effect van de ROE dummy. In de literatuur wordt gesteld dat voor het selecteren van nieuwe bestuurders de prestaties van de onderneming waar een bestuurder actief is, relevant is. Bestuurders uit performante bedrijven worden verondersteld meer frequent te worden aangesteld als nieuwe bestuurder. In de resultaten van beide modellen wordt echter een omgekeerde invloed aangegeven. De meest logische verklaring is het gebruik van een andere soort variabele voor de toepassing van de ROE in de regressiemodellen. Zo werd er gekozen voor een binaire variabele, dit om eventuele effecten van uitschieters te reduceren en door een eerder vreemde spreiding. De variabele zal een één aannemen indien de onderneming waar de bestuurder in zetelt een positieve ROE heeft, en een nul in het ander geval. Hierdoor is de spreiding tussen de verschillende observaties veel kleiner, dan bij het gebruik van de oorspronkelijke variabele ROE. Deze redenering werd getest door de continue ROE op te nemen in de regressiemodellen, dit bleek geen verandering in de resultaten op te leveren. Een andere uitleg om deze opvallende resultaten te duiden is de keuze voor de bedrijfsgegevens van het bestuursmandaat met de hoogste ROE, en dit voor bestuurders die meerdere mandaten aanhouden. Deze verklaring werd eveneens getoetst en niet waarschijnlijk bevonden. In plaats van het opnemen van de bedrijfsgegevens van het mandaat met de hoogste ROE werd gebruik gemaakt van de gemiddelde of de laagste ROE. Deze wijziging veranderde de resultaten nauwelijks.

De verschillen tussen beide modellen zijn te verklaren door een verschillende afhankelijke variabele en een verschil in observaties. Er kan besloten worden dat beide modellen niet volledig hetzelfde meten, zo zal in de logistische modellen eerder worden nagegaan welke variabele van belang zijn voor het bekomen van een nieuw mandaat. In dit model is er gebruik gemaakt van een grotere steekproef. In het Poisson model worden de bestuurders die een bestuursmandaat neerleggen niet opgenomen in de observaties. Zo behoudt elke bestuurder minstens het aantal mandaten verkregen in de periode van vier jaar, er is dus gebruik gemaakt van een kleinere steekproef gefilterd op bovenstaande voorwaarde, dit zou de resultaten kunnen vertekenen. Het Poisson model geeft eerder weer welke variabele een invloed heeft met de zekerheid dat de bestuurder geen afstand zal hebben gedaan van een bestuursmandaat. De modellen geven sterk gelijkende inzichten zij het op een licht verschillende wijze.

Een praktische implicatie voor bestuurders is dat het bezitten van meerdere mandaten als positief wordt beschouwd als het aankomt op het krijgen van nieuwe bestuursmandaten. Bestuurders die een nieuw mandaat ambiëren hebben dus een streepje voor als zij al in een raad van bestuur zetelen. De resultaten van de ondernemingen waarin zij actief zijn is volgens de resultaten niet belangrijk, zo zouden bestuurder uit minder performante bedrijven zelfs een hogere kans hebben op een nieuw mandaat. Door de eerder beschreven redenen van deze opmerkelijke uitkomst, is het niet zeker dat deze conclusie te veralgemenen is.

Indien de resultaten worden teruggekoppeld naar het idee van netwerkverbanden, kan gesteld worden dat deze netwerkverbanden nieuwe bestuursmandaten opleveren. De relaties tussen verschillende bestuurders en ondernemingen tussen elkaar zijn terug te vinden in de data en hebben een invloed op het aanstellen van nieuwe bestuurders. Zo komt het regelmatig voor dat bedrijven zelfs meerdere afgevaardigden hebben in "bevriende" raden van bestuur. Personen die een bestuursmandaat hebben, zullen via de raad van bestuur van deze onderneming een netwerk opbouwen. Dit netwerk kan worden gebruikt om te zoeken naar en te selecteren van nieuwe bestuurders. Uit de resultaten blijkt dat het zetelen in meerdere raden een positieve invloed uitoefent op het verkrijgen van een nieuw bestuursmandaat. Om de juiste reden voor de selectie van een bestuurder met meer dan één mandaat te kennen, kan best een kwalitatief onderzoek worden gevoerd.

Over het algemeen kan worden besloten dat de ondernemingen in de steekproef de Belgische corporate governance code (2009) goed naleven. In 2014 was er geen enkele bestuurder die meer dan vijf bestuursmandaten aanhield in Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De naleving van de code is minder goed voor de richtlijn naar het aantal onafhankelijke bestuurders, 14 ondernemingen zullen geen drie onafhankelijke bestuurders binnen de raad hebben. Een verklaring kan zijn dat het gros van deze bedrijven een eerder beperkte raad van bestuur heeft. Tot slot is er de richtlijn omtrent CEO dualiteit, in de code wordt aanbevolen de taak van voorzitter van de raad van bestuur en CEO te scheiden. Ook deze richtlijn wordt niet door elk bedrijf opgevolgd, in tien ondernemingen zal de CEO tevens voorzitter zijn.

Door de invoering van genderquota in de raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen is er een duidelijke verschuiving naar meer vrouwelijke bestuurders. Dit wordt niet enkel bevestigd door de percentages vrouwen in de raad van bestuur, deze zijn in een periode van vier jaar verdubbeld. Ook de resultaten uit de regressie analyses tonen aan dat vrouwelijke bestuurders meer kans op een nieuw bestuursmandaat en meer nieuwe mandaten in aantallen zullen bekomen. De invoering mist op het eerste zicht het gewenste effect niet. De grote vraag is of deze regelgeving op langere termijn ook de gewenste resultaten, in de vorm van een beter werkende raad van bestuur, zal opleveren. Vervolgens zullen er enkele kritische bemerking en suggesties voor toekomstig onderzoek worden geformuleerd.

## **6.2. Kritische bemerkingen en suggesties voor toekomstig onderzoek**

Na de bovenvermelde conclusie dienen er enkele opmerkingen gegeven te worden omtrent deze eindverhandeling. Ten eerste is er veel gebruik gemaakt van Amerikaanse literatuur, in Europese en nog specifiek in Belgische context kunnen er verschillen optreden. In de Verenigde Staten is het idee achter corporate governance anders dan in Europa. Zo zal in de Angelsaksische landen een sterkere nadruk liggen op bescherming van de investeerder, terwijl dit in Europa minder het geval zal zijn. In België en zelfs in Europa is weinig tot geen informatie beschikbaar over modellen die bruikbaar zouden zijn in dit onderzoek. Hierdoor werd er gebruik gemaakt van modellen die ontwikkeld en toegepast zijn op Amerikaanse data. Over het eerste model van Keys en Li (2005) kunnen enkele bemerkingen gegeven worden. In dit model wordt er gekeken naar bestuurders die een mandaat verkregen gedurende een periode van vier jaar. Het originele onderzoek gebruikt een periode van slechts 36 maanden waarin een bestuurder gevolgd wordt. De opmerkelijk langere periode in het model in dit onderzoek zou de resultaten kunnen beïnvloeden. Verder is er enkel informatie beschikbaar over mandaten die bestuurders aanvaardden en worden deze die afgewezen worden niet opgenomen in de steekproef. Het model van Davis (1993) wordt vertekend door een beperkt aantal observaties die voldoen aan de criteria om opgenomen te worden in de analyse, hiervoor diende een bestuurder minstens zijn mandaat te behouden.

In de context van dit eindwerk was het onbegonnen werk om al de raden van bestuur van grote ondernemingen te includeren. Vandaar de eerder beperkte steekproef van 120 bedrijven genoteerd op de Euronext te Brussel, deze kan van invloed zijn op de resultaten. Enkele relaties kunnen hierdoor niet voldoende onderzocht worden. Tevens zal daar dat er enkel bestuursmandaten uit deze 120 ondernemingen werden opgelijst, zeker niet al de mandaten van bestuurders zijn opgenomen. Zo zal de volledige lading van nieuwe bestuursmandaten in de dataset niet gedekt worden. Menig bestuurder zal eveneens mandaten bezitten in buitenlandse bedrijven of in niet-beursgenoteerde ondernemingen, deze worden niet in rekening gebracht. Indien deze mandaten wel in de studie worden opgenomen, wordt de dataset veel uitgebreider en zullen correctere en bredere conclusies getrokken worden. Dit kan ook aanbevolen worden voor verder onderzoek, om zo een optimaal beeld te kunnen schetsen over dit onderwerp.

Initieel was de bedoeling om als achtergrondinformatie na te gaan of een bestuurder een verleden had in de financiële sector of nog steeds actief is als bankier. Dit bleek een vrij gecompliceerde en tijdrovende taak te zijn om elke bestuurder afzonderlijk te screenen. Daar deze gegevens niet verzameld konden worden binnen een redelijke tijdsperiode, kon een hypothese in verband met het aangaan van netwerkverbanden met bankiers niet onderzocht worden. Voor dezelfde reden is er niet nagegaan of een bestuurder ook een politiek mandaat opneemt. De bekende nationale politici konden eenvoudig getraceerd worden, het grootste probleem waren de lokale politici te herkennen. Hiervoor kan gebruik gemaakt worden van een mandatenlijst uitgegeven door de Belgische overheid, dit paste echter niet in het tijdsbestek van dit onderzoek. Aangezien deze gegevens niet verzameld en getoetst konden worden in de tijdsperiode van deze eindverhandeling, kan dit wel aangeraden worden voor toekomstig onderzoek.

Een andere beperking zijn de gebruikte variabelen, deze verschillen soms tussen de modellen. Het gebruik van andere variabelen kan daardoor ook aangewend worden om een verschil in resultaten te duiden. Om het meest opmerkelijke resultaat, het significant negatief teken van de variabele ROE dummy, te bespreken, kan eveneens deze uitleg worden ingeroepen. In dit geval is de variabele niet verschillend tussen de modellen, maar wel tussen de variabelen gebruikt in de onderzoeken waarop de modellen zijn gebaseerd. Door deze verschillen is de betrouwbaarheid niet honderd procent gegarandeerd.

De verandering in de regelgeving zorgt voor een duidelijke verschuiving van bestuurdersselectie naar het aanstellen van meer vrouwelijke bestuurders. De ingevoerde genderquota levert vrouwen vandaag een voordeel op in de aanstelling van nieuwe bestuurders. Dit zou de resultaten kunnen beïnvloeden. De grote vraag is of dit in de toekomst, met name na 2017, nog steeds waar te nemen is. Het zou kunnen dat bedrijven vanaf het moment dat zij aan de quota voldoen, terug voornamelijk mannen aanstellen als nieuwe bestuurder. Een gevolg hiervan zou kunnen zijn dat het bezitten van meer dan één mandaat een belangrijker rol gaat spelen in de selectie van bestuurders. Er kan dus aangeraden worden om een soortgelijk onderzoek te voeren in de toekomst, zodat de directe invloed van de invoering van de wet van 28 juli 2011 omtrent genderquota gestabiliseerd is.

Een interessant thema voor toekomstig onderzoek zijn de redenen nagaan waarom een bedrijf kiest voor een bestuurder met meerdere mandaten. Bekomt men nieuwe mandaten door de ervaring van dergelijke bestuurders of eerder door de netwerken die via raden van bestuur ontstaan. Samenhangend zou er onderzoek gevoerd kunnen worden naar de omstandigheden, denkende aan financiële prestaties of een verandering in ondernemingsstructuur, waarin ondernemingen kiezen voor bestuurders met meerdere mandaten.

## Lijst van geraadpleegde werken

- Bear, S., Rahman, N., & Post, C., (2010). The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 207-221.
- Brown, J. R. (2015). The demythification of the board of directors. *American Business Law Journal*, 52(1), 131-200.
- Bushee, B. J., Carter, M. E., & Gerakos, J. (2014). Institutional investor preferences for corporate governance mechanisms. *Journal of Management Accounting Research*, 26(2), 123-149.
- Carpenter, M. A., & Westphal, J. D. (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *The Academy of Management Journal*, 44(4), 639-660.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity, and firm value. *Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Clune, R., Hermanson, D. R., Tompkins, J. G., & Ye, Z. (. (2014). The nominating committee process: A qualitative examination of board independence and formalization. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 748-786.
- Collier, J. (2007). Corporate governance in the european context: Evolving and adapting. *Business and Society Review*, 112(2), 271-285.
- Canyon, M. J., & Read, L. E. (2006). A model of the supply of executives for outside directorships. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 645-659.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-406.
- Commissie corporate governance. (2009). Opgevraagd 30 maart, 2015, via <http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/home/>
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *The Academy of Management Journal*, 42(6), 674-686.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19(3), 269-290.
- Davis, G. F. (1993) Who gets ahead in the market for corporate directors: The political economy of multiple directorships. *Academy of Management Best Paper Proceeding*, 202-206.
- Davis, G. F., Robbins, G. E. (2004) Nothing but net? Networks and status in corporate governance. *The sociology of financial markets*. 290-311.
- De Jonge, A., Peeters, I. (z.d.). *Genderdiversiteit in de raden van bestuur van beursgenoteerde bedrijven en van overheidsbedrijven*. Opgevraagd op 23 oktober 2015, via <http://www.peeters-law.be/documents/news-items/news-28.xml?lang=nl>.

- De Maere, J., Jorissen, A., & Uhlener, L. M. (2014). Board capital and the downward spiral: Antecedents of bankruptcy in a sample of unlisted firms. *Corporate Governance: An International Review*, 22(5), 387-407.
- Dehaene, A., De Vuyst, V., & Ooghe, H. (2001). Corporate performance and board structure in Belgian companies. *Long Range Planning*, 34(3), 383-398.
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.
- Desfosses, L. R., & Smith, E. P. (1972). Corporate directors under fire. *California Management Review*, 15(2), 91-97.
- Devos, E., Prevost, A., & Puthenpurackal, J. (2009). Are interlocked directors effective monitors? *Financial Management*, 38(4), 861-887.
- Emery, D. R., Finnerty, J. D., & Stove, J. D. (2006). *Corporate financial management*. Upper Saddle River, N.J: Pearson Education.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349
- Ferris, S.P., & Jagannathan, M. (2001). The incidence and determinants of multiple corporate directorships. *Applied Economics Letters*, 8(1), 31-35.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance*, 58(3), 1087-1111.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors? *The Journal of Finance*, 61(2), 689-724.
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. Oxford: Oxford University Press.
- Goergen, M. (2012). *International corporate governance*. London: Pearson.
- Guberna, VBO (2014). *Onderzoeksrapport, naleving van de Belgische corporate governance code 2009*.
- Gulati, R., & Westphal, J. D. (1999). Cooperative or controlling? the effects of CEO-board relations and the content of interlocks on the formation of joint ventures. *Administrative Science Quarterly*, 44(3), 473-506
- Harris, I. C., & Shimizu, K. (2004). Too busy to serve? an examination of the influence of overboarded directors. *Journal of Management Studies*, 41(5), 775-798.
- Hillman, A. J. (2005). Politicians on the Board of Directors: Do Connections Affect the Bottom Line? *Journal of Management*, 31(3), 464-481.
- Hillman, A. J. (2015). Board diversity: Beginning to unpeel the onion. *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), 104-107.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, 37(2), 235-256.

- Hillman, A. J., Shropshire, C., & Cannella, A. A. (2007). Organizational predictors of women on corporate boards. *The Academy of Management Journal*, *50*(4), 941-952.
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of Management*, *35*(6), 1404-1427.
- Huse, M. (2000). Boards of directors in SMEs: A review and research agenda. *Entrepreneurship & Regional Development*, *12*(4), 271-290.
- Huse, M. (2012). The 'Golden Skirts': Lessons from Norway about Women on Corporate Boards of Directors. *Diversity Quotas, Diverse Perspectives The Case of Gender, Gower Applied Research*, 11-23.
- Jiraporn, P., Davidson, W. N., DaDalt, P., & Ning, Y. (2009). Too busy to show up? an analysis of directors' absences. *Quarterly Review of Economics and Finance*, *49*(3), 1159-1171.
- Kaczmarek, S., Kimino, S., & Pye, A. (2012). Antecedents of board composition: The role of nomination committees. *Corporate Governance: An International Review*, *20*(5), 474-489.
- Keys, P. Y., & Li, J. (2005). Evidence on the market for professional directors. *Journal of Financial Research*, *28*(4), 575-589.
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2006). Multiple directorships and corporate performance in Australian listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, *14*(6), 530-546.
- Kosnik, R. D. (1987). Greenmail: A study of board performance in corporate governance. *Administrative Science Quarterly*, *32*(2), 163-185.
- Misangyi, V. F., & Acharya, A. G. (2014). Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms. *Academy of Management Journal*, *57*(6), 1681-1705.
- Mizruchi, M. S. (1996). What do interlocks do? an analysis, critique, and assessment of research on interlocking directorates. *Annual Review of Sociology*, *22*(1), 271-298.
- Mizruchi, M. S., & Stearns, L. B. (1988). A longitudinal study of the formation of interlocking directorates. *Administrative Science Quarterly*, *33*(2), 194-210.
- O'Neal, D., & Thomas, H. (1995). Director networks/director selection: The board's strategic role. *European Management Journal*, *13*(1), 79-90.
- Phillips, R., Freeman, R. E., & Wicks, A. C. (2003). What stakeholder theory is not. *Business Ethics Quarterly*, *13*(4), 479-502.
- Ramanan, R. N. V. (2014). Corporate governance, auditing, and reporting distortions. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, *29*(3), 306-339.
- Raedts, M., & Masui, C. (2007) *Van vraag tot tekst: Praktische leidraad voor literatuurverslagen*. Leuven: Acco.
- Schillemans, T. (2013). Moving Beyond The Clash of Interests: On stewardship theory and the relationships between central government departments and public agencies. *Public Management Review*, *15*(4), 541-562.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, *52*(2), 737-783.

- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 54(5), 1829-1853.
- Shropshire, C. (2010). the role of the interlocking director and board receptivity in the diffusion of practices. *The Academy of Management Review*, 35(2), 246-264.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2012) *Introduction to econometrics*. Boston, Mass: Pearson.
- Tian, J. J. (2014). Board monitoring and endogenous information asymmetry. *Contemporary Accounting Research*, 31(1), 136-151.
- Tosi, H. L., Shen, W., & Gentry, R. J. (2003). Why outsiders on boards Can't solve the corporate governance problem. *Organizational Dynamics*, 32(2), 180-192.
- Van Geirt, F., & Nuyts, E. (2006). *Handleiding bij het gebruik van regressiemodellen voor ongevalrisico's: Wat kunnen we ermee en hoe?*. Diepenbeek: UHasselt.
- Vandewaerde, M., Voordeckers, W., Lambrechts, F., & Bammens, Y. (2011). Board team leadership revisited: A conceptual model of shared leadership in the boardroom. *Journal of Business Ethics*, 104(3), 403-420.
- Voordeckers, W., Van Gils, A., & Van den Heuvel, J. (2007). Board composition in small and Medium-Sized family firms. *Journal of Small Business Management*, 45(1), 137-156.
- Walls, J. L., & Hoffman, A. J. (2013). Exceptional boards: Environmental experience and positive deviance from institutional norms. *Journal of Organizational Behavior*, 34(2), 253-271.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (1995). Who shall govern? CEO/Board power, demographic similarity, and new director selection. *Administrative Science Quarterly*, 40(1), 60-83.
- Wet van 25 april 2014 tot invoering van de wet op het statuut van en het toezicht op kredietinstellingen, Belgisch Staatsblad, 7 mei 2014.
- Wet van 28 juli 2011 tot wijziging van het wetboek van vennootschappen, Art. 518bis, Belgisch Staatsblad, 14 september 2011.
- Withers, M. C., Hillman A. J., & Cannella, A. A. (2012). A Multidisciplinary Review of the Director Selection Literature. *Journal of Management*, 38(1), 243-277.



# Bijlage

## Bijlage I: Onafhankelijkheidscriteria

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

1) Gedurende een tijdvak van vijf jaar voorafgaand aan zijn benoeming, noch in de vennootschap, noch in een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11 W.Venn., een mandaat van uitvoerend lid van het bestuursorgaan of een functie van lid van het directiecomité of van persoon belast met het dagelijks bestuur hebben uitgeoefend;

2) Niet meer dan drie opeenvolgende mandaten als niet-uitvoerend bestuurder in de raad van bestuur hebben uitgeoefend, zonder dat dit tijdvak langer mag zijn dan twaalf jaar;

3) Gedurende een tijdvak van drie jaar voorafgaand aan zijn benoeming, geen deel hebben uitgemaakt van het leidinggevend personeel in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11 W.Venn.;

4) Geen vergoeding of ander belangrijk voordeel van vermogensrechtelijke aard ontvangen of hebben ontvangen van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11W.Venn., buiten de tantièmes en de vergoeding die hij eventueel ontvangt of heeft ontvangen als niet-uitvoerend lid van het bestuursorgaan of lid van het toezichthoudende orgaan;

5)(a) Geen maatschappelijke rechten bezitten die een tiende of meer vertegenwoordigen van het kapitaal, van het maatschappelijk fonds of van een categorie aandelen van de vennootschap;

(b) indien hij maatschappelijke rechten bezit die een quotum van minder dan 10 % vertegenwoordigen:

- mogen die maatschappelijke rechten samen met de maatschappelijke rechten die in dezelfde vennootschap worden aangehouden door vennootschappen waarover de onafhankelijk bestuurder controle heeft, geen tiende bereiken van het kapitaal, van het maatschappelijk fonds of van een categorie aandelen van de vennootschap; of

- mogen de daden van beschikking over die aandelen of de uitoefening van de daaraan verbonden rechten niet onderworpen zijn aan overeenkomsten of aan eenzijdige verbintenissen die het onafhankelijk lid van het bestuursorgaan heeft aangegaan;

© In geen geval een aandeelhouder vertegenwoordigen die onder de voorwaarden valt van dit punt 5).

6) Geen significante zakelijke relatie hebben of in het voorbije boekjaar hebben gehad met de vennootschap of met een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11 W.Venn., noch rechtstreeks noch als vennoot, aandeelhouder, lid van het bestuursorgaan of lid van het leidinggevend personeel in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, van een vennootschap of persoon die een dergelijke relatie onderhoudt;

7) In de voorbije drie jaar geen vennoot of werknemer zijn geweest van de huidige of vorige externe auditor van de vennootschap of van een daarmee verbonden vennootschap of persoon in de zin van artikel 11 W.Venn.;

8) Geen uitvoerend lid zijn van het bestuursorgaan van een andere vennootschap waarin een uitvoerend bestuurder van de vennootschap zetelt in de hoedanigheid van een niet-uitvoerend lid van het bestuursorgaan of als lid van het toezichthoudende orgaan, en geen andere belangrijke banden hebben met uitvoerende bestuurders van de vennootschap uit hoofde van functies bij andere vennootschappen of organen;

9) Geen echtgenoot, wettelijk samenwonende partner of bloed- of aanverwanten tot de tweede graad hebben die in de vennootschap of in een daarmee verbonden vennootschap of persoon zoals bepaald in artikel 11 W.Venn., een mandaat van lid van het bestuursorgaan, lid van het directiecomité, persoon belast met het dagelijks bestuur of lid van het leidinggevend personeel, in de zin van artikel 19, 2°, van de wet van 20 september 1948 houdende organisatie van het bedrijfsleven, uitoefenen, of die zich in een van de andere in de punten 1) tot 8) beschreven gevallen bevinden.

## **Bijlage II: Lijst van ondernemingen**

- 4Energy Invest
- AB Inbev
- ABLYNX
- ABO Group
- Accentis
- Ackermans & van Haaren
- Aedifica
- Ageas
- Agfa-Gevaert
- Ascensio
- ATENOR GROUP
- BANIMMO
- Barco
- Befimmo
- Bekaert
- Beluga
- BHF KleinWortBenson
- Biocartis
- Bone Therapeutics
- BPost
- Brederode
- Campine
- Care Property Invest
- Celyad
- CFE
- Cmb
- Cofinimmo
- Coil
- Compagnie bois sauvage
- Connect Group
- Dalenys
- Deceuninck
- Dexia
- D'Ieteren
- Eckert & Ziegler Bebig
- Econocom Group
- Elia System Operator
- EMD Music
- Etn Delhaize
- Etn FR, Colruyt
- Euronav
- EVS broadcast equipment
- Exmar
- Fagron
- Financière Tubize
- Floridienne
- Fluxys Belgium
- Fountain
- Galapagos
- GBL
- GIMV
- Greenyard
- Hamon
- Home Invest Belgium
- Iep Invest
- Immo Mourry
- Immobel
- Intervest offices & warehouses
- Ion Beam Applications (IBA)
- Jensen Group
- KBC Ancora
- KBC groep
- Keyware
- Kinopolis group
- Leasinvest Real Estate
- Lotus
- Materialise
- MDxHealth
- Melexis
- Miko
- Mithra Pharmaceuticals
- Mobistar
- Montea
- Moury Construction
- Neufcour
- Nyrstar
- Ontex Group
- Option
- Pairi Daiza
- PCB
- Picanol
- Proximus

- QRF
- Quest For Growth
- Realdolmen
- Recticel
- Resilux
- Retail Estates
- Rosier
- roularta media group
- Sapec
- Scheerders Van Kerckhove
- Sioen industries
- Sipef
- Smartphoto Group
- Société Belge de Constructions  
Aeronautiques (Sabca)
- Sofina
- Solvac
- Solvay
- Spadel
- Sucraf
- Telenet
- Terbeke
- Tessenderlo Chemie
- Texaf
- Think Media
- Thrombogenics
- TiGenix
- Tinc
- UCB
- Umicore
- Van de Velde
- Vastned Retail Belgium
- VGP
- Viohalco
- Warehouses De Pauw
- Warehouses Estates Belgium
- Wereldhave Belgium
- Xior
- Zenitel
- Zetes Industries

### Bijlage III : Resultaten Probit model

	1	2	3	4	5	6	7	8	
Afhankelijke variabele	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	Nieuw mand.	
Onafhankelijke variabele(n)	Meerdere Mandaten	0,2701** 0,1197		0,2982** 0,1213	0,2877** 0,1309		0,3457*** 0,1240	0,3369** 0,1331	0,3489*** 0,0903
	Geslacht		0,7632*** 0,1109	0,7722*** 0,1112	0,7637*** 0,1179		0,7469*** 0,1144	0,7398*** 0,1209	0,7885*** 0,1124
	Golden skirts				0,0773 0,3579	0,9716*** 0,3182		0,0631 0,3638	
	Onafhankelijkheid						0,1012 0,0935	0,1013 0,0934	
	Aantal Bestuurders						0,0070 0,0132	0,0070 0,0131	
	CEO Dualiteit						-0,2645* 0,1550	-0,2635 0,1551	
	Onafhankelijkheid raad						0,2851 0,5933	0,2821 0,5932	
	ROE dummy						-0,3061*** 0,1023	-0,3059*** 0,1021	-0,2807*** 0,0977
	Intotact						0,0227 0,0204	0,0228 0,0204	
	Constante	-0,1128** 0,0441	-0,2118*** 0,0456	-0,2540*** 0,0488	-0,2526*** 0,0493	-0,0956*** 0,0414	-0,8493 0,6977	-0,8480** 0,6973	-0,0556 0,0844
summary statistics and results of joint and other tests									
Pseudo R <sup>2</sup>	0,0039	0,0380	0,0426	0,0426	0,0081	0,0553	0,0553	0,0491	
Log likelihood	-647,97	-625,83	-622,81	-622,79	-645,25	-614,58	-614,56	-618,56	
N	941	941	941	941	941	941	941	941	

Tabel 7: Probit regressiemodel, coëfficiënten en standaardafwijking (\*10% significantieniveau, \*\*5% significantieniveau, \*\*\*1% significantieniveau)

## Auteursrechtelijke overeenkomst

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

**Het opbouwen van netwerken via raden van bestuur**

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

Jaar: **2016**

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Voor akkoord,

**Carpentier, Jeroen**

Datum: **1/06/2016**