

2016•2017
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur*

Masterproef

Vrouwen in de Raad van Bestuur als sleutel tot transparantie: een onderzoek naar de impact op het vrijwillige rapporteringsgedrag

Promotor :
Prof. dr. Nadine LYBAERT

Naomi Creemers

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

2016•2017

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN

*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur*

Masterproef

Vrouwen in de Raad van Bestuur als sleutel tot
transparantie: een onderzoek naar de impact op het
vrijwillige rapporteringsgedrag

Promotor :
Prof. dr. Nadine LYBAERT

Naomi Creemers

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

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van de opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen: Handelsingenieur. Hiermee komt een einde aan vijf leerrijke jaren. Tijdens deze jaren heb ik mijzelf verder kunnen ontwikkelen, zowel op theoretisch als praktisch vlak.

Het doel van deze masterproef is om aan te tonen dat de verworven kennis en theoretische inzichten, toegepast kunnen worden op een praktijkprobleem. Dit wordt gedaan aan de hand van een onderwerp binnen mijn interessegebied en afstudeerrichting accountancy en financiering.

Dit eindresultaat is uiteraard niet enkel en alleen mijn verdienste. Daarom zou ik graag een aantal personen bedanken. Eerst en vooral mijn promotor, Prof. dr. Nadine Lybaert. Zij heeft mij vanaf de start bijgestaan met de nodige suggesties en feedback. Dit gebeurde altijd snel en op een opbouwende manier, waardoor het aangenaam werken was. Haar bijdrage heeft dan ook een positieve invloed gehad op de totstandkoming van het eindresultaat. Daarnaast heeft Mevrouw Rottiers mij belangrijke inzichten in de praktijkwereld gegeven. Hierbij hoort ook een speciale vermelding voor *Women on Board Belgium* voor de toegang tot hun ledenlijst en de hulp bij het versturen van de enquête. Verder zou ik graag de personen die tijd vrij maakten voor een interview af te nemen bedanken, namelijk de Heer Vercammen, Mevrouw Vandendriessche en Mevrouw Van De Velde. Ook de andere personen die op een bepaalde manier hebben bijgedragen wil ik bedanken.

Tot slot zou ik ook graag mijn ouders, broer en zus bedanken. Mijn ouders gaven mij de kans om deze studies te volgen en hebben mij doorheen deze jaren enorm gesteund. Daarnaast stonden mijn broer en zus altijd klaar om mij een handje te helpen, ook tijdens het proces van deze masterproef waren zij een enorme hulp.

Naomi Creemers

Meeuwen-Gruitrode, mei 2017

Samenvatting

De globale interesse voor genderdiversiteit in de Raad van Bestuur kende de laatste jaren een sterke toename. Een aantal landen zijn het voorbeeld van Noorwegen dan ook gevolgd door een genderquotum in te voeren, waaronder België met de wet van 28 juli 2011. Daarnaast hecht de Europese Commissie ook belang aan deze problematiek met de richtlijn van 14 november 2012. Er zijn zowel voor- als tegenstanders van de genderquota. Maar één ding staat vast, het is een effectieve manier om het aantal vrouwen in Raden van Bestuur op een tamelijk snelle manier te laten stijgen. Bijgevolg verandert de samenstelling in functie van het geslacht in veel Raden van Bestuur. In het kader van het Belgische genderquotum en de gevolgen voor de samenstelling van de Raad van Bestuur die dit met zich meebrengt, wordt in deze masterproef onderzocht of er naast het morele aspect ook andere redenen zijn voor de toename van vrouwen in de Raad van Bestuur. Meer bepaald wordt gefocust op het vrijwillige rapporteringsgedrag van Belgische beursgenoteerde bedrijven. In de Belgische context werd tot op heden weinig onderzoek gevoerd naar de impact van vrouwen in de Raad van Bestuur. Daarnaast is vrijwillige rapportering een onderwerp dat in tegenstelling tot bedrijfsresultaten nog niet vaak werd gelinkt met de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur. Echter is transparantie van informatie een zeer belangrijke pijler van deugdelijk bestuur.

Dit onderzoek start in **hoofdstuk 1** met een inleidend gedeelte waarin de probleemstelling uitvoerig wordt toegelicht, om uiteindelijk te komen tot de centrale onderzoeksvraag. Deze onderzoeksvraag luidt: *"Wat is de impact van de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur op het rapporteringsgedrag van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?"*, en wordt opgedeeld in een aantal deelvragen waarop doorheen dit onderzoek wordt getracht een antwoord te vinden. Tot slot wordt aandacht besteed aan de methodologische opbouw van dit onderzoek in de onderzoeksopzet.

Vervolgens bevat het tweede gedeelte een literatuurstudie die op basis van academische studies, wetgeving en cijfermateriaal een antwoord zoekt op vier theoretische deelvragen. **Hoofdstuk 2** bespreekt de verschillende taken van de Raad van Bestuur en legt op basis hiervan een link met het rapporteringsgedrag van bedrijven. Verder wordt de nodige aandacht besteed aan de opsplitsing tussen wettelijke en vrijwillige informatie en wordt de rol van de Raad van Bestuur bij deze vrijwillige rapportering verklaard. Daarnaast legt **hoofdstuk 3** zich toe op de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur. Ten eerste worden de genderquota besproken, alsook de evolutie van vrouwelijke bestuursleden in Belgische beursgenoteerde ondernemingen aan de hand van cijfergegevens. Twee theorieën omtrent het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur worden daarna verklaard, namelijk de kritische massa theorie en tokenisme. Vervolgens wordt het empirisch bewijs van de bijdragen van vrouwen in de Raad van Bestuur gecategoriseerd in menselijk en sociaal kapitaal, de groepswerking en het beslissingsmakingsproces, het monitoren en de strategie. Deze bijdragen kunnen de bedrijfsprestaties beïnvloeden, bijgevolg wordt dus ook het empirisch bewijs omtrent de impact op zowel de financiële als de niet-financiële bedrijfsprestaties bekeken. Geëindigd wordt met het beperkte bewijs dat voorhanden is over de invloed op de informatiekwiteit en rapportering.

De informatie in de literatuurstudie vormt het vertrekpunt voor het empirisch onderzoek in het derde gedeelte van dit onderzoek. De relatie tussen vrouwen in de Raad van Bestuur en het vrijwillige rapporteringsgedrag vormt de laatste deelvraag en wordt onderzocht aan de hand van zowel een

kwantitatief als een kwalitatief onderzoek. Voor het kwantitatieve onderzoek worden ten eerste in **hoofdstuk 4** zes hypothesen opgesteld om deze relatie te toetsen. Meer bepaald wordt verwacht dat vrouwelijke bestuursleden een positieve invloed hebben op de mate van vrijwillige rapportering, en dat deze invloed verschillend is naargelang de aard van de rapportering. Met name wordt verwacht dat een grotere positieve invloed merkbaar is op de niet-financiële rapportering in vergelijking met de strategische en financiële rapportering. Daarnaast wordt verondersteld dat een kritische massa van drie vrouwen nodig is alvorens zij een merkbare invloed kunnen hebben op de vrijwillige rapportering. Tot slot wordt ook een positief versterkend modererend effect op deze relatie verwacht van vrouwelijke onafhankelijkheid, lidmaatschap van het auditcomité en voorzitterschap.

Vervolgens wordt de toegepaste methodologie uitgebreid toegelicht in **hoofdstuk 5**. De gebruikte dataset bestaat na een aantal selecties - waaronder het weren van financiële bedrijven en bedrijven genoteerd op *Alternext Brussels* en *Marché Libre* - uit 60 Belgische beursgenoteerde bedrijven. Aan de hand van de Bel-First database en jaarverslagen wordt de nodige data over deze bedrijven verzameld voor de jaren 2011 en 2015. Vervolgens wordt een meetinstrument ontwikkeld voor de mate van vrijwillige rapportering. De gebruikte *disclosure* index bevat 85 items verdeeld over drie categorieën, namelijk strategisch, niet-financieel en financieel. Ook de opgenomen variabelen en analysetechniek worden uitvoerig toegelicht. Zo wordt gebruik gemaakt van *panel data*, dat ideaal is voor data van meerdere jaren te analyseren. Tot slot worden modellen voor de verschillende hypothesen ontwikkeld, die uitvoerig getest worden in het volgende hoofdstuk.

De regressieresultaten in **hoofdstuk 6** zijn overwegend niet statistisch significant. Zo wordt geen bewijs gevonden van de positieve invloed van vrouwen op de totale vrijwillige verslaggeving, alsook niet op de strategische en niet-financiële component. Echter is er wel bewijs van een negatieve invloed op de financiële rapportering. Daarnaast wordt de kritische massa van drie vrouwen niet ondersteund. Ook voor het versterkend modererend effect van vrouwelijke onafhankelijkheid en lidmaatschap van het auditcomité is er een gebrek aan bewijs. Tot slot kon de invloed van vrouwelijke voorzitters niet onderzocht worden doordat de data bijna volledig uit mannelijke voorzitters bestaat.

Daarnaast wordt in **hoofdstuk 7** bijkomend een kwalitatief onderzoek gevoerd door middel van een enquête bij de leden van *Women on Board Belgium*. Enkele interessante bevindingen zijn dat de ondervraagde vrouwelijke bestuursleden het vrijgeven van vrijwillige financiële informatie het belangrijkste vinden, in vergelijking met niet-financiële en strategische informatie. Zij denken wel dat vrouwen de grootste invloed kunnen hebben op het vrijgeven van niet-financiële informatie. Hierbij wordt het meeste belang gehecht aan milieuaangelegenheden en deugdelijk bestuur. Daarnaast zijn de kenmerken die de grootste rol lijken te spelen bij de invloed van vrouwelijke bestuurders, lid zijn van het auditcomité en het voorzitterschap. Tot slot zouden zij voornamelijk een meerwaarde bieden door middel van meer diverse inzichten en kwalitatievere beslissingen.

Tot slot eindigt **hoofdstuk 8** in het vierde gedeelte met een algemene conclusie en een kritische reflectie omtrent de relatie tussen vrouwen in de Raad van Bestuur en de mate van vrijwillige verslaggeving. Door het gebrek aan bewijs voor deze relatie zijn de implicaties voor de praktijk echter miniem. Toch zijn er door het kwalitatief onderzoek hoopvolle verwachtingen over een merkbare invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur in de toekomst.

Inhoudsopgave

| | |
|--|-----|
| Woord vooraf | I |
| Samenvatting | III |
| Lijst van tabellen | IX |
| Lijst van figuren | IX |
| Lijst van de gebruikte afkortingen | XI |
| DEEL I: INLEIDING | 1 |
| Hoofdstuk 1: Probleemstelling en onderzoeksplan | 1 |
| 1.1 Probleemstelling..... | 1 |
| 1.2 Onderzoeksvragen..... | 4 |
| 1.2.1 Centrale onderzoeksvraag..... | 4 |
| 1.2.2 Deelvragen..... | 4 |
| 1.3 Onderzoeksopzet..... | 5 |
| 1.3.1 Theoretisch gedeelte..... | 6 |
| 1.3.2 Empirisch gedeelte | 6 |
| DEEL II: LITERATUURSTUDIE | 7 |
| Hoofdstuk 2: De Raad van Bestuur en rapportering | 7 |
| 2.1 Wettelijk kader m.b.t. de Raad van Bestuur | 7 |
| 2.2 Taken van de Raad van Bestuur..... | 8 |
| 2.2.1 Servicefunctie..... | 9 |
| 2.2.2 Controlefunctie | 10 |
| 2.2.3 Strategiefunctie | 12 |
| 2.3 Informatieverstrekking door de Raad van Bestuur..... | 13 |
| 2.4 Verplichte en vrijwillige informatieverstrekking | 15 |
| 2.4.1 Wettelijk verplichte informatie | 16 |
| 2.4.2 Vrijwillige informatie | 17 |
| 2.4.3 De Raad van Bestuur en vrijwillige informatie..... | 18 |
| Hoofdstuk 3: Vrouwen in de Raad van Bestuur | 21 |
| 3.1 Wetgeving rond vrouwenquota in de Raad van Bestuur..... | 21 |
| 3.1.1 Invoering van de regelgeving | 21 |
| 3.1.2 Huidige situatie..... | 23 |
| 3.2 Kritische massa theorie en tokenisme | 25 |
| 3.3 Bijdrage van vrouwen aan de werking van de Raad van Bestuur..... | 27 |
| 3.3.1 Menselijk en sociaal kapitaal..... | 28 |
| 3.3.2 Groepswerking en beslissingsmakingsproces | 29 |
| 3.3.3 Monitoren | 31 |
| 3.3.4 Strategie..... | 32 |
| 3.4 Impact van vrouwen op de bedrijfsprestaties | 33 |
| 3.4.1 Financiële bedrijfsprestaties | 33 |

| | |
|---|-----------|
| 3.4.2 Niet-financiële bedrijfsprestaties | 35 |
| 3.4.3 Informatiekwaliteit en rapportering..... | 37 |
| DEEL III: EMPIRISCH ONDERZOEK..... | 39 |
| Hoofdstuk 4: Ontwikkeling van de hypothesen..... | 39 |
| 4.1 De relatie tussen vrouwelijke bestuurders en vrijwillige rapportering | 40 |
| 4.2 De invloed van modererende effecten | 43 |
| 4.3 Conceptueel model | 44 |
| Hoofdstuk 5: Methodologie..... | 45 |
| 5.1 Dataverzameling | 45 |
| 5.2 Meetinstrument voor vrijwillige rapportering | 46 |
| 5.3 Variabelen..... | 49 |
| 5.3.1 Afhankelijke variabelen | 49 |
| 5.3.2 Onafhankelijke variabelen..... | 49 |
| 5.3.3 Modererende variabelen | 49 |
| 5.3.4 Controlevariabelen..... | 50 |
| 5.4 Analysetechniek | 52 |
| 5.4.1 ' <i>Fixed effects</i> ' of ' <i>Random effects</i> '..... | 52 |
| 5.4.2 Endogeniteit | 53 |
| 5.5 Modelontwikkeling | 53 |
| Hoofdstuk 6: Empirische analyse en resultaten | 55 |
| 6.1 Betrouwbaarheid van het meetinstrument | 55 |
| 6.2 Beschrijvende statistieken..... | 56 |
| 6.2.1 Univariate analyse | 56 |
| 6.2.2 Bivariate analyse..... | 57 |
| 6.2.3 Vergelijkende analyses | 59 |
| 6.3 Regressieanalyse..... | 61 |
| 6.3.1 Assumpties..... | 61 |
| 6.3.2 Resultaten en discussie | 62 |
| 6.3.2.1 Invloed van vrouwen op de vrijwillige rapportering..... | 62 |
| 6.3.2.2 Invloed modererende effecten: onafhankelijkheid en auditcomité | 65 |
| 6.3.3 Robuustheidsanalyse..... | 67 |
| 6.3.3.1 Andere maatstaven | 67 |
| 6.3.3.2 ' <i>First difference</i> ' model | 68 |
| 6.3.3.3 Invloed op de aparte categorieën van vrijwillige rapportering | 69 |
| 6.3.3.4 Non-lineaire relatie..... | 69 |
| 6.3.3.5 Logistische regressie..... | 70 |
| 6.3.3.6 Endogeniteit..... | 70 |
| Hoofdstuk 7: Enquête..... | 71 |
| 7.1 Demografische kenmerken en ervaring | 71 |
| 7.2 Belang van vrijwillige rapportering | 71 |

| | |
|---|-----|
| 7.3 Invloed op de vrijwillige rapportering | 72 |
| 7.4 Bijdrage van vrouwelijke bestuurders..... | 74 |
| DEEL IV: CONCLUSIE | 75 |
| Hoofdstuk 8: Algemeen besluit en kritische reflectie | 75 |
| 8.1 Theoretische implicaties | 75 |
| 8.2 Praktische implicaties..... | 77 |
| 8.3 Kritische reflectie en suggesties voor verder onderzoek..... | 78 |
| Lijst van de geraadpleegde werken | 81 |
| Bijlagen | 93 |
| Bijlage 1: Enquête Women on Board | 93 |
| Bijlage 2: Voluntary Disclosure Index | 98 |
| Bijlage 3: Uitschieterdetectie | 100 |

Lijst van tabellen

Tabel 1: Taken van de Raad van Bestuur

Tabel 2: Totaalpercentage vrouwen in Raden van Bestuur van beursgenoteerde bedrijven, bepaalde economische overheidsbedrijven en de Nationale Loterij, evolutie 2008-2012-2014-2016

Tabel 3: Categorieën meetschaal vrijwillige rapportering

Tabel 4: Overzicht van de variabelen

Tabel 5: Overzicht van de regressiemodellen

Tabel 6: *Cronbach's coëfficiënt alpha* van het meetinstrument

Tabel 7: Beschrijvende statistieken (voor de definitieve steekproef)

Tabel 8: Correlatiematrix

Tabel 9: Vergelijking vrouwelijke vertegenwoordiging in 2011 en 2015

Tabel 10: Vergelijking vrijwillige rapportering in 2011 en 2015

Tabel 11: Vergelijking aantal vrouwen in 2011 en 2015

Tabel 12: Vergelijking vrouwen in de Raad van Bestuur bij hoge en lage vrijwillige rapportering (totaal)

Tabel 13: Vergelijking vrouwen in de Raad van Bestuur bij hoge en lage vrijwillige rapportering (categorieën)

Tabel 14: Regressieresultaten hypothese 1, 2 en 3

Tabel 15: Regressieresultaten hypothese 4 en 5

Tabel 16: Belang vrijwillige rapportering (enquête)

Tabel 17: Kruistabellen vrijwillige rapportering (enquête)

Tabel 18: Invloed modererende variabelen (enquête)

Tabel 19: Bijdrage vrouwelijke bestuurders (enquête)

Lijst van figuren

Figuur 1: Totaalpercentage vrouwen in Raden van Bestuur van Bel20 bedrijven, evolutie 2003-2016

Figuur 2: Conceptueel model

Lijst van de gebruikte afkortingen

| | |
|---------|--|
| 2SLS | <i>Two-stage least squares</i> |
| Art. | Artikel |
| EV | Eigen vermogen |
| FD | <i>First difference</i> |
| FE | <i>Fixed effects</i> |
| IFRS | <i>International Financial Reporting Standards</i> |
| K.B. | Koninklijk Besluit |
| MVO | Maatschappelijk verantwoord ondernemen |
| NGO | Niet-gouvernementele organisatie |
| OLS | <i>Ordinary least squares</i> |
| RE | <i>Random effects</i> |
| ROA | <i>Return on Assets</i> |
| ROE | <i>Return on Equity</i> |
| RvB | Raad van Bestuur |
| VZW | Vereniging zonder winstoogmerk |
| W.Venn. | Wetboek van Vennootschappen |

Deel I: Inleiding

Hoofdstuk 1: Probleemstelling en onderzoeksplan

Dit inleidend hoofdstuk licht eerst en vooral de probleemstelling uitvoerig toe in sectie 1.1. Deze probleemstelling mondt uit in een centrale onderzoeksvraag die in sectie 1.2 wordt uiteengezet, waaronder ook de bijhorende deelvragen. Tot slot gaat sectie 1.3 in op de methodologische aspecten van dit onderzoek door de onderzoeksopzet te bespreken.

1.1 Probleemstelling

Genderdiversiteit in de Raad van Bestuur is een actueel onderwerp waar veel belang aan wordt gehecht door regulerende organen. Het Europese Parlement riep meerdere malen op voor een wetgeving rond gelijke kansen voor mannen en vrouwen in leidinggevende functies in bedrijven. Ook de Europese Commissie trachtte jarenlang om het percentage van vrouwen in de Raden van Bestuur omhoog te halen via vrijwillige initiatieven. Aangezien dit weinig opleverde, werd op 14 november 2012 een richtlijn geformuleerd die stelt dat van de niet-uitvoerende bestuursleden van beursgenoteerde ondernemingen 40% van het ondervertegenwoordigde geslacht moet zijn. Het doel is om dit tegen 2020 te behalen. Deze richtlijn richt zich niet tot kleine en middelgrote ondernemingen (Europese Commissie, 2012). Het Europese Parlement ging nog een stap verder door sancties toe te voegen voor het niet behalen van het voorgestelde quotum. Echter werd dit voorstel tot op heden nog niet omgezet in een effectief geldende richtlijn omdat het geblokkeerd zit bij de Europese ministerraad (Europees Parlement, 2015). België hecht zelf ook belang aan dit onderwerp en is ondertussen wel al effectief overgegaan tot wetgeving. De Belgische regering keurde op 28 juli 2011 een wetsvoorstel goed dat heeft geleid tot een quotum omtrent het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur van Belgische beursgenoteerde bedrijven. Meer bepaald houdt dit in dat in 2017 de Raad van Bestuur van Belgische beursgenoteerde bedrijven voor minstens één derde uit vrouwen moet bestaan. Dit geldt ook voor kleine en middelgrote ondernemingen, maar zij krijgen twee jaar langer de tijd (Fiers, 2015). De Belgische wetgeving heeft dus een vroegere deadline en richt zich daarnaast ook op kleine en middelgrote beursgenoteerde ondernemingen in tegenstelling tot Europa.

Er bestaan zowel voor- als tegenargumenten voor genderquota. Tegenargumenten stellen dat genderquota de allocatie van leiderschapsposities zou kunnen verslechteren doordat verplicht een vrouw gekozen moet worden. Ook gaan vrouwen misschien minder investeren in hun carrière omdat hun carrière pad hierdoor vergemakkelijkt wordt. Gelukkig zijn er ook argumenten voor de quota. Vrouwen die als gevolg van de quotawet in de Raad van Bestuur zetelen, kunnen een rolmodel zijn voor andere vrouwen die een bepaalde positie willen bereiken. Doordat een hoge leiderschapspositie nu niet meer onmogelijk is, zouden vrouwen ook net meer kunnen investeren in hun carrière. Daarnaast zouden genderquota de vrouwelijke vertegenwoordiging in de Raad van Bestuur op een directe manier verhogen (Pande & Ford, 2011).

Uit een onderzoek van Catalyst (2014) blijkt dat landen die een quotum hebben geïmplementeerd, er beter in slagen de gelijkheid tussen mannen en vrouwen in de Raad van Bestuur te benaderen in

vergelijking met landen waar vrijwillige initiatieven gelden (Horckmans, 2015; Medland, 2015). Ook de Belgische quotawet werpt duidelijk zijn vruchten af volgens een onderzoek van het Instituut voor de Gelijkheid van Vrouwen en Mannen (2016b). Het procentueel aantal vrouwen in Raden van Bestuur is namelijk verdubbeld op zes jaar, van 8,2% in 2008 naar 16,6% in 2014 (Instituut voor de Gelijkheid van Vrouwen en Mannen, 2016a). Begin 2015 zetelden 16,7% vrouwen in de Raad van Bestuur van de grootste beursgenoteerde bedrijven, wat slechter is dan het Europese gemiddelde van 17,8% (Eckert, 2015). In 2016 was een verdere stijging merkbaar tot 21,6%. De grootte van een onderneming speelt hierbij mogelijk een rol, vrouwen zijn namelijk in een hogere mate aanwezig in Bel20 bedrijven in vergelijking met Bel Small bedrijven (Instituut voor de Gelijkheid van Vrouwen en Mannen, 2016b).

Door de verplichte quota omtrent vrouwen, verandert de samenstelling in functie van het geslacht in veel Raden van Bestuur. De Raad van Bestuur is verantwoordelijk voor het besturen van de onderneming (art. 517, W.Venn.). Zij moet beslissingen nemen, deze uitvoeren en daarnaast het bedrijf ook vertegenwoordigen (art. 522, W.Venn.). Haar hoofdtak bestaat uit het management bijstaan met advies alsook het houden van toezicht over de werking van de onderneming (Larcker & Tayan, 2011). Een verandering in de Raad van Bestuur heeft dus een impact op het hele bedrijf. Daarnaast speelt de Raad van Bestuur ook een belangrijke rol bij het rapporteringsgedrag van een bedrijf. Zij moet ervoor zorgen dat de aandeelhouders voorzien worden van voldoende en accurate informatie (Madhani, 2015; Hung, 1998; Commissie Corporate Governance, 2009). Zij is dus verantwoordelijk voor welke informatie wordt vrijgegeven aan de buitenwereld. De openbaarmaking van de financiële staten en andere informatie heeft een belangrijke functie, het zorgt er namelijk voor dat het publiek geïnformeerd wordt via deze informatie over een bedrijf (Shehata, 2014). De laatste jaren heeft rapportering dan ook steeds meer aandacht gekregen als gevolg van de vele schandalen hieromtrent (Barros, Boubaker, & Hamrouni, 2013).

De openbaarmaking van informatie heeft een verplichte en een vrijwillige component. Bedrijven moeten volgens de wetgeving, die specifiek is voor een land, bepaalde informatie openbaar maken. Naast deze door de wet bepaalde gegevens, kan de Raad van Bestuur kiezen om vrijwillig nog meer informatie vrij te geven die relevant is voor externe gebruikers. Deze vrijwillige openbaarmaking zou een beter beeld moeten geven aan de stakeholders over de lange termijn duurzaamheid van een onderneming. Bedrijven kunnen verschillende redenen hebben om vrijwillig informatie openbaar te maken. Het kan bijvoorbeeld een middel zijn om de informatieasymmetrie tussen het bedrijf en investeerders te verminderen om zo de kapitaalkost van nieuw kapitaal te verlagen. Een ander motief is de mogelijkheid tot onderwaardering reduceren. Door meer informatie vrij te geven kan het aantal analisten dat het bedrijf volgt ook verhoogd worden (Shehata, 2014).

De toegenomen aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur kan mogelijk een rol spelen bij het rapporteringsgedrag van bedrijven. Veel onderzoek werd reeds gedaan naar het functioneren van vrouwen in een Raad van Bestuur en welke gevolgen dit met zich mee kan brengen voor de werking van dit orgaan. Vrouwen zouden namelijk op een andere manier beslissingen nemen. Zij denken meer na over hun beslissingen waardoor ze negatieve gevolgen vaak beter kunnen inschatten (Hillman, 2015). Daarbij stelt Van Hoof (2015) dat volgens een studie van McKinsey vrouwen minder geneigd zijn om extreme risico's te nemen en zich meer richten op lange termijn doelstellingen.

Vrouwen zouden over het algemeen in een hogere mate ethisch handelen bij hun beoordelingen en gedragingen in vergelijking met mannen. Doordat zij een grote publieke verantwoordelijkheid voelen tegen wangedrag, zouden zij ook vaker illegale activiteiten aangeven (Kaplan, Pany, Samuels, & Zhang, 2009). Vrouwelijke en mannelijke bestuurders zouden dan ook verschillen in de kernwaarden die zij bezitten (Adams & Funk, 2012).

De wetgeving rond vrouwenquota in de Raad van Bestuur heeft vooral sociale doelstellingen, doordat het zich richt op gelijke kansen. Toch is het ook interessant om te onderzoeken wat de mogelijke economische gevolgen hiervan zijn. In de Belgische context werd tot op heden weinig tot geen onderzoek gevoerd naar deze materie. In andere landen - waaronder Scandinavische landen, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk - werd de invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur wel al uitgebreid onderzocht. Meerdere onderzoeken werden reeds gevoerd naar de invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur op de prestaties van het bedrijf (Post & Byron, 2015; Adams & Ferreira, 2009; Smith, Smith, & Verner, 2006; Chapple & Humphrey, 2014). Ook de invloed van vrouwen op *earnings quality* en *earnings management* werd al meerdere malen onderzocht (Arun, Almahrog, & Aribi, 2015; Srinidhi, Gul, & Tsui, 2011). De link tussen vrouwen en het bekendmaken van fraude werd ook bestudeerd (Kaplan, et al., 2009). Daarentegen blijkt dat tot nu toe amper onderzoek werd gevoerd naar de link tussen de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur en het vrijwillig openbaar maken van informatie. Deze masterproef tracht bijgevolg de huidige literatuur rond de impact die vrouwen hebben in de Raad van Bestuur uit te breiden door te onderzoeken welke rol vrouwen spelen bij het rapporteringsgedrag van Belgische bedrijven. Meer bepaald, met de wetgeving die ervoor zorgt dat de samenstelling drastisch gaat veranderen en wetende dat vrouwen op een andere manier beslissingen nemen en over het algemeen minder risico nemen en meer ethisch handelen, is het relevant om te onderzoeken of deze aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur een impact heeft op het rapporteringsgedrag van bedrijven. Met andere woorden, zorgen meer vrouwen in de Raad van Bestuur voor meer transparantie en een meer waarheidsgetrouw beeld van een bedrijf door vrijwillig meer informatie ter beschikking te stellen?

Het onderzoek naar deze materie kan voor meerdere partijen relevant zijn. Ten eerste zijn er de aandeelhouders. Zij dragen de voordelen, maar ook de kosten van genderdiversiteit in de Raad van Bestuur in beursgenoteerde bedrijven (Adams, Gray, & Nowland, 2011). De invloed van een beslissing van de Raad van Bestuur strekt zich uit over het hele bedrijf, dus alle stakeholders zijn gebaat bij informatie omtrent de impact van vrouwen op het rapporteringsgedrag. Gedacht kan worden aan de werknemers, het management maar ook de leden van de Raad van Bestuur zelf. De gebruikers van de vrijgegeven informatie door de Raad van Bestuur hebben hierbij ook belang, aangezien zij deze informatie gaan gebruiken voor het nemen van beslissingen. Daarnaast is deze problematiek relevant voor de beleidsmakers die de quotawet hebben ingevoerd. Zij kunnen zo meer inzicht krijgen in bepaalde gevolgen die deze wetgeving met zich meebrengt. Tot slot kunnen niet-beursgenoteerde ondernemingen leren uit de bevindingen van dit onderzoek. Hoewel de Belgische quotawet zich niet richt tot deze bedrijven, zou het voorbeeld van de beursgenoteerde bedrijven met betrekking tot de impact van vrouwen in de Raad van Bestuur hen interessante inzichten kunnen geven waaruit zij kunnen bijleren naar de toekomst toe.

1.2 Onderzoeksvragen

1.2.1 Centrale onderzoeksvraag

De analyse van het probleem in voorgaande sectie toont het belang aan van onderzoek naar de invloed die vrouwelijke leden van de Raad van Bestuur kunnen hebben op het rapporteringsgedrag van bedrijven en heeft geleid tot de vooropgestelde centrale onderzoeksvraag. Deze luidt:

"Wat is de impact van de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur op het rapporteringsgedrag van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?"

Het doel is te achterhalen of de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur een mogelijke invloed heeft op de informatie die bedrijven naar buiten brengen. Wanneer blijkt dat dit een invloed heeft, wordt nagegaan wat deze invloed is en welke factoren hierbij een rol spelen.

Dit onderzoek wordt gevoerd in de Belgische context. Belgische ondernemingen zijn bedrijven die een vestiging hebben in België. Tot voor kort bevond België zich in een overgangperiode. Voor de komst van de quotawet in 2011 was de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur steeds op vrijwillige basis en op eigen initiatief. Vanaf 2017 geldt een wet voor de hoeveelheid vrouwen in de Raad van Bestuur. Dit onderzoek beperkt zich tot beursgenoteerde ondernemingen aangezien de voorgestelde Europese richtlijn en de Belgische quotawet zich enkel richten tot deze bedrijven. Belgische beursgenoteerde bedrijven staan genoteerd op de Brusselse aandelenmarkt en zijn verplicht om een Raad van Bestuur op te richten aangezien zij naamloze vennootschappen zijn (art. 517 e.v., W.Venn.).

1.2.2 Deelvragen

Aangezien de centrale onderzoeksvraag een breed thema overspant, wordt deze opgedeeld in een aantal deelvragen die betrekking hebben op verschillende aspecten van het probleem. De centrale onderzoeksvraag wordt beantwoord aan de hand van de volgende deelvragen:

Deelvraag 1: Welke rol speelt de Raad van Bestuur bij het rapporteringsgedrag van bedrijven?

Vooraleer kan worden nagegaan welke rol vrouwen hebben bij het vrijgeven van informatie door bedrijven, is het noodzakelijk om na te gaan welke invloed de Raad van Bestuur heeft met betrekking tot verslaggeving. De invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur op het rapporteringsgedrag kan namelijk maar reiken tot de invloed die de Raad van Bestuur hierop heeft. In deze deelvraag worden de taken van de Raad van Bestuur besproken die verband houden met het openbaar maken van informatie om zo de link te leggen tussen de Raad van Bestuur en rapportering.

Deelvraag 2: Welke informatie wordt door bedrijven gerapporteerd naar de buitenwereld?

Rapportering van informatie is een brede topic. Zoals algemeen geweten is, moeten bedrijven bepaalde financiële alsook andere informatie verplicht vrijgeven. Toch beperken de meeste bedrijven zich niet tot enkel verplichte informatie en geven zij vrijwillig nog meer informatie vrij. In deze deelvraag wordt ten eerste gekeken naar welke informatie bedrijven verplicht moeten vrijgeven. Daarnaast wordt dieper ingegaan op het vrijwillig vrijgeven van informatie, waarbij de onderliggende theorieën worden besproken.

Deelvraag 3: Welke impact heeft de wetgeving rond genderquota op de samenstelling in functie van het geslacht in de Raad van Bestuur?

België legt bedrijven de verplichting op om een minimumaantal vrouwen te laten zetelen in de Raad van Bestuur. De wet omtrent genderquota heeft gevolgen voor de samenstelling van de Raad van Bestuur. In deze deelvraag wordt onderzocht welke directe gevolgen deze verplichte maatregel heeft voor de samenstelling van de Raad van Bestuur. Dit wordt gedaan aan de hand van wetgeving en recent cijfermateriaal.

Deelvraag 4: Wat is de impact van de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur?

Vrouwen kunnen naast hun geslacht, nog andere specifieke kenmerken bezitten die zij toevoegen aan de Raad van Bestuur. Veel onderzoek werd reeds gevoerd naar hoe vrouwen functioneren in de Raad van Bestuur. Zij zouden minder risico's nemen, meer gericht zijn op de lange termijn en ook sneller fraude aan het licht brengen. Door de specifieke bijdragen die vrouwen kunnen leveren, zouden zij ook via de Raad van Bestuur een invloed kunnen hebben op de prestaties van het bedrijf. Veel onderzoek werd al gevoerd naar de invloed van vrouwen op de financiële prestaties van het bedrijf. Tevens werd ook al wat aandacht geschonken aan de impact op de niet-financiële prestaties van het bedrijf zoals het maatschappelijk verantwoord ondernemen. Tot slot is er ook enige indicatie dat zij een invloed hebben op de informatiekwaliteit en de rapportering. In deze deelvraag wordt dieper ingegaan op de bijdrage van vrouwen aan de werking van de Raad van Bestuur en de impact die dit met zich mee kan brengen op de prestaties van het bedrijf.

Deelvraag 5: Wat is de relatie tussen de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur en het vrijwillige rapporteringsgedrag van bedrijven?

Wanneer duidelijk is welke rol de Raad van Bestuur heeft bij het rapporteringsgedrag van bedrijven en welke invloed vrouwen hebben in deze Raad van Bestuur, wordt onderzocht welke impact deze vrouwen nu hebben op het rapporteringsgedrag en welke factoren hierbij van belang zijn. Specifiek wordt gefocust op het vrijwillige rapporteringsgedrag.

1.3 Onderzoeksopzet

Deze masterproef bestaat uit een exploratief fundamenteel onderzoek naar de impact van vrouwen in de Raad van Bestuur op het rapporteringsgedrag van bedrijven. Het doel is om bij te dragen aan de actuele kennisbasis. De informatie over de Belgische situatie is namelijk zeer beperkt waardoor nood is om het probleem te begrijpen om zo een theoretisch kader te ontwikkelen (Sekaran & Bougie, 2013).

Twee grote hoekstenen vormen dit onderzoek, namelijk de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur en de problematiek rond rapportering door de Raad van Bestuur. In hoofdstuk 2 en 3 worden deze onderwerpen apart besproken om dan gekoppeld te worden in de volgende hoofdstukken. Om een gefundeerd antwoord te geven op de centrale onderzoeksvraag aan de hand van de opgestelde deelvragen is zowel een theoretisch als een empirisch onderzoek vereist. Het theoretisch gedeelte biedt een antwoord op deelvraag 1 tot en met 4 door middel van een literatuurstudie. Hoofdstuk 2 richt zich op deelvraag 1 en 2, namelijk de taken van de Raad van

Bestuur in verband met verslaggeving en de informatie die bedrijven openbaar kunnen maken. Hoofdstuk 3 focust op de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur en legt zich toe op deelvraag 3 en 4 die handelen over de impact van de quotawet en de bijdrage van vrouwen in de Raad van Bestuur. De verworven kennis en de inzichten van de literatuurstudie worden dan gebruikt voor het empirisch onderzoek dat zich richt op het beantwoorden van deelvraag 5, namelijk de relatie tussen vrouwen in de Raad van Bestuur en het vrijwillige rapporteringsgedrag.

1.3.1 Theoretisch gedeelte

Voor het theoretisch gedeelte wordt een literatuurstudie uitgevoerd. Het doel hiervan is om de bestaande kennis en de mogelijke relaties in kaart te brengen. Belangrijke begrippen en theorieën worden verklaard. In de bestaande literatuur wordt ook gezocht naar factoren die een invloed hebben op de onderzochte relatie. Academische tijdschriften en studies worden hiervoor gebruikt. Op deze manier kan met betrouwbare en onderbouwde informatie gewerkt worden. Deze academische naslagwerken worden gezocht via tertiaire bronnen zoals de databases van de bibliotheek van Universiteit Hasselt, waaronder Ebscohost, alsook wetenschappelijke studies via andere betrouwbare bronnen zoals Google Scholar. Hierbij wordt gebruik gemaakt van de sneeuwbalmethode. Om efficiënt te werken wordt bij elk gevonden artikel eerst het abstract gelezen. Indien hieruit blijkt dat het artikel interessant is voor dit onderzoek, wordt het verder geanalyseerd. Daarnaast wordt ook gebruik gemaakt van wetteksten. Een aantal relevante wetten spelen een rol bij deze materie, zoals wetten over genderdiversiteit en de samenstelling van de Raad van Bestuur. Ook wetten over verplichtingen die bedrijven hebben met betrekking tot zowel financiële als niet-financiële rapportering zijn relevant. Uiteindelijk worden op basis van de literatuurstudie hypothesen afgeleid, die in het empirisch gedeelte worden getest.

1.3.2 Empirisch gedeelte

Het empirisch gedeelte bestaat voornamelijk uit een kwantitatief onderzoek. Aangezien dit onderzoek zich beperkt tot België, wordt vertrokken van gegevens uit de Bel-First database. Secundaire data wordt dus gebruikt omdat op die manier veel data eenvoudig toegankelijk is. Dit wordt aangevuld met informatie uit jaarverslagen en jaarrekeningen van de Nationale Bank van België. Aan de hand van de verzamelde data, worden dan de vooropgestelde hypothesen getest. Dit gebeurt via regressieanalyse met het statistisch programma STATA. Regressieanalyse is uiterst geschikt voor dit onderzoek omdat het de mogelijkheid geeft om de invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur te achterhalen op de rapportering van een bedrijf, gegeven dat andere factoren constant blijven. Op die manier kan de specifieke invloed van vrouwen geïsoleerd worden. Op basis van deze resultaten wordt een conclusie getrokken over de specifieke context die onderzocht wordt in dit onderzoek.

Dit kwantitatief onderzoek wordt aangevuld met kwalitatief onderzoek. Interviews met bevoorrechte getuigen worden afgenomen om na te gaan hoe een Raad van Bestuur zelf kijkt naar deze materie. Dit gebeurt tijdens de literatuurstudie om zo meer inzicht te krijgen in het onderwerp en nieuwe perspectieven te ontdekken, waar dan dieper op in kan gegaan worden met wetenschappelijke artikelen. Ook wordt tijdens het empirisch onderzoek een enquête afgenomen bij een aantal vrouwen die zetelen in een Raad van Bestuur om hun visie te kennen.

Deel II: Literatuurstudie

In de literatuurstudie wordt de theoretische basis van dit onderzoek toegelicht. Twee hoofdstukken gaan dieper in op de grote hoekstenen van dit onderzoek. Zo kijkt hoofdstuk 2 naar de rol van de Raad van Bestuur met betrekking tot rapportering. Daarna legt hoofdstuk 3 zich toe op de invloed van de genderquota in de Raad van Bestuur, alsook op de bijdragen die vrouwen kunnen leveren aan de Raad van Bestuur.

Hoofdstuk 2: De Raad van Bestuur en rapportering

De Raad van Bestuur heeft tal van verantwoordelijkheden die al dan niet betrekking hebben op de verslaggeving door het bedrijf. In dit hoofdstuk bespreekt sectie 2.1 om te beginnen het wettelijk kader rond de Raad van Bestuur. Vervolgens bekijkt sectie 2.2 de verscheidene taken van de Raad van Bestuur. Daarna gaat sectie 2.3 dieper in op de taken die verband houden met de rapportering en de informatieverstrekking door de Raad van Bestuur. Tot slot behandelt sectie 2.4 de verplichte en vrijwillige informatie die door bedrijven wordt vrijgegeven.

2.1 Wettelijk kader m.b.t. de Raad van Bestuur

Het Wetboek van Vennootschappen bevat enkele wetsartikelen die handelen over de Raad van Bestuur. In de Belgische wetgeving wordt de Raad van Bestuur gedefinieerd als een orgaan dat instaat voor het bestuur van een onderneming (art. 517, W.Venn.). Zij moet bestaan uit minstens drie bestuurders die benoemd worden door de algemene vergadering. Hun mandaat mag niet meer dan zes jaar duren, maar zij kunnen te allen tijde door de algemene vergadering worden ontslagen (art. 518, W.Venn.). Deze bestuurders zijn wel herbenoembaar, tenzij de oprichtingsakte dit anders bepaalt (art. 520, W.Venn.). Artikel 522 (W.Venn.) stelt dat de Raad van Bestuur bevoegd is om alle handelingen te verrichten die nodig zijn om het doel van de vennootschap te verwezenlijken, behalve waarvoor volgens de wet de algemene vergadering bevoegd is. Daarbij heeft zij als taak om de vennootschap te vertegenwoordigen ten opzichte van derden. Ook is zij bevoegd om een aantal adviserende comités op te richten. Tot slot stelt artikel 518bis (W.Venn.) een quotum voor omtrent het geslacht van de leden van de Raad van Bestuur. Dit wordt in sectie 3.1 uitgebreid besproken.

Daarnaast is het belangrijk om de structuur van de Raad van Bestuur van Belgische bedrijven onder de loep te nemen. Er bestaan namelijk twee belangrijke groepen van rechtsregels voor de supervisie van het bedrijfsmanagement, namelijk een *one-tier* en een *two-tier* Raad van Bestuur. Een Raad van Bestuur die het monitoren en het geven van advies combineert, wordt gezien als een *one-tier* of *unitary* Raad van Bestuur, terwijl een Raad van Bestuur die deze taken scheidt een *two-tier* of *dual* Raad van Bestuur wordt genoemd (Adams & Ferreira, 2007). In Europa is het Verenigd Koninkrijk een prominent land met een *one-tier* systeem, dat bestaat uit uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Andere landen zoals Ierland, Spanje en Griekenland passen dit systeem ook toe. Daarentegen gebruikt Duitsland het *two-tier* systeem met een management Raad van Bestuur en een aparte toezichthoudende Raad van Bestuur. Ook Nederland, Oostenrijk, Finland en Denemarken maken gebruik van een *two-tier* systeem. Andere landen zoals Portugal, Frankrijk en Luxemburg

laten bedrijven toe om te kiezen tussen deze systemen. Zweden gebruikt nog een ander systeem dat niet ondergebracht kan worden onder deze twee systemen, het zogenaamde '*Nordic model*'. Ook in Denemarken en Finland bestaat de optie om dit systeem toe te passen (Jungmann, 2006; Europese Commissie, 2013; Gerner-Beuerle, Paech, & Schuster, 2013). België hoort thuis onder het *one-tier* systeem, maar laat ook toe dat de Raad van Bestuur een deel van haar macht overdraagt aan het directiecomité dat bestaat uit bestuurders en niet-bestuurders. Hierdoor kan een soort van *two-tier* systeem gecreëerd worden (Gerner-Beuerle, et al., 2013; Europese Commissie, 2013). Verschillen in de structuur van de Raad van Bestuur kunnen een significante impact hebben op de omvang en inhoud van de verplichtingen en aansprakelijkheid van de bestuurders (Gerner-Beuerle, et al., 2013).

Tot slot is het ook interessant om te vermelden dat België thuishoort onder het continentale model. Dit betekent dat veel belang wordt gehecht aan de bescherming van de belangen van de schuldeisers en de instandhouding van het kapitaal van de onderneming. Het voorzichtigheidsbeginsel is ook belangrijk bij het opstellen van de financiële verslaggeving. Deze benadering heeft een meer lange termijnvisie tot gevolg alsook het feit dat verschillende belangengroepen betrokken zijn. In tegenstelling tot de Angelsaksische benadering waar de jaarrekening vooral gericht is op de individuele beleggers, is deze in een continentaal model bedoeld voor de verschillende stakeholders in de gemeenschap. De kapitaalmarkt speelt in België immers een minder prominente rol in vergelijking met bijvoorbeeld het Verenigd Koninkrijk (Van Hulle, Lybaert, & Maes, 2015).

2.2 Taken van de Raad van Bestuur

De Raad van Bestuur is een zeer belangrijk orgaan voor een onderneming en is één van de sleutelementen van deugdelijk bestuur (Ben-Amar & McIlkenny, 2015). Zij vormt de link tussen de aandeelhouders die het kapitaal ter beschikking stellen en de managers die dit kapitaal gebruiken om waarde te creëren (Alves, 2011). Hierbij moet zij erover waken dat de belangen van de aandeelhouders beschermd zijn en zij voldoende rendement krijgen op hun investering (Burke, 1997). Ook moet zij ervoor zorgen dat rekening gehouden wordt met de belangen van andere stakeholders. Verder moet zij het topmanagement bijstaan met advies en bepaalt ze de regels voor de CEO. De Raad van Bestuur staat in voor de interne controlesystemen en heeft daarmee dan ook de uiteindelijke verantwoordelijkheid voor het functioneren van het bedrijf (Jensen, 1993). Om een efficiëntere werking te bekomen, kan zij een aantal verantwoordelijkheden delegeren. Binnen de Raad van Bestuur kunnen een aantal interne controle comités worden opgericht, zoals een *corporate governance* comité, auditcomité, nominatiecomité en remuneratiecomité (Alves, 2011).

De Raad van Bestuur heeft verscheidene taken die in de literatuur uitgebreid worden besproken. Hung (1998) heeft een typologie opgesteld over de verschillende rollen van de Raad van Bestuur. Dit resulteerde in zes rollen, namelijk een netwerk, coördinerende, onderhoudende, steunende, controle en strategische rol. Deze rollen worden ook vermeld in andere studies en zouden onderverdeeld kunnen worden in drie grote overkoepelende functies van de Raad van Bestuur, namelijk de service-, controle- en strategiefunctie (Zahra & Pearce, 1989). Huse (2005) stelt in zijn studie echter twee grote functies voorop, namelijk controle en service en ziet het strategische aspect als een onderdeel van beide functies. Tabel 1 geeft een overzicht van deze taken.

Tabel 1: Taken van de Raad van Bestuur

| Functie | Rol | Theorie | Inhoud |
|------------------|--------------|-------------------------------------|--|
| Service | Netwerk | <i>Resource dependency</i> theorie | Kritische middelen voorzien voor het bedrijf. |
| | Coördineren | Stakeholder theorie | Belangen van verschillende stakeholders balanceren. |
| | Onderhouden | Institutionele theorie | Omgaan met institutionele omgeving van het bedrijf. |
| | Ondersteunen | <i>Managerial hegemonie</i> theorie | Het management ondersteunen. |
| Controle | Monitoren | <i>Agency</i> theorie | Gedrag en beslissingen van het management controleren. |
| Strategie | Strategie | <i>Stewardship</i> theorie | Strategie ontwerpen en bepalen. |

Bron: Zelf opgesteld op basis van Hung (1998), Zahra en Pearce (1989), Huse (2005)

2.2.1 Servicefunctie

De servicefunctie is om te beginnen een overkoepelende rol voor diverse taken van de Raad van Bestuur ten dienste van het bedrijf (Huse, 2005; Forbes & Milliken, 1999). De Raad van Bestuur heeft de institutionele functie om de belangen van het bedrijf te vertegenwoordigen in de maatschappij, het bedrijf te linken aan zijn externe omgeving, alsook de toegang tot kritische middelen te verzekeren (Hung, 1998). De netwerk, coördinerende, onderhoudende en steunende rol kunnen onder de noemer servicefunctie geplaatst worden. De interne focus van deze functie ligt op het geven van advies en raad, terwijl de externe focus ligt op het zorgen voor een netwerk, lobbyen, legitimeren en communiceren (Huse, 2005)

De netwerk rol komt voort uit de *resource dependency* theorie. Deze theorie werd beschreven door Pfeffer en Salancik (1978) en stelt dat de Raad van Bestuur de belangrijke functie heeft om de toegang te vergemakkelijken tot middelen die essentieel zijn voor het succes van de onderneming (Isidro & Sobral, 2015). Ook Hillman en Dalziel (2003) en van Ees, Postma en Sterken (2003) ondersteunen deze rol. Bedrijven zouden afhankelijk zijn van elkaar voor de toegang tot waardevolle bronnen en willen daarom banden creëren om deze afhankelijkheid te reguleren, opdat de toegang tot belangrijke bronnen gegarandeerd kan worden (Hung, 1998). De belangrijkste taken die de Raad van Bestuur heeft in de netwerk rol zijn het voorzien van advies en raad, het creëren van legitimiteit voor de onderneming in de externe omgeving, het creëren van communicatiekanalen tussen het bedrijf en de externe entiteiten, en zorgen voor de bevoorrechte toegang tot verbintenissen of steun van belangrijke organisaties en groepen buiten het bedrijf (Pfeffer & Salancik, 1978; Isidro & Sobral, 2015). Bedrijven kunnen hierbij gebruik maken van '*interlocking directorships*', waarbij een sociale relatie wordt gecreëerd tussen twee bedrijven doordat één persoon lid is van de Raden van Bestuur van beide organisaties. Het bedrijf wordt hierdoor gelinkt met zijn externe omgeving waarbij ook vlot informatie gecommuniceerd kan worden (Hung, 1998).

De coördinerende rol houdt in dat de Raad van Bestuur de belangen van de verschillende stakeholders moet balanceren. Deze rol vloeit voort uit de stakeholder theorie die een pluralistische

benadering van organisaties toepast en handelt over de relatie tussen een bedrijf en zijn stakeholders. Een stakeholder is elke groep of individu die een invloed heeft op de prestaties van een onderneming of hierdoor wordt beïnvloed (Yekini, Adelopo, Andrikopoulos, & Yekini, 2015; Hung, 1998). Volgens deze theorie zijn er naast de eigenaars en werknemers nog veel groepen in de maatschappij waarvoor een bedrijf verantwoordelijk is. Deze verschillende groepen kunnen diverse en conflicterende belangen hebben. Een bedrijf zou dan ook tot doel moeten hebben om deze tegenstrijdige belangen te balanceren. Ondernemingen zouden beter kunnen beantwoorden aan de belangen van de maatschappij in het geheel als ze alle stakeholders vertegenwoordigen in de Raad van Bestuur. Het is dan ook in het belang van de organisatie dat de Raad van Bestuur overlegt en overeenkomsten sluit met de stakeholders (Hung, 1998).

Daarnaast vindt de onderhoudende rol zijn oorsprong in de institutionele theorie. Bedrijven ondervinden door institutionalisering druk van buiten de organisatie. Een onderneming is namelijk actief in een maatschappij waarin bepaalde sociale normen en regels gelden. Als een onderneming hierbinnen wil functioneren en legitimiteit wil krijgen, moet zij zich aan deze regels houden. Bedrijven worden dus beperkt door sociale regels en nemen vanzelfsprekende gewoonten aan die hun vorm en werkwijzen bepalen. Deze druk beperkt de Raad van Bestuur om andere dingen te doen dan de status quo van een bedrijf te behouden (Hung, 1998).

Tot slot is de *managerial hegemonie* theorie de basis voor de steunende rol. Deze theorie stelt dat hedendaagse organisaties worden geleid door professionele managers en de Raad van Bestuur enkel dient voor het goedkeuren van strategische beslissingen die gedomineerd en voorbereid worden door deze professionele managers. Bedrijven zullen een hogere mate van betrokkenheid van de Raad van Bestuur weigeren bij het bepalen van de strategie. Zij zal enkel betrokken worden wanneer het bedrijf in een crisis verkeert. De Raad van Bestuur is dus een instrument ter ondersteuning van de beslissingen van het management. Enkele redenen hiervoor zijn het feit dat Raden van Bestuur moeilijk onafhankelijke beslissingen kunnen nemen doordat zij zich baseren op informatie gegeven door het management, een gebrek aan kennis hebben om de juiste beslissingen te nemen, voordelen krijgen uit hun functie en worden aangesteld door het management (Hung, 1998).

2.2.2 Controlefunctie

Ten tweede is de controlefunctie uiterst belangrijk en deze functie keert dan ook telkens terug in de verschillende studies rond de verantwoordelijkheden en taken van de Raad van Bestuur (Hillman & Dalziel, 2003; Fama & Jensen, 1983; van Ees, et al., 2003; Huse, 2005; Forbes & Milliken, 1999; Vafeas, 2000). De interne focus ligt op het controleren en evalueren van het gedrag van het management (Huse, 2005). De Raad van Bestuur moet toezien op het interne bestuur van het bedrijf en indien nodig moet ze een managementteam dat niet naar behoren presteert, ontslaan en vervangen (van Ees, et al., 2003). Ook moet ze dit managementteam samenstellen en hun compensatie bepalen. Verder moet de Raad van Bestuur beslissingen monitoren omtrent de allocatie van het kapitaal (Fama & Jensen, 1983). De externe focus daarentegen ligt op het controleren van de output van het bedrijf (Huse, 2005). Eén van de belangrijkste taken hierbij is het monitoren van de kwaliteit van de informatie in de financiële staten die wordt gecommuniceerd naar het publiek (Vafeas, 2000; Fama & Jensen, 1983). Daarnaast zou de Raad van Bestuur zich ook kunnen

bezighouden met de strategische controle (Huse, 2005). Baysinger en Hoskisson (1990) vinden een onderscheid tussen strategische en financiële controle. Strategische controle is de ex ante controle door de Raad van Bestuur van de bedrijfsstrategieën en is meer gericht op de lange termijn. De financiële controle is het ex post monitoren van het behalen van bepaalde prestatiecriteria en is eerder gericht op de korte termijn (Nielsen & Huse, 2010a).

De controle rol is ontstaan vanuit de *agency* theorie, die als idee heeft dat de principaal (aandeelhouders) en de agent (management) zich verbonden hebben door middel van een contract om samen te werken voor een gemeenschappelijk doel. Elke partij zou echter wel andere belangen nastreven en een verschillende attitude voor risico hebben (Hung, 1998; Eisenhardt, 1989). De scheiding tussen eigendom en controle zorgt ervoor dat de financiële gevolgen van beslissingen niet altijd correct worden ingeschat door de managers (Jensen & Meckling, 1976). Asymmetrische informatie speelt hierbij een rol aangezien managers vanzelfsprekend meer informatie bezitten over de toestand van het bedrijf dan de aandeelhouders (Holtz & Neto, 2014). Dit kan leiden tot problemen zoals '*moral hazard*' en '*adverse selection*' (Eisenhardt, 1989). Conflicten tussen de managers en de aandeelhouders kunnen ontstaan wanneer de managers handelen in eigenbelang, wat *agency* kosten creëert. De *agency* kost is de som van drie kosten. Aandeelhouders hebben ten eerste monitoringskosten aangezien zij toezicht moeten houden op de managers. Managers daarentegen hebben *bonding* kosten om te garanderen dat hun beslissingen de belangen van de aandeelhouders niet schaden. Tot slot zijn er nog resterende verlieskosten die ontstaan wanneer de beslissingen van het management afwijken van de beslissingen die de welvaart van de aandeelhouders maximaliseren (Jensen & Meckling, 1976; Shehata, 2014).

Een aantal mechanismen bestaan om deze *agency* problemen en dus het opportunistisch gedrag van de managers te verminderen (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983; Fama, 1980). De aanwezigheid van een Raad van Bestuur die onafhankelijk handelt van de managers, kan een mogelijke oplossing zijn (Healy & Palepu, 2001). De Raad van Bestuur kan in haar controle rol op twee manieren bijdragen aan het oplossen van de *agency* problemen. Zij kan als een informatiesysteem het gedrag van het management monitoren (Hung, 1998). Hierbij kan ze de beslissingen van het management uitdagen. Daarnaast kunnen zij ook proberen om de belangen van de aandeelhouders en het management op één lijn te brengen en het management aan te moedigen om zich te gedragen alsof ze een aandeelhouder zijn (Jung & Dobbin, 2016). Zo kan zij bijvoorbeeld het management bepaalde *incentives* te geven, zoals '*outcome-based*'-contracten die het loon van managers linken aan de prestaties van het bedrijf (Eisenhardt, 1989).

Conflicten tussen meerderheids- en minderheidsaandeelhouders zouden echter ook kunnen ontstaan doordat de meerderheidsaandeelhouders meer controle kunnen uitoefenen en zichzelf bepaalde voordelen kunnen toe-eigenen ten koste van het bedrijf en de minderheidsaandeelhouders. Hierbij kan een Raad van Bestuur eveneens een effectief controlemechanisme vormen, waarbij vooral onafhankelijke bestuurders de belangen van de minderheidsaandeelhouders zo goed mogelijk moeten proberen te vertegenwoordigen (Allegrini & Greco, 2013). Bedrijven in continentaal Europa, waaronder België, zullen eerder dit soort conflict ervaren, aangezien zij gekenmerkt worden door grote aandeelhouders die veel controle uitoefenen over het bedrijf (Goergen, 2012).

Het controleren door de Raad van Bestuur was in eerste instantie enkel gericht op de aandeelhouders. Na schandalen zoals Enron en WorldCom werd echter duidelijk dat niet enkel aandeelhouders een negatieve impact kunnen ondervinden van managers die enkel gedreven zijn door persoonlijke welvaart, maar ook andere stakeholders zoals werknemers, leveranciers, klanten en de lokale gemeenschap. Bedrijven hebben dus ook een maatschappelijke verantwoordelijkheid (Huse, 2005). De Raad van Bestuur zou bij haar controlefunctie niet enkel rekening moeten houden met de aandeelhouders, maar ook met de belangen van andere stakeholders. De stakeholder theorie speelt dus ook een rol bij de controlefunctie.

Over het algemeen zullen vooral onafhankelijke bestuurders waarde creëren bij het vervullen van de monitoringsrol. Onafhankelijke bestuurders zouden, in tegenstelling tot afhankelijke bestuurders die een band hebben met het bedrijf of management, minder te verliezen hebben wanneer zij het management sterk controleren en uitdagen (Bøhren & Staubo, 2016). Een onafhankelijke bestuurder zal meer gemotiveerd zijn om grondig toezicht te houden op het bedrijf wanneer de waarde van zijn aanwezigheid hoofdzakelijk het resultaat is van het uitvoeren van monitoringstaken en bijgevolg de prestaties van het bedrijf waarin ze zetelen (Bøhren & Staubo, 2016; Donnelly & Mulcahy, 2008). Zij zouden *incentives* hebben om een reputatie op te bouwen en te behouden met betrekking tot het zijn van een professionele expert die het management effectief monitort en die zorg draagt voor de belangen van de verschillende stakeholders (Fama & Jensen, 1983). Een groter aantal onafhankelijke bestuurders zou dan ook een positieve invloed hebben bij het verminderen van informatieasymmetrie en andere *agency* problemen (Klein, 2002; Patelli & Prencipe, 2007; Mateescu, 2015).

2.2.3 Strategiefunctie

Tot slot is ook de strategiefunctie een belangrijk onderdeel van het takenpakket van de Raad van Bestuur. Deze functie houdt in dat de Raad van Bestuur bedrijfsdoelstellingen en het beleid moet formuleren en verspreiden. Daarnaast zou ze ook de middelen moeten alloceren die nodig zijn om de strategie van het bedrijf te implementeren (Hung, 1998). Deze rol is volgens Hung (1998) ontstaan vanuit de *stewardship* theorie die ervan uit gaat dat managers hoofdzakelijk goed werk willen leveren en het belang van de organisatie vooropstellen. Hierdoor zal er geen belangenconflict zijn tussen de aandeelhouders en het management en is er dus ook geen motivatieprobleem. De Raad van Bestuur zal zich dan vooral bezighouden met het bepalen van de strategie en hieromtrent advies geven aangezien er minder nood is aan controle (Hung, 1998).

Wanneer echter wel sprake is van belangenconflicten en dus controle nodig is, kan de Raad van Bestuur ook een bijdrage leveren aan de strategische beslissingen. Fama en Jensen (1983) hebben een theorie rond het strategische beslissingsproces ontwikkeld. Hierbij onderscheiden zij het beslissingsmanagement en de beslissingscontrole. Onder het eerstgenoemde valt het initiëren en het implementeren van de strategische beslissingen, terwijl het laatstgenoemde het ratificeren en monitoren van de strategische acties bevat. Het beslissingsmanagement wordt meestal toegeschreven aan het management, terwijl de Raad van Bestuur eerder verantwoordelijk is voor de beslissingscontrole (Fama & Jensen, 1983; Huse, 2005). De Raad van Bestuur hoeft zich echter niet te beperken tot ratificeren en monitoren, maar kan betrokken zijn in alle fases van de strategische beslissingen (Pugliese, et al., 2009). Zij kunnen namelijk beslissingsmanagementfuncties uitvoeren,

zoals het ontwerpen van de lange termijnstrategie en het nemen van investerings- en financiële beslissingen (Vafeas, 2000). Aangezien het vormen van de strategie een essentieel onderdeel van de bedrijfswerking is, kan de strategische functie als een aparte functie van de Raad van Bestuur benoemd worden, maar dit kan ook geïntegreerd worden in de service en controle rol. Het deelnemen in het beslissingsmanagement past in de service rol, waarbij een grote betrokkenheid van de Raad van Bestuur in het bedrijf nodig is. Daarentegen kan het uitvoeren van de beslissingscontrole ondergebracht worden in de controle rol aangezien dit een onafhankelijke houding vereist (Pugliese, et al., 2009; Huse, 2005).

2.3 Informatieverstrekking door de Raad van Bestuur

Hoewel informatieverstrekking in voorgaande sectie niet expliciet vernoemd wordt als een rol van de Raad van Bestuur, zal het niet verwonderen dat zij tevens verantwoordelijk is voor de informatie die verstrekt wordt naar de buitenwereld. Een belangrijk principe van deugdelijk bestuur is immers transparantie, ofwel de openbaarmaking van private informatie aan externe stakeholders zodat zij de juiste beoordelingen en beslissingen maken met betrekking tot het bedrijf (Rao & Tilt, 2016; Gaa, 2009). Aangezien de Raad van Bestuur een sleutelement is voor deugdelijk bestuur, lijkt het dus evident dat zij ook een invloed hebben op de rapportering door bedrijven (Rao & Tilt, 2016). Volgens Gul en Leung (2004) is de rapportering dan ook een beslissing die vooral uitgaat van de Raad van Bestuur. Zij staan namelijk in om de aandeelhouders en andere belanghebbenden te voorzien van voldoende correcte en kwalitatieve informatie (Madhani, 2015; Hung, 1998; Vafeas, 2000; Alves, 2011; Faleye, Hoitash, & Hoitash, 2011). Daarentegen is het ook belangrijk dat bedrijven hun rechtmatige geheimen bewaren. Een goede communicatiestrategie met betrekking tot het conflict tussen openbaarmaking en geheimhouding wordt dus best ontwikkeld zodat op een juiste manier wordt omgegaan met externe stakeholders (Gaa, 2009). Gaa (2009) stelt dat de Raad van Bestuur verantwoordelijk is voor het formuleren en monitoren van de communicatiestrategie van een onderneming en het management verantwoordelijk is om deze strategie uit te voeren.

Het vrijgeven van de financiële staten en andere informatie wordt in de literatuur meestal benaderd vanuit de *agency* theorie (Oba, 2014; Abbott, Parker, & Presley, 2012). De scheiding van eigendom en controle zorgt er, zoals vermeld in sectie 2.2, voor dat aandeelhouders vaak minder informatie hebben dan de managers en er dus sprake is van asymmetrische informatie. De openbaarmaking van informatie waaronder de financiële staten, kan een manier zijn om het verschil in informatie tussen managers en aandeelhouders te verminderen door nuttige informatie te bezorgen aan de beslissingnemer (Holtz & Neto, 2014, Faleye, et al., 2011; Gul & Leung, 2004). Hierdoor wordt immers transparantie en verantwoording gecreëerd, waardoor belangenconflicten ook zouden verminderen (Rao & Tilt, 2016). Het doel van de financiële staten is om informatie te geven die bruikbaar is voor tal van gebruikers bij het maken van economische beslissingen. Het is een belangrijk middel voor managers en de Raad van Bestuur om te communiceren over de bedrijfsprestaties en hun beleid te verantwoorden naar de investeerders toe (Alves, 2011; Vafeas, 2000; Donnelly & Mulcahy, 2008). De managers zijn dan ook in de praktijk meestal verantwoordelijk voor het opstellen van de financiële staten, zij bezitten immers de meeste informatie (El-Gazzar, Fornaro, & Jacob, 2008). In de Belgische wetgeving wordt echter vermeld dat de Raad van Bestuur

uiteindelijk verantwoordelijk is voor het opmaken van de jaarrekening (art. 92, §1, eerste lid W. Venn.). Ook moet zij rekenschap afleggen voor haar beleid in een jaarverslag (art. 95, W.Venn.).

Hoewel door de financiële staten en eventueel andere informatie meer transparantie wordt gecreëerd, is het vrijgeven van informatie selectief. Niet alle informatie die het management bevat, moet immers openbaar gemaakt worden (Cheng & Courtenay, 2006). Managers kunnen *incentives* hebben om de informatie die getoond wordt aan de stakeholders te vervalsen. Zo zouden zij negatieve resultaten kunnen verbergen voor de buitenwereld (Donnelly & Mulcahy, 2008). Daarnaast kunnen zij zich ook uit eigen belang schuldig maken aan *earnings management* om zo mogelijk de stakeholders te misleiden (Alves, 2011; Vafeas, 2000). Het beeld dat door de financiële staten naar buiten gebracht wordt, is dan niet correct. Het is belangrijk om de aandeelhouders te beschermen voor dit gedrag, alsook ervoor te zorgen dat de informatie over het bedrijf die naar buiten gebracht wordt betrouwbaar en compleet is (Alves, 2011). Daarom moet getracht worden om de belangen van de managers en investeerders op één lijn te krijgen, alsook de belangen van de verschillende investeerders. De Raad van Bestuur is dan ook een agent van de aandeelhouders om transparante rapportering te verzekeren die een getrouw beeld geeft van de financiële positie van een bedrijf (Oba, 2014). De belangrijke verantwoordelijkheid van de Raad van Bestuur omtrent de rapportering van informatie kan dus gezien worden als een onderdeel van de controlefunctie.

De Raad van Bestuur moet in zijn monitoringtaak de informatie in de financiële staten alsook andere materiële informatie nakijken en goedkeuren vooraleer deze informatie wordt verspreid naar het publiek en hierbij moet ze waken over de kwaliteit van deze informatie (Alves, 2011). Bij het uitvoeren van deze taak zou zij betrokken moeten zijn bij de professionelen die verantwoordelijk zijn voor de financiële rapportering en interne controle en moet zij zich inzetten voor betekenisvolle discussies met de auditors en het management over de rapporteringskwaliteit (Pucheta-Martínez & García-Meca, 2014). Wanneer de Raad van Bestuur deze monitoringtaak effectief uitvoert en een omgeving creëert van intense monitoring, zou dit geassocieerd worden met meer transparantie en een verbetering in de bedrijfsrapportering. Het opportunistisch gedrag van managers, informatieasymmetrie en de intentie om informatie achter te houden of te vertekenen ten voordele van eigenbelang zouden dan immers verminderen (Cheng & Courtenay, 2006; Ho & Wong, 2001; Allegrini & Greco, 2013).

De implementatie van mechanismen die bijdragen aan een deugdelijk bestuur door de Raad van bestuur zijn belangrijk voor de monitoringstaak (Choudhary, Schloetzer, & Sturgess, 2013). Het effectief monitoren van het management door de Raad van Bestuur wordt daarnaast onder meer bepaald door de samenstelling, grootte en onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur (Cheng & Courtenay, 2006). Zo zouden bijvoorbeeld de aanwezigheid van niet-uitvoerende en onafhankelijke bestuurders, en het scheiden van de rol van voorzitter van de Raad van Bestuur en CEO of met andere woorden geen CEO-dualiteit, de monitoringskwaliteit verbeteren (Forcker, 1992). Wanneer onafhankelijke bestuurders zetelen in de Raad van Bestuur van een bedrijf met een zwakke rapportering, kunnen zij ervaren dat hun menselijk kapitaal in waarde verminderd, wat hen er extra toe zou aanzetten om de inhoud van de rapportering te beïnvloeden (Yekini, et al., 2015).

Daarnaast zou de aanwezigheid en de effectiviteit van een auditcomité ook een factor zijn die bijdraagt tot effectieve monitoring. De effectiviteit is afhankelijk van kenmerken van het auditcomité zoals de grootte, de onafhankelijkheid, de expertise, het aantal meetings en de aanwezigheid van de leden (Ben-Amar & McIlkenny, 2015). Het auditcomité is een belangrijk kanaal dat de Raad van Bestuur in staat stelt om haar overzichtsfunctie met betrekking tot accurate en betrouwbare rapportering uit te voeren. Het is een essentiële link tussen de Raad van Bestuur, het topmanagement, de externe auditors en de interne auditors (El-Gazzar, et al., 2008). De taak van het auditcomité is toezicht houden op de kwaliteit van de financiële rapportering, de effectiviteit van de interne en externe controle, en de bedrijfsrisico's (Dobija, 2015; Ho & Wong, 2001; Forker, 1992). Daarnaast kan zij ook zorgen voor meer vrijwillige informatie (Samaha, Khlif, & Hussainey, 2015). Wanneer een bedrijf een effectief auditcomité bezit, kan dit ervoor zorgen dat het management minder overgaat tot *earnings management* (Alves, 2011). Volgens McMullen en Raghunandan (1996) bestaat er dan ook een positieve associatie tussen de aanwezigheid van een auditcomité en meer betrouwbare financiële rapportering (Ho & Wong, 2001).

Naast het monitoren kan de Raad van Bestuur zoals eerder gesteld in sectie 2.2 ook managers *incentives* geven door middel van een efficiënt compensatieplan. Het remuneratiecomité houdt zich hier voornamelijk mee bezig. Compensatieplannen gebaseerd op eigen vermogen voor het management, zouden managers motiveren om sneller positieve informatie vrij te geven en slecht nieuws achter te houden of uit te stellen aangezien dit de aandelenprijs van het bedrijf kan beïnvloeden. Verder kan dit er ook voor zorgen dat managers informatie rapporteren op een opportunistische manier, zoals bijvoorbeeld strategisch bepaalde prestatie-indicatoren selecteren die het bedrijf voordelig voorstellen (Choudhary, et al., 2013). Op deze manier kan de Raad van Bestuur dus ook de vrijgegeven informatie beïnvloeden.

De Raad van Bestuur draagt dus bij aan de informatie die naar buiten gebracht wordt door een onderneming. Empirisch onderzoek werd dan ook al gevoerd naar de link tussen de Raad van Bestuur en de openbaar gemaakte informatie van een onderneming. Vooral de informatiekwaliteit in de financiële staten krijgt veel aandacht. De invloed van de Raad van Bestuur en haar samenstelling op *earnings management* werd zo al meermaals bestudeerd (Alves, 2011; Klein, 2002; Xie, Davidson, & Dadalt, 2003; Faleye, et al., 2011). Vafaes (2000) onderzocht dan weer de invloed van de structuur van de Raad van Bestuur op hoe informatief de gerapporteerde *earnings* zijn. Beasley (1996) linkt de Raad van Bestuur en haar samenstelling met de kans op fraude in de financiële staten.

2.4 Verplichte en vrijwillige informatieverstrekking

De informatie die door een bedrijf verstrekt wordt naar de buitenwereld, bestaat uit twee componenten: de verplichte, wettelijke informatie en de vrijwillige informatie. Verplichte openbaarmaking van informatie handelt over de naleving en de volledigheid van de openbaarmaking van wettelijke vereisten inzake informatieverschaffing. Bedrijven zijn er immers toe gebonden om volgens de wetgeving van hun land bepaalde informatie verplicht vrij te geven (Barako & Brown, 2008). In sectie 2.4.1 wordt de Belgische wetgeving hieromtrent besproken. Daarnaast kunnen bedrijven ook vrijwillig informatie openbaar maken door de discretionaire vrijgave van financiële en niet-financiële informatie bovenop de wettelijke verplichtingen (Barako & Brown, 2008). Dit wordt

toegelicht in sectie 2.4.2 waaronder ook een aantal theorieën hieromtrent. Sectie 2.4.3 gaat tot slot dieper in op de link tussen de Raad van Bestuur en vrijwillige rapportering.

2.4.1 Wettelijk verplichte informatie

Managers zouden, zoals eerder gesteld, meer informatie bezitten dan de aandeelhouders volgens de theorie rond asymmetrische informatie. Een mogelijke oplossing hiervoor is wetgeving die vereist dat managers hun private informatie openbaar maken (Healy & Palepu, 2001). Wetgeving omtrent het vrijgeven van informatie heeft dan ook tot doel om de investeerders te voorzien van de minimum hoeveelheid informatie die effectieve investeringsbeslissingen bevorderen (Shehata, 2014). Veel van de verplichte informatie handelt over het geven van financiële informatie zoals een balans en resultatenrekening (Prince & Dwivedi, 2013). Deze informatie kan direct worden gecommuniceerd via financiële rapporten en persberichten, alsook indirect via informatie intermediairs zoals financiële analisten of financiële intermediairs zoals banken (Healy & Palepu, 2001).

De Belgische wetgeving omtrent de verplichtingen die bedrijven hebben voor het openbaar maken van informatie is opgenomen in het Wetboek van Vennootschappen. Volgens artikel 92 (W.Venn.) zijn de bestuurders verplicht elk jaar een inventaris op te maken volgens de waardingsmaatstaven bepaald door de koning, alsmede een jaarrekening. De jaarrekening bestaat uit de balans, de resultatenrekening en de toelichting en vormt één geheel. Deze jaarrekening moet binnen zes maanden na de afsluitingsdatum van het boekjaar ter goedkeuring worden voorgelegd aan de algemene vergadering. Artikel 95 (W.Venn.) stelt dat de bestuurders in het jaarverslag rekenschap moeten geven voor hun beleid. Dit jaarverslag moet een getrouw beeld geven van de ontwikkelingen van de resultaten van het bedrijf en van de positie van de vennootschap, alsmede een beschrijving van de voornaamste risico's. Het omvat zowel financiële, als niet-financiële prestatie-indicatoren wanneer dit passend is (art. 96, W.Venn.). Verder geeft artikel 96 (W.Venn.) een overzicht van de elementen die het jaarverslag moet bevatten, namelijk informatie over belangrijke gebeurtenissen die na het einde van het boekjaar hebben plaatsgevonden, verantwoording van de toepassing van de waardingsregels in de veronderstelling van continuïteit wanneer men gedurende twee opeenvolgende boekjaren een overgedragen verlies heeft in de resultatenrekening, informatie omtrent werkzaamheden op het gebied van onderzoek en ontwikkeling, et cetera. Daarnaast moeten beursgenoteerde bedrijven ook een verklaring inzake deugdelijk bestuur toevoegen.

Belgische beursgenoteerde ondernemingen zijn verplicht de jaarrekening neer te leggen door toedoen van de bestuurders bij de Nationale Bank van België. Dit moet gebeuren binnen dertig dagen nadat de jaarrekening is goedgekeurd, en ten laatste zeven maanden na de datum van afsluiting van het boekjaar (art. 97 en 98, W.Venn.). Samen met de jaarrekening moeten nog een aantal andere stukken worden neergelegd volgens artikel 100 (W.Venn.), zoals een overzicht van de bestemming van het resultaat, het verslag van de commissarissen, de gegevens (naam, voornaam, beroep en woonplaats) van de bestuurders, een lijst waarin de onderneming deelnemingen bezit, de sociale balans, et cetera.

Bedrijven hebben bij de oprichting ook een aantal openbaarmakingsformaliteiten. Zo stelt artikel 67 (W.Venn.) dat de expedities van de authentieke akten, de dubbels of de originelen van de onderhandse akte en de uittreksels neergelegd moeten worden bij de griffie van de rechtbank van

koophandel van het rechtsgebied waarbinnen de vennootschap haar zetel heeft. Daarnaast geven artikel 74 en 75 (W.Venn.) nog enkele bijkomende stukken die neergelegd moeten worden, zoals de akten die bepalingen wijzigen waarvoor het wetboek de bekendmaking voorschrijft.

2.4.2 Vrijwillige informatie

Wettelijk verplichte informatie zorgt ervoor dat iedereen toegang heeft tot de basisinformatie van een onderneming. Daarbovenop kan een bedrijf dit aanvullen door uit eigen initiatief nog meer informatie vrij te geven, wat het verschil in informatie tussen managers en aandeelhouders verder doet afnemen (Ho & Wong, 2001). Wettelijk verplichte informatie helpt bedrijven immers om te communiceren met de aandeelhouders, maar lost het probleem van informatieasymmetrie niet volledig op (Donnelly & Mulcahy, 2008). Het vrijwillig openbaar maken van informatie is de keuze van het management om financiële en andere informatie vrij te geven die relevant is voor de beslissingen die de gebruikers van het jaarverslag moeten nemen (Meek, Roberts, & Gray, 1995; Shehata, 2014). Managers bezitten immers vaak nog meer private informatie, die niet gedeeld wordt in de financiële staten (Shehata, 2014).

Vrijwillig openbaar gemaakte informatie kan zeer breed gaan, namelijk alle informatie die niet verplicht openbaar te maken is, kan gezien worden als vrijwillige informatie (Prince & Dwivedi, 2013). Lim, Matolcsy en Chow (2007) verdelen vrijwillige informatie onder in strategische informatie, financiële informatie en niet-financiële informatie. Deze drie soorten informatie zijn gericht aan verschillende gebruikers. De eerste twee zijn vooral gericht aan de aandeelhouders, terwijl de niet-financiële informatie ook gericht is aan andere stakeholders aangezien het een beeld geeft van de sociale verantwoordelijkheid van een bedrijf. Daarnaast is strategische informatie toekomstgericht, terwijl financiële informatie de nadruk legt op het verleden. Ook in de studies van Allegrini en Greco (2013) en Akhtaruddin, Hossain, Hossain en Yao (2009) is de financiële informatie maar een component van de vrijwillige verslaggeving en wordt veel aandacht besteed aan strategische en niet-financiële elementen zoals duurzaamheid en sociale verantwoordelijkheid.

De waarde van een bedrijf zou vaak niet volledig duidelijk zijn door de traditionele financiële staten aangezien deze niet verder gaan dan enkel de cijfers. Voor stakeholders is het interessant om ook niet-financiële informatie te krijgen. Financiële maatstaven zeggen ook weinig over de gevoeligheid van een bedrijf voor zijn omgeving, zoals duurzaamheid, maatschappelijk verantwoord ondernemen (MVO) en economisch vriendelijke productiemethoden. Daarnaast kan vrijwillige informatie ook meer informatie geven over de toekomst aangezien financiële staten vooral gericht zijn op het verleden (Prince & Dwivedi, 2013). In de literatuur worden een aantal theorieën vooropgesteld om het vrijwillig openbaar maken van informatie te verklaren. Naast de *agency* theorie, kan ook gekeken worden naar de *signaling* theorie, de *capital need* theorie, de *resource dependency* theorie, de *legitimacy* theorie, de *institutional* theorie en de *stakeholder* theorie.

De *agency* theorie wordt uitgebreid besproken in sectie 2.2. Door asymmetrische informatie kunnen een aantal problemen en kosten ontstaan. Het vrijwillig vrijgeven van informatie kan het *agency* probleem verminderen aangezien zo meer informatie ter beschikking is voor de aandeelhouders (Shehata, 2014). De *signaling* theorie is een antwoord op de *agency* theorie, waarbij bedrijven bepaalde informatie signaleren naar investeerders om te tonen dat zij beter zijn dan andere bedrijven

in de markt. Het doel hiervan is het aantrekken van investeerders en het verkrijgen van een goede reputatie (Verrecchia, 1983; Shehata, 2014). Wanneer bedrijven vrijwillig informatie vrijgeven kan dit een bepaald signaal van superioriteit aan de markt geven (Shehata, 2014).

De *capital need* theorie zegt dat het vrijwillig vrijgeven van informatie helpt bij het aantrekken van kapitaal tegen een lagere kost (Choi, 1973; Shehata, 2014). Bedrijven hebben immers externe financiering nodig voor hun bedrijf. De kapitaalkost van externe financiering bevat een premie voor de onzekerheid die investeerders hebben over de accuraatheid van de financiële staten. Wanneer bedrijven meer informatie vrijgeven, zullen investeerders de economische vooruitzichten van een bedrijf beter kunnen inschatten, waardoor de kapitaalkost verlaagd kan worden (Shehata, 2014). Dit is gelinkt aan de *resource dependency* theorie die wordt besproken in sectie 2.2. Een hogere mate van transparantie kan voor een competitief voordeel zorgen door toegang te krijgen tot kritieke bronnen zoals financiering. Ook kan dit bijdragen aan de reputatie en imago van het bedrijf (Ntim, Lindop, & Thomas, 2013).

De *legitimacy* en de institutionele theorie focussen beide op het vermogen van een bedrijf om sociale aanvaarding te krijgen. De eerste theorie gaat ervan uit dat een sociaal contract bestaat tussen het bedrijf en de maatschappij. Een bedrijf heeft volgens deze theorie namelijk niet het recht om te bestaan als zijn waarden niet overeenkomen met de waarden van de maatschappij waarin hij actief is (Shehata, 2014). De institutionele theorie stelt zoals eerder besproken in sectie 2.2 dat bedrijven externe normen en regels incorporeren in hun operaties en structuren om legitimiteit te krijgen (Ntim, et al., 2013). Door het vrijwillig openbaar maken van informatie kan de perceptie van de omgeving naar het bedrijf toe beïnvloed worden en zo zorgen voor sociale aanvaarding en legitimiteit (Shehata, 2014; Ntim, et al., 2013).

De twee voorgaande theorieën kijken naar de maatschappij in het algemeen. Belangrijke stakeholders in de maatschappij die legitimiteit geven aan het bedrijf kunnen echter ook individueel geïdentificeerd worden. De stakeholder theorie stelt dat bedrijven het vrijgeven van informatie kunnen gebruiken om de informatienoden van hun machtige stakeholders – waaronder aandeelhouders, werknemers en de overheid – te beheren of zelfs te manipuleren om op die manier hun goedkeuring te krijgen. Dit is namelijk cruciaal om als bedrijf te overleven (Ntim, et al., 2013).

2.4.3 De Raad van Bestuur en vrijwillige informatie

De Raad van Bestuur kan ook een rol spelen bij het vrijwillig vrijgeven van informatie. Een aantal van bovenstaande theorieën komen immers terug in sectie 2.2 bij de taken van de Raad van Bestuur. De Raad van Bestuur staat in om de aandeelhouders en eventueel andere belanghebbenden te voorzien van voldoende informatie en moet de beslissingen van het management controleren. Een effectieve Raad van Bestuur kan op een proactieve manier ervoor zorgen dat managers gewenst gedrag vertonen. Managers zouden vaak zelf al vrijwillig meer accurate informatie geven over de *earnings* om heel nauwkeurige en strenge monitoring van de Raad van Bestuur te vermijden (Vafeas, 2000). Daarnaast zou volgens Shehata (2014) het jaarverslag het meest gebruikte instrument zijn om vrijwillige informatie vrij te geven en de Raad van Bestuur draagt zoals eerder gesteld de uiteindelijke verantwoordelijkheid voor de informatie naar buiten gebracht in het jaarverslag. Het

vrijwillig vrijgeven van informatie kan echter ook kosten met zich meebrengen. Bedrijven moeten dus de kosten afwegen tegen de voordelen (Brammer & Pavelin, 2004).

Kenmerken van de Raad van Bestuur en het auditcomité zijn sleuteldeterminanten van het algemene rapporteringsbeleid van een bedrijf, zoals duidelijk wordt in sectie 2.3. Echter werd ook specifiek onderzoek gedaan naar de kenmerken die verband houden met vrijwillige rapportering. Zo worden volgens empirisch onderzoek de grootte en samenstelling van de Raad van Bestuur, de aanwezigheid van een auditcomité en CEO-dualiteit geassocieerd met de mate van vrijwillige rapportering. Volgens de meta-analyse van Samaha, et al. (2015) zijn de eerste drie kenmerken positief geassocieerd met vrijwillige rapportering, terwijl het laatste kenmerk hierop een negatief effect heeft. Met betrekking tot de samenstelling werd de mate van onafhankelijkheid al meermaals onderzocht (Eng & Mak, 2003; Ho & Wong, 2001; Forker, 1992; Donnelly & Mulcahy, 2008; Haniffa & Cooke, 2005; Cheng & Courtenay, 2006; Akhtaruddin, et al., 2009; Lim, et al., 2007; Patelli & Prencipe, 2007). Onafhankelijke bestuurders staan er namelijk voor gekend om effectief te monitoren zoals vermeld in sectie 2.2.2 Zij zouden meer geneigd zijn om managers aan te moedigen om meer informatie vrij te geven aan de investeerders (Eng & Mak, 2003).

De resultaten van deze studies zijn echter niet eenduidig. Er is dan ook sprake van zowel een complementaire relatie als een substitutierelatie tussen het monitoren door de Raad van Bestuur en het vrijwillig openbaar maken van informatie. Bij een complementaire relatie wordt volgens de *agency* theorie een grotere hoeveelheid vrijwillige rapportering verwacht. Meer *corporate governance* mechanismen versterken immers de interne controle van een bedrijf, waardoor het opportunistisch gedrag van managers en informatie asymmetrie verminderd wordt. Wanneer effectief gemonitord wordt, zullen managers niet snel informatie achterhouden voor hun eigen voordeel, wat leidt tot een meer volledige en kwalitatievere openbaarmaking van de financiële staten. Bij een substitutie relatie zullen bedrijven niet meer informatie vrijgeven bij meer *corporate governance* mechanismen, aangezien het monitoren door de Raad van Bestuur een substituut is voor vrijwillige openbaarmaking van informatie. Ze versterken elkaar dan niet, maar vervangen elkaar. Wanneer managers al intensief gemonitord worden, zullen zij minder geneigd zijn om ook nog eens vrijwillig informatie vrij te geven. Toch wordt vaak gesteld dat een systeem met meerdere controles gewenst is en dus wordt eerder een positieve associatie en dus een complementaire relatie verondersteld (Ho & Wong, 2001; Allegrini & Greco, 2013).

Onafhankelijkheid kreeg al veel aandacht, maar is echter slechts een onderdeel van de samenstelling van de Raad van Bestuur. De tegenstrijdige resultaten tonen aan dat mogelijk nog andere elementen meespelen. Zo zouden bijvoorbeeld de groepsdynamieken en de interacties tussen de leden van de Raad van Bestuur haar efficiënte werking kunnen beïnvloeden. Diversiteit is een belangrijke factor die zowel de onafhankelijkheid als de groepsdynamieken kan beïnvloeden (Abbott, et al., 2012). Een belangrijke component van diversiteit die de laatste jaren enorm veel aandacht krijgt, is genderdiversiteit, ofwel de aanwezigheid van zowel vrouwelijke als mannelijke bestuursleden. Terjesen, Couto en Francisco (2016) vinden dan ook bewijs dat de invloed van onafhankelijke bestuurders op de bedrijfsprestaties enkel positief is in een genderdiverse Raad van Bestuur. Het volgende hoofdstuk gaat daarom dieper in op de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur.

Hoofdstuk 3: Vrouwen in de Raad van Bestuur

Vrouwen bekleden steeds meer posities in de Raden van Bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Dit hoofdstuk gaat dieper in op verschillende aspecten die gelinkt zijn met de vrouwelijke aanwezigheid in de Raad van Bestuur. Zo bespreekt sectie 3.1 de wetgeving rond vrouwenquota. Sectie 3.2 gaat dieper in op de kritische massa theorie en tokenisme. Daarnaast behandelt sectie 3.3 de bijdragen die vrouwen kunnen leveren aan de werking van de Raad van Bestuur. Tot slot kijkt sectie 3.4 naar de impact van deze vrouwen op de prestaties van bedrijven.

3.1 Wetgeving rond vrouwenquota in de Raad van Bestuur

Genderdiversiteit is een actueel politiek thema. Verschillende landen hebben verplichte quota ingevoerd in verband met het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur. Noorwegen was de pionier, maar al snel volgden andere landen zoals Spanje en Frankrijk (Adams, et al., 2011). Momenteel hebben elf landen een wetgeving ingevoerd omtrent het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur van beursgenoteerde bedrijven, waaronder ook België met de wet van 28 juli 2011 (Terjesen, Aguilera, & Lorenz, 2015; Adams, 2016). Ook Europa is bezig met deze problematiek (Europese Commissie, 2012). Genderquota verplichten bedrijven om snel te beantwoorden aan het identificeren, ontwikkelen, promoten en behouden van gepast vrouwelijk talent in de Raad van Bestuur (Terjesen, et al., 2015). Naast het verplicht karakter voor vrouwelijke aanwezigheid, kan een land ook opteren voor alternatieven zoals vrijwillige quota of het openbaar maken van de diversiteitspolitiek (Adams, et al., 2011; Chapple & Humphrey, 2014). In deze sectie wordt een evolutie gegeven van de problematiek van genderquota in de Raad van Bestuur. Daarnaast volgt een weergave van de huidige toestand van vrouwen in de Raad van Bestuur van Belgische beursgenoteerde bedrijven.

3.1.1 Invoering van de regelgeving

Noorwegen is zoals eerder gesteld het eerste land ter wereld dat wetgeving heeft ingevoerd rond genderquota in 2003. Het doel was dat tegen 2008, de Raden van Bestuur van naamloze vennootschappen in Noorwegen voor 40% uit vrouwen bestonden. Eerst was dit op vrijwillige basis, maar omdat men merkte dat er amper vooruitgang kwam, werd toch overgegaan tot wetgeving. De quota zijn ontwikkeld om de ongelijke genderbalans te herstellen, die blijft bestaan ondanks de vooruitgang van vrouwen op gebied van onderwijs en arbeidsparticipatie. Wanneer een bedrijf niet voldoet aan de norm volgt een zware straf, namelijk de ontbinding van de onderneming (Sweigart, 2012). Het quotum miste zijn effect niet, de gemiddelde fractie van bestuurszetels die gevuld worden door vrouwen steeg van 11% toen de wet werd goedgekeurd in 2003 tot 42% wanneer de wet verplicht werd vijf jaar later (Bøhren & Staubo, 2016).

Ook België houdt zich al enkele jaren bezig met deze problematiek. Zo was er in 2009 eerst de *Belgische Corporate Governance Code* die principes opstelt voor Belgische beursgenoteerde bedrijven inzake deugdelijk bestuur. Volgens principe 2.1 van deze code moet de samenstelling van de Raad van Bestuur bepaald worden op basis van genderdiversiteit en diversiteit in het algemeen, alsook complementariteit inzake bekwaamheden, ervaring en kennis. Het K.B. van 6 juni 2010 dat betrekking heeft op artikel 96, § 2, 1^o (W.Venn.) stelt dat beursgenoteerde bedrijven verplicht zijn

deze code te gebruiken als referentiecode. Toch kunnen bedrijven deze code ontlopen door het 'comply-or-explain' principe. Wanneer het bestuur van bedrijven niet in overeenstemming is met deze code, moeten zij dit in hun jaarverslag vermelden met de onderliggende redenen (artikel 95, §2, 2°, W.Venn.; Commissie Corporate Governance, 2009). De *Commissie Corporate Governance* formuleerde in 2011 ook een aanbeveling dat binnen zeven jaar de Raad van Bestuur van beursgenoteerde vennootschappen minstens 30% leden van elk geslacht moet bevatten (Commissie Corporate Governance, 2011). Echter ging het Federaal Parlement een paar maanden later over tot een wettelijk minimum door het invoeren van de wet van 28 juli 2011.

De Belgische wet van 28 juli 2011 heeft tot doel dat ten minste één derde van de leden van de Raad van Bestuur van het andere geslacht moet zijn dan de overige leden (art. 518bis, §1, W.Venn.). Onder de toepassing van deze wet vallen drie soorten bedrijven, namelijk autonome overheidsbedrijven (Infrabel, Proximus, Bpost, NMBS en Belgocontrol), de Nationale Loterij en beursgenoteerde vennootschappen. Beursgenoteerde vennootschappen worden volgens deze wet gedefinieerd als: "*Vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de verhandeling op een in artikel 4 bedoelde reglementeerde markt*". Dit zijn voornamelijk bedrijven die genoteerd zijn op Euronext Brussels en de markt voor afgeleide financiële producten Euronext Brussels NV. De grote beursgenoteerde bedrijven moeten voldoen aan het minimumaantal van 33% in 2017, kleine tot middelgrote beursgenoteerde bedrijven krijgen hiervoor tijd tot 2019. Ook de bedrijven waarvan de waarde van de vrij verhandelbare aandelen minder dan 50% bedraagt, krijgen twee jaar langer de tijd (art. 7, §2 en §3, wet van 28 juli 2011). Omdat bestuurders meestal benoemd worden voor een periode van maximum zes jaar, wordt dit quotum pas opgelegd vanaf de eerste dag van het zesde boekjaar dat volgt na de bekendmaking van deze wet. De precieze datum van inwerkingtreding is dus afhankelijk van de start van het boekjaar. Overheidsbedrijven en de Nationale Loterij moesten hier reeds aan voldoen in 2012, omwille van hun voorbeeldfunctie (art. 7, §4, wet van 28 juli 2011).

Wanneer een bedrijf niet aan de quotumwet voldoet voor het verstrijken van de deadline volgt een sanctie. Voor een beursgenoteerd bedrijf heeft dit tot gevolg dat de eerstvolgende algemene vergadering een Raad van Bestuur samenstelt die conform is met de regelgeving. Als dit niet wordt nageleefd, wordt elk financieel of ander voordeel van de bestuurders, verbonden aan de uitoefeningen van hun mandaat, geschorst. Deze voordelen worden pas opnieuw toegekend op het ogenblik dat de samenstelling van de Raad van Bestuur overeenkomstig de wettelijke bepalingen is (art. 518bis, §2, W.Venn.). Daarnaast moet de eerstvolgende bestuurder die wordt benoemd ook van het ondervertegenwoordigde geslacht zijn wanneer het quotum niet behaald wordt (art. 518bis, §4, W.Venn.). Wanneer dit niet het geval is, wordt deze nieuwe benoeming nietig. Hetzelfde geldt indien een nieuwe benoeming ervoor zorgt dat het aantal bestuurders van het andere geslacht daalt tot onder het wettelijk minimum. Verder zijn bedrijven ook verplicht een overzicht op te stellen in het jaarverslag van de ondernomen inspanningen om te voldoen aan de minimumdoelstelling van 33% als onderdeel van de verklaring inzake deugdelijk bestuur (art. 96, §2, lid 1, 6°, W.Venn.). Dit is wel meteen verplicht in het eerste jaarverslag na de invoering van de quotawet (art. 7, §1, wet van 28 juli 2011).

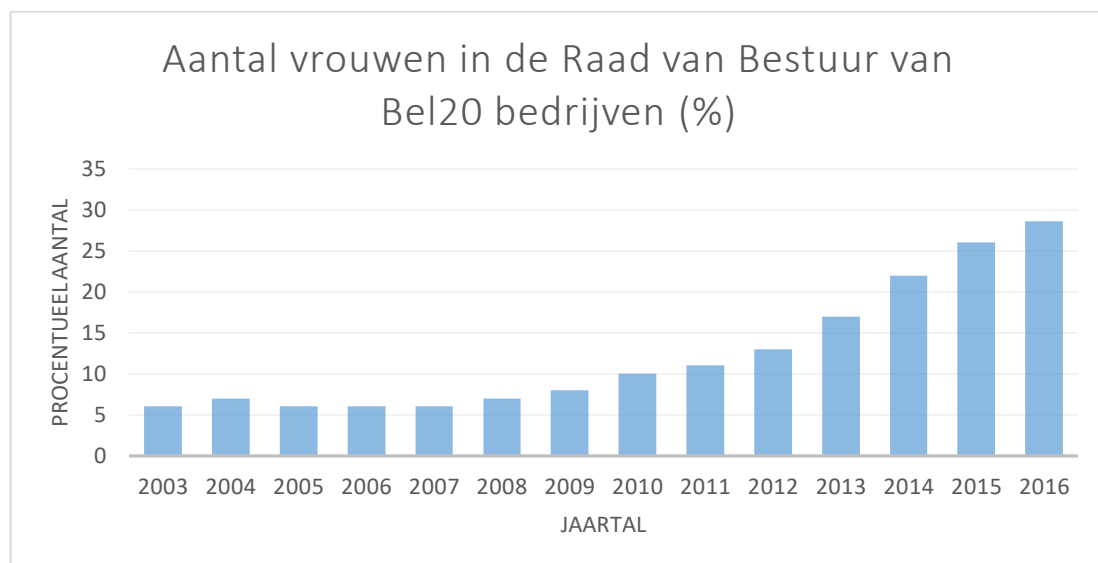
Daarnaast besteedt ook Europa de nodige aandacht aan de problematiek rond vrouwenquota in de Raad van Bestuur. Het richt zich hierbij enkel tot beursgenoteerde bedrijven: kleine en middelgrote

ondernemingen worden vrijgesteld. Via de voorgestelde richtlijn van 14 november 2012 wil de Europese Commissie ervoor zorgen dat 40% van de niet-uitvoerende bestuurders in de Raad van Bestuur van het vrouwelijke geslacht is. De deadline hiervoor werd gesteld op 2020. Voor uitvoerende bestuurders werd echter nog geen quotum opgesteld. Dit voorstel is tot op heden nog niet omgezet in een effectieve richtlijn omdat het nog wacht op de goedkeuring van de Raad van de Europese Unie (Europese Commissie, 2012; Koch, 2015).

3.1.2 Huidige situatie

De wetgeving omtrent genderquota in België werd reeds goedgekeurd in 2011, maar is pas in werking getreden voor grote beursgenoteerde bedrijven in 2017. Het effect van de Belgische quotawet kan dus nog niet volledig geanalyseerd worden. Toch zouden bedrijven tijdens de overgangperiode al actief bezig moeten zijn geweest om te voldoen aan de minimumdoelstelling, aangezien een bestuurslid meestal voor een periode van zes jaar wordt benoemd. Figuur 1 toont de evolutie van het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur van Bel20 bedrijven over een periode van 2003 tot en met 2016 gebaseerd op cijfers van de Europese Commissie (2016). Tussen 2003 en 2008 bleef het procentueel aantal vrouwen in de Raad van Bestuur vrij constant, namelijk rond 6 à 7%. Vanaf 2009 is een lichte stijging merkbaar, die steeds groter wordt naarmate de jaren vorderen waarbij eind 2016 een waarde van 28,6% bereikt wordt.

Figuur 1: Totaalpercentage vrouwen in Raden van Bestuur van Bel20 bedrijven, evolutie 2003 - 2016



Bron: Zelf opgesteld op basis van cijfergegevens van de Europese Commissie (2016)

Het Instituut voor de Gelijkheid van Vrouwen en Mannen (2016b) heeft ook onderzoek gedaan naar het aantal vrouwen in de Raden van Bestuur van Belgische beursgenoteerde bedrijven alsook bepaalde economische overheidsbedrijven en de Nationale Loterij. Zij betrokken in vergelijking met de Europese Commissie meer bedrijven in hun data maar bestudeerden enkel de evolutie van 2008, 2012, 2014 en 2016 (tabel 2). Het is interessant om ook naar deze cijfers te kijken omdat deze studie concludeert dat de grootte van de onderneming een invloed heeft op het genderevenwicht in de Raad van Bestuur. Zo bestond de Raad van Bestuur van Bel20 bedrijven in 2016 gemiddeld voor

27,5% uit vrouwen, terwijl dit voor Bel Mid en Bel Small bedrijven respectievelijk maar 25,5% en 18,5% was. In 2014 waren de verschillen zelfs nog groter, maar voor 2008 en 2012 zijn de verschillen echter miniem.

Uit het onderzoek van het Instituut voor de Gelijkheid van Vrouwen en Mannen (2016b) blijkt dat in 2008 slechts 8,2% van de bestuurders vrouwelijk waren. 60 op 113 bedrijven hadden zelfs geen enkele vrouw in hun Raad van Bestuur en 32 bedrijven hadden er slechts één. In 2012, één jaar na de invoering van de Belgische quotawet, was een stijging merkbaar. De onderzochte Raden van Bestuur bestonden nu voor 12,7% uit vrouwen. Toch hadden 44 op 118 bedrijven nog steeds geen enkele vrouw in hun Raad van bestuur en 33 bedrijven slechts één vrouw. In 2014 werd een verdere stijging waargenomen, 16,6% van de bestuurders was toen vrouwelijk. Daarentegen hadden 30 van de 119 bedrijven nog altijd geen enkele vrouw in hun Raad van Bestuur en 32 bedrijven hadden er slechts één. De stijging van 2014 naar 2016 was zelfs nog sterker aangezien de Raden van Bestuur toen voor 21,6% uit vrouwen bestonden. Nog maar 16 van de 119 bedrijven hadden geen enkele vrouw in hun Raad van Bestuur. Hoewel de situatie in België er dus op vooruit is gegaan sinds 2008, zaten bedrijven eind 2016 gemiddeld nog ver onder het minimum van 33%. Slechts 38,7% van de onderzochte bedrijven haalde toen dit minimum. Alle overheidsbedrijven en de Nationale Loterij voldeden in 2014 en 2016 aan de verplichte 33% (Instituut voor de Gelijkheid van Vrouwen en Mannen, 2016b). Ook uit de cijfers van de Europese Commissie (2016) blijkt dat eind 2016 Bel20 bedrijven met 28,6% de minimumdoelstelling nog niet bereikt hadden.

Tabel 2: Totaalpercentage vrouwen in Raden van Bestuur van beursgenoteerde bedrijven, bepaalde economische overheidsbedrijven en de Nationale Loterij, evolutie 2008-2012-2014-2016

| | 2008 | 2012 | 2014 | 2016 |
|---------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Totaalpercentage vrouwen | 8,2% | 12,7% | 16,6% | 21,6% |
| Totaalpercentage mannen | 91,8% | 87,3% | 83,4% | 78,4% |

Bron: Instituut voor de Gelijkheid van Vrouwen en Mannen, 2016b

Een mogelijk nadeel van het verplicht karakter van de quotawet is dat het kosten voor bedrijven kan veroorzaken doordat het hun kan weerhouden om de best beschikbare kandidaat te kiezen. Wanneer een bedrijf zijn quota nog niet gehaald heeft en een nieuwe positie moet invullen, zal zij verplicht zijn om dit in te vullen door een vrouw hoewel een mannelijke kandidaat misschien beter geschikt is (Adams, et al., 2011). Daarbij moet mogelijk worden gekozen uit een *talentpool* die weinig ervaring heeft met het bedrijf en zijn omgeving waardoor een bedrijf waarde kan verliezen (Bøhren & Staubo, 2016). Door de externe shock van een genderquotum zou er dan ook een tijdelijk tekort kunnen ontstaan aan beschikbare gekwalificeerde vrouwen met de juiste vaardigheden. Bedrijven gaan dan vrouwen selecteren uit de beperkte *pool* vrouwen die wel voldoende ervaring hebben. Een selecte groep vrouwen zal dan zetelen in meerdere Raden van Bestuur en zeer prominente bestuurders worden. Dit fenomeen wordt ook wel 'The Golden Skirts' genoemd. Zetelen in meerdere Raden van Bestuur kan zeer voordelig zijn omdat zij toegang hebben tot de kennis van een groter aantal bedrijven en zo zouden ze beter geïnformeerde beslissingen kunnen nemen. Daarbij zou het sociaal kapitaal van vrouwen ook nog eens enorm toenemen (Seierstad & Opsahl, 2011).

3.2 Kritische massa theorie en tokenisme

De genderquota zorgen ervoor dat steeds meer vrouwen worden aangesteld als lid van de Raad van Bestuur. Toch blijkt dat er nog een groot aantal Belgische bedrijven zijn die geen of slechts één vrouwelijk bestuurslid hebben. De aanwezigheid van één vrouw zou echter weinig verschil uitmaken volgens de kritische massa theorie die verder besproken wordt. Een aantal studies (Konrad, Kramer, & Erkut, 2008; Bear, Rahman, & Post, 2010; Torchia, Calabrò, & Huse, 2011, Larkin, Bernardi, & Bosco, 2013) vinden bewijs van het feit dat een bepaalde kritische massa nodig is alvorens vrouwen een beïnvloedende factor kunnen zijn in de Raad van Bestuur. Één vrouw heeft namelijk meestal weinig tot geen impact op de processen en beslissingen (Larkin, et al., 2013).

Vaak wordt het benoemen van één vrouw gezien als een bewijs van tokenisme (Adams & Ferreira, 2009; Kramer, Konrad, Erkut, & Hooper, 2007). Deze theorie stelt dat vrouwen enkel en alleen zouden opgenomen worden in de Raad van Bestuur omwille van hun geslacht en dus niet omwille van de vaardigheden en voordelen die zij kunnen bieden (Larkin, et al., 2013). Een bedrijf kan dan immers tonen dat zij aandacht geeft aan minderheidsgroepen, wat hun imago ten goede kan komen (Elstad & Ladegard, 2012). Tokenisme zorgt er dan ook voor dat de invloed op de effectieve werking van de Raad van Bestuur beperkt wordt (Larkin, et al., 2013). Wanneer vrouwen in een minderheid aanwezig zijn, zouden zij moeilijker de groep kunnen beïnvloeden doordat zij onderworpen zijn aan discriminerend gedrag (Elstad & Ladegard, 2012). Hun ondervertegenwoordiging kan er dan toe leiden dat zij aanzien worden als een symbool of token (Kanter, 1977; Torchia, et al., 2011). Een belangrijke indicator van tokenisme is de relatie tussen een vrouw die de Raad van Bestuur verlaat en de kans dat een andere vrouw wordt aangesteld als een bestuurslid. Er is namelijk bewijs (Dalton & Dalton, 2010) dat bedrijven die een vrouw in de Raad van Bestuur hebben, niet zo snel een andere vrouw zullen aanstellen. Wanneer deze vrouw echter vertrekt, zou de kans dat een vrouw deze plaats inneemt enorm stijgen. Het behouden van hetzelfde aantal vrouwen geeft blijk van het feit dat bedrijven vrouwen niet kiezen om een vrouwelijke perspectief in de Raad van Bestuur te hebben, maar eerder om te laten uitschijnen dat zij diversiteit waarderen (Larkin, et al., 2013).

Sweigart (2012) verwijst naar de studie van Kanter (1977) die drie gevolgen identificeert die ervaren kunnen worden wanneer men als token wordt aanzien: zichtbaarheid, polarisatie en assimilatie. Verhoogde zichtbaarheid in de groep kan ervoor zorgen dat vrouwen zich oncomfortabel voelen in de groep en kan druk met zich meebrengen. Polariseratie zorgt voor contrast tussen vrouwelijke en mannelijke bestuursleden. De mannelijke bestuurders zullen zich meer bewust worden van hun interne onderlinge gelijkenissen, alsook van de verschillen met de vrouwelijke bestuurders. Deze verschillen kunnen dan uitvergroot worden om de interne gelijkenis te bewaren. Dit maakt het moeilijker voor vrouwen om zich te integreren in de groep en zij kunnen zich geïsoleerd voelen. Assimilatie kan ervoor zorgen dat het vrouwelijke bestuurslid aanzien wordt als een stereotype, gedefinieerd door de dominante groep, waardoor ze niet als individu bekeken wordt. Dit kan leiden tot een barrière om invloed uit te oefenen op de groep. Het label van token kan dus ongemak, isolatie en twijfelen aan zichzelf teweegbrengen. Deze problemen zouden afnemen wanneer hun aantal een bepaalde kritische massa overschrijdt, de zogenaamde '*token limit*' (Kanter, 1977; Elstad & Ladegard, 2012; Torchia, et al., 2011). Boven dat punt kunnen zij beginnen met veranderingen in

de organisatie te bewerkstelligen, aangezien het vertrouwen stijgt en de meerderheid voordeel heeft van de middelen die vrouwen bijbrengen aan de organisatie (Torchia, et al., 2011).

Een bepaald aantal vrouwen zijn dus vaak nodig om een mogelijke verandering op te merken. Kritische massa theorie voorspelt dat wanneer een bepaalde drempel bereikt wordt, de mate van invloed van een minderheidsgroep toeneemt en er een kwalitatieve verandering zal plaatsvinden in de aard van de groepsinteracties (Torchia, et al., 2011). Deze kritische massa voorkomt dat de inbreng van vrouwen genegeerd wordt en leidt tot meer open discussies tussen de leden van de Raad van Bestuur (Sweigart, 2012). Kritische massa theorie stelt dat een bepaalde drempel bereikt moet worden, maar geeft geen exact aantal (Torchia, et al., 2011). Enkele studies (Konrad, et al., 2008; Torchia, et al., 2011; Sweigart, 2012; Kramer, et al., 2007) nemen aan dat de kritische massa bereikt wordt bij drie vrouwen. Konrad et al. (2008) stellen vast dat hoewel één vrouw een positieve bijdrage kan leveren, bedrijven met drie of meer vrouwen in hun Raad van Bestuur de meeste voordelen halen uit de bijdrage van de vrouwen. In deze situatie is de aanwezigheid van vrouwen namelijk genormaliseerd en dit laat hen toe om vrij te spreken en een bijdrage te leveren. Zij voelen zich dan ook comfortabeler om bepaalde problemen aan te kaarten (Ellwood & Garcia-Lacalle, 2015).

Één vrouw in de Raad van Bestuur wordt aanzien als een token en kan bijhorende problemen ervaren. Zij kan zich ook onzichtbaar voelen of confirmeren aan haar mannelijke collega's (Konrad, et al., 2008; Larkin, et al., 2013). De aanwezigheid van twee vrouwen zou al verbetering brengen, maar elimineert deze problemen nog niet. Zij kunnen elkaar valideren en een klankbord zijn voor elkaar, maar hun impact blijft meestal minimaal. Drie vrouwen zouden daarentegen een definitieve verschuiving creëren omtrent de ervaringen van vrouwelijke bestuurders. Raden van Bestuur zouden minstens drie vrouwen moeten bevatten om vrouwen in staat te stellen om een invloed uit te oefenen op de werkstijl van de Raad van Bestuur, wat de dynamieken, processen en taken substantieel kan veranderen. Het is dan ook waarschijnlijker dat de meningen en ideeën van vrouwen gehoord worden (Torchia, et al., 2011; Konrad, et al., 2008; Kramer, et al., 2007). De studie van Joecks, Pull en Vetter (2013) vinden bewijs van een relatieve kritische massa van ongeveer 30% die zich vertaalt in het absolute getal van drie vrouwelijke bestuurders. Ander onderzoek stelt dat 35% van de leden vrouwelijk moet zijn vooraleer een effectieve invloed merkbaar is (Larkin, et al., 2013; Kanter, 1977).

Torchia et al. (2011) en Konrad et al. (2008) verwijzen in hun studie naar het experiment van Asch. Hij komt tot de conclusie dat wanneer een individu geconfronteerd wordt met de unanieme mening van drie mensen, dit individu de druk zal voelen om te conformeren aan deze mening. Dit experiment toont aan dat de effectiviteit van groepsdruk aanzienlijk toeneemt wanneer de grootte van de groep drie is, maar een verdere toename in de grootte voegt weinig toe aan dit effect. Een kanttekening die hierbij gemaakt kan worden, is het effect van een bondgenoot. Wanneer één persoon zijn onenigheid uit met de foute mening van de meerderheid van drie, zal de waarschijnlijkheid dalen dat anderen conformeren. Een persistente unanieme minderheid kan de groep dus ook beïnvloeden, maar niet op dezelfde manier. In plaats van te conformeren aan de mening van de minderheid, gaat de groep zijn eigen inzichten dieper bekijken door een discussie te voeren, wat dan zal resulteren in een hogere kwaliteit van de beslissing (Konrad, et al., 2008).

Deze experimentele resultaten kunnen bekeken worden in de context van de Raad van Bestuur. Als drie bestuurders een sterke en unanieme mening hebben en niemand zegt dat hij het oneens is, is het waarschijnlijk dat de andere bestuursleden zullen conformeren aan de beslissing van de meerderheid. Het feit dat beslissingen in de Raad van Bestuur complex en ambigu zijn, kan ervoor zorgen dat de impact van de meerderheid van drie nog groter is dan in het experiment van Asch, waar gewerkt werd met een duidelijk foute mening. Daarnaast kan één bestuurslid wanneer hij een sterk statement maakt dat tegenstrijdig is met de meerderheid van drie, ervoor zorgen dat de groep het probleem vollediger benadert wat resulteert in een betere beslissing. De inzichten van de minderheid zijn dus vaak cruciaal voor de effectiviteit van de processen van de Raad van Bestuur. Tot slot zullen bestuursleden met een tegenstrijdige mening sneller hun mening duidelijk maken als zij een bondgenoot hebben (Konrad, et al., 2008).

Naast het bereiken van de kritische massa, spelen de voorgangsters van de vrouwelijke bestuurders alsook de voorzitter een kritische rol in de bijdrage van vrouwen in de Raad van Bestuur (Konrad, et al., 2008; Kakabadse, et al., 2015). Wanneer een vrouw een sterke voorgangster heeft, is het pad geëffend en zal zij weinig tot geen problemen ervaren (Konrad, et al., 2008). Daarnaast zou de voorzitter van de Raad van Bestuur volgens Kakabadse et al. (2015) een sleutelrol spelen om ervoor te zorgen dat vrouwen ten volle hun bijdrage kunnen leveren. Deze persoon heeft de kritische functie om de deelname en de integratie van vrouwen in de Raad van Bestuur te ondersteunen. Het leiderschap van de Raad van Bestuur is zeer belangrijk omdat het de toon zet voor de vergaderingen zodat duidelijk is welk gedrag verwacht wordt en de leden bereid zijn om naar elkaar te luisteren. Ook moet dit zorgen voor een cultuur waarin de leden voelen dat ze een bijdrage kunnen leveren (Kakabadse, et al., 2015). Ook het geslacht van de voorzitter zou een rol spelen bij de invloed die vrouwelijke bestuurders kunnen uitoefenen (Nielsen en Huse, 2010a; Torchia, et al., 2011). Nielsen en Huse (2010a) vinden een negatieve associatie tussen een mannelijke CEO en voorzitter en de bijdrage van vrouwen aan de beslissingen van de Raad van bestuur. Een vrouwelijke voorzitter zou ervoor zorgen dat vrouwelijke bestuursleden zich comfortabeler voelen om hun mening te geven, en daarnaast kan dit met zich meebrengen dat mannelijke bestuurders meer respect hebben voor de meningen van vrouwelijke bestuurders en ook meer open zijn naar hen toe. Tot slot zouden de positieve effecten van genderdiversiteit ook afhankelijk zijn van de individuele omstandigheden in een bepaald bedrijf (Simpson, Carter, & D'Souza, 2010).

3.3 Bijdrage van vrouwen aan de werking van de Raad van Bestuur

Uit voorgaande sectie wordt duidelijk dat een kritische massa bereikt moet worden vooraleer een invloed merkbaar is van de aanwezigheid van vrouwelijke bestuursleden. Nu wordt echter afgevraagd welke bijdragen vrouwen kunnen leveren in de Raad van Bestuur. De wetgeving rond genderquota zorgt er namelijk ten eerste voor dat de genderbalans van de Raad van Bestuur verandert. Daar waar deze vroeger vooral gedomineerd werd door mannen, zullen vrouwen nu hun plaats krijgen waardoor een beter evenwicht ontstaat tussen beide geslachten. Dit zorgt voor meer diversiteit en heterogeniteit in de Raad van Bestuur (Bøhren & Staubo, 2016; Abbott, et al., 2012). Echter zijn er nog andere gevolgen van het opnemen van vrouwen in de Raad van Bestuur. Zij zouden namelijk een positieve werking hebben op de interne werking van het bedrijf (Hafsi & Turgut, 2013).

Er zijn zowel ethische als economische argumenten om de aanstelling van vrouwen in de Raad van Bestuur te verdedigen (Isidro & Sobral, 2015; Campbell & Mínguez-Vera, 2008; Lückerath-Rovers, 2015). Eerst en vooral zou het moreel niet juist zijn om een bepaalde groep uit te sluiten. In een maatschappij zouden gelijke kansen en een gelijke vertegenwoordiging aanwezig moeten zijn. Vrouwelijke bestuursleden kunnen dan ook fungeren als vrouwelijk rolmodel en mentor voor de vrouwelijke werknemers in het bedrijf (Burgess & Tharenou, 2002). Daarnaast zouden vrouwen ook een economische bijdrage leveren. De gemiddelde marktreactie op het toevoegen van een vrouw aan de Raad van Bestuur is dan ook positief volgens Adams et al. (2011). De volgende secties bespreken de bijdrage van vrouwen aan de Raad van Bestuur door deze bijdrage op te delen in een aantal componenten, namelijk menselijk en sociaal kapitaal, groepswerking, monitoren en strategie.

3.3.1 Menselijk en sociaal kapitaal

Een eerste reden om vrouwen in de Raad van Bestuur op te nemen, is dat zij een grote pool van menselijk en sociaal kapitaal bezitten die bereikbaar is voor de onderneming. Een theorie die aan deze vormen van kapitaal gelinkt kan worden is de *resource dependency* theorie, die besproken wordt in sectie 2.2 (Singh, Terjesen, & Vinnicombe, 2008; Terjesen, Sealy, & Singh, 2009). Een aantal belangrijke functies en voordelen van de externe linken gelegd door de bestuurders worden daar aangehaald, namelijk advies en raad, legitimiteit, communicatiekanalen voor informatie en bevoorrechte toegang tot toewijding of steun van belangrijke elementen in de externe omgeving van het bedrijf (Isidro & Sobral, 2015). Om de prestaties van deze functies te maximaliseren zou de Raad van Bestuur een diversiteit aan bestuurders moeten hebben, aangezien dit meer kritische middelen naar het bedrijf kan brengen. De betere toegang tot middelen kan helpen om de externe afhankelijkheid te laten afnemen, de reputatie te verbeteren en de onzekerheid te verminderen (Hillman, Cannella, Paetzold, 2000; Isidro & Sobral, 2015; Hillman & Dalziel, 2003; Hafsi & Turgut, 2013). Volgens Hillman en Dalziel (2003) zouden de bronnen van deze voordelen liggen in het menselijk en sociaal kapitaal van de bestuurders (Hillman, Shropshire, & Cannella, 2007). Door bestuurders te selecteren met waardevolle vaardigheden, invloed of connecties met externe bronnen, kan het bedrijf zijn afhankelijkheid van bepaalde bronnen verminderen en waardevolle bronnen winnen. De omgeving verandert echter waardoor de noden van de organisaties alsook het specifieke type bestuurders veranderen (Hillman, et al., 2007).

Op vlak van menselijk kapitaal, zouden vrouwen door hun unieke en onderscheidende achtergronden een aantal specifieke vaardigheden, alsook kennis bijbrengen die het huidige bestuur mogelijk nog niet heeft (Burgess & Tharenou, 2002). Zij nemen een aanzienlijk deel in van de arbeidsmarkt en steeds meer zijn zij ook aanwezig in leidinggevende functies. Er zijn dus veel potentiële vrouwelijke bestuurders en het is waarschijnlijk dat veel van deze vrouwen voldoende menselijk kapitaal ontwikkeld hebben door hun opleiding en ervaringen om bekwaam te zijn om te zetelen in een Raad van Bestuur (Simpson, et al., 2010). Wanneer bedrijven zich niet meer beperken tot mannen om de posities in de Raad van Bestuur op te vullen, kan dit ervoor zorgen dat de effectiviteit van de Raad van Bestuur wordt verhoogd doordat bedrijven nieuwe bestuurders kunnen selecteren uit een grotere *talent pool*. Als bedrijven zich enkel richten op mannen, moeten zij zich beperken tot een bepaalde selectie van kwalificaties en dit zorgt over het algemeen voor een lagere kwaliteit van de geselecteerde kandidaten dan wanneer deze kandidaten worden gekozen uit het aanbod van zowel

mannen als vrouwen (Smith, et al., 2006; Simpson, et al., 2010). Het systematisch uitsluiten van een segment van de maatschappij op basis van geslacht en niet door talent, zou ervoor zorgen dat de Raad van Bestuur suboptimaal is (Carver, 2002 in Torchia et al., 2011; Cassell, 2000).

De *human capital* theorie onderzoekt hoe de individuele voorraad van kennis en vaardigheden voordelen kan bieden voor de organisatie (Becker, 1964 in Isidro & Sobral, 2015). Traditioneel gezien hebben vrouwen minder opleiding genoten en hebben ze minder werkervaring in vergelijking met mannen. Bijgevolg wordt bij het selecteren van bestuursleden vaak verondersteld dat vrouwen een gebrek hebben aan voldoende menselijk kapitaal om een lid te zijn van de Raad van Bestuur (Burke, 2000 in Isidro & Sobral, 2015). Dit argument vindt echter geen ondersteuning in de literatuur aangezien gesuggereerd wordt dat over het algemeen mannen en vrouwen gelijk gekwalificeerd zijn en dat vrouwen een waardevolle *pool* van kapitaal bijbrengen aan de Raad van Bestuur (Isidro & Sobral, 2015). Ook Singh, et al. (2008) komen tot deze conclusie. Hoewel vrouwelijke bestuurders over het algemeen jonger zijn, brengen zij soms zelfs additioneel menselijk kapitaal bij. Zij zouden namelijk meer internationale ervaring bezitten en meer ervaring hebben in Raden van Bestuur van kleinere bedrijven. Adams et al. (2011) stellen dat vrouwen in de Raad van Bestuur over het algemeen minder ervaring hebben als bestuurslid, maar zij wel vaker een *MBA-diploma* hebben in vergelijking met hun mannelijke collega's. De *human capital* theorie voorspelt dan ook dat de prestaties van de Raad van Bestuur beïnvloed worden door de aanwezige genderdiversiteit als gevolg van het diverse en unieke menselijk kapitaal dat elk individu bezit. Deze verbetering in prestaties heeft waarschijnlijk een positieve invloed op de bedrijfswaarde (Isidro & Sobral, 2015).

Daarnaast zouden vrouwelijke bestuursleden ook kunnen bijdragen aan het sociaal kapitaal van de Raad van Bestuur. De theorie omtrent sociaal kapitaal beschrijft de structuur, relaties en cognitief kapitaal die individuen verkrijgen door netwerken en relaties die dicht verbonden zijn aan de organisatie, ontwikkeling en strategie van een bedrijf (Nahapiet & Ghoshal, 1998; Terjesen & Sealy, 2016). Vrouwen zouden verschillende nieuwe middelen en externe relaties kunnen bijdragen waardoor de waarde van de Raad van Bestuur vergroot wordt (Adams, et al., 2011). Zij zouden ook in staat zijn om belangrijke en unieke linken te creëren met de arbeids- en productmarkten waardoor het bedrijf beter kan omgaan met deze markten. Daarnaast zendt genderdiversiteit in de Raad van Bestuur een positief signaal naar de aandeelhouders, het publiek en de overheid dat het bedrijf diverse belanghebbenden in de arbeids- en productmarkt waardeert en begrijpt, wat ook weer kan zorgen voor linken met deze personen (Simpson, et al., 2010; Hillman, et al., 2007). Het imago en de reputatie van het bedrijf bij de stakeholders zou er dan ook op vooruit gaan door de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur (Burgess & Tharenou, 2002).

3.3.2 Groepswerking en beslissingsmakingsproces

Vrouwelijke bestuursleden kunnen ook bijdragen aan de groepswerking van de Raad van Bestuur. Een theorie die hiermee geassocieerd kan worden, is de sociale psychologie. Sociale psychologie geeft aan dat de status en impact van minderheidsgroepen afhankelijk is van de sociale context en groepsdynamieken, met andere woorden kan genderdiversiteit in de Raad van Bestuur zowel een positieve als een negatieve invloed hebben, afhankelijk van de groepsdynamieken (Westphal & Milton, 2000; Isidro & Sobral, 2015).

Vrouwen zouden unieke perspectieven, ervaringen, achtergronden en werkstijlen kunnen bijbrengen in vergelijking met mannelijke bestuurders (Torchia et al., 2011; Huse & Solberg, 2006). Zo zouden zij een collaboratieve leiderschapsstijl hanteren en meer participatief en democratisch zijn bij het nemen van beslissingen (Kakabadse, et al., 2015; Bear, et al., 2010). Deze unieke perspectieven kunnen de conventionele waarden van meerderheidsbestuurders uitdagen, waardoor vrouwen een belangrijke bijdrage kunnen leveren bij het maken van beslissingen (Westphal & Milton, 2000; Torchia, et al., 2011; Burgess & Tharenou, 2002). Heterogeniteit in de Raad van Bestuur kan ervoor zorgen dat bepaalde interacties en processen plaatsvinden tussen de meerderheid en minderheid, namelijk mannelijke en vrouwelijke bestuurders, die ertoe leiden dat de Raad van Bestuur beslissingen van een hogere kwaliteit kan nemen. Homogene groepen zouden daarentegen door hun samenhang druk kunnen ervaren voor uniformiteit, wat een belemmering kan vormen voor het effectief oplossen van problemen (Torchia, et al., 2011). De *upper echelon* theorie stelt dan ook dat de manier waarop bestuurders informatie zoeken, interpreteren en evalueren, bepaald wordt door hun ervaringen, kennis en waarden. Dit zal de beslissingen van de Raad van Bestuur vormgeven, alsook het proces om tot deze beslissingen te komen (Post & Byron, 2015).

De hogere kwaliteit van beslissingen zou resulteren doordat een meer diverse Raad van Bestuur beslissingen maakt die gebaseerd zijn op de evaluatie van meer alternatieven in vergelijking met een homogene Raad van Bestuur (Torchia, et al., 2011; Smith, et al., 2006). Vrouwelijke bestuurders zouden divergent denken stimuleren en andere leden motiveren om een breed scala aan meningen te overwegen, wat ervoor zorgt dat een grotere verscheidenheid aan uitkomsten beoordeeld kan worden (Isidro & Sobral, 2015; Bear, et al., 2010). Meer diverse meningen zullen dus ontstaan en er is een betere communicatie (Burgess & Tharenou, 2002; Abbott, et al., 2012). Een grotere aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur zou geassocieerd worden met een grotere moraliteit in bedrijven alsook met minder groepsdenken (Larkin, et al., 2013). Door hun verschillende ervaringen en achtergronden, zouden vrouwen bepaalde segmenten in de markt ook beter begrijpen, wat de kwaliteit en creativiteit van het beslissingsproces kan verhogen (Smith, et al., 2006). Vrouwen in de Raad van Bestuur kunnen stimuleren dat verder wordt gekeken dan het voor de hand liggende en dat ook andere kwesties overwogen worden (Torchia, et al., 2011).

Wanneer de samenstelling van de Raad van Bestuur meer gelijk verdeeld is qua geslacht zou over tal van onderwerpen gesproken worden en is het niet gewoon een 'old boys netwerk'. Met drie of meer vrouwen zou het meer comfortabel zijn om bepaalde 'zachtere' onderwerpen aan te halen, zoals kwesties over de werknemers, de maatschappij, de diversiteit in de organisatie en de reputatie van de onderneming. Wanneer naar een bredere set van onderwerpen wordt gekeken, helpt dit om verder te kijken dan de korte termijn financiële resultaten en te focussen op factoren die zorgen voor een duurzame prestatie op lange termijn (Konrad, et al., 2008). Vrouwen zouden daarnaast vaker aanwezig zijn op vergaderingen, en wanneer een bepaald aantal vrouwen aanwezig zijn, kan dit ervoor zorgen dat hun mannelijke collega's ook vaker aanwezig zijn (Adams & Ferreira, 2009). Daarnaast zouden zij beter voorbereid zijn dan hun mannelijke collega's (Huse & Solberg, 2006). Zij zouden dan ook zorgen voor beter gedrag in de Raad van Bestuur (Burgess & Tharenou, 2002). Dit alles draagt bij aan een goede groepswerking in de Raad van Bestuur.

Een negatieve invloed is daarentegen ook mogelijk doordat de aanwezigheid van een minderheid vrouwelijke bestuurders ervoor kan zorgen dat het maken van beslissingen meer tijd vergt door het groter aantal meningen en kritische vragen. Het beslissingsproces zou hierdoor dus vertragen en minder effectief zijn. Daarnaast kan een diverse Raad van Bestuur ook meer conflicten ervaren (Isidro & Sobral, 2015; Smith, et al., 2006). Echter wordt in de literatuur gesteld dat er twee componenten zijn van diversiteit, namelijk het oppervlakte- en het diepniveau. Oppervlakte diversiteit verwijst naar observeerbare kenmerken zoals geslacht. Harrison, Price en Bell (1998) stellen dat als oppervlakte diversiteit een negatief effect creëert, de tijd dit effect zal modereren omdat de leden elkaar beter leren kennen en zo de oppervlakte niveauverschillen overstijgen. De positieve effecten van diversiteit wegen dan zwaarder dan de negatieve effecten (Harjoto, Laksmana, & Lee, 2015).

De aard van de taken die uitgevoerd worden, kunnen een modererend effect hebben op de relatie tussen de samenstelling van een team en zijn effectiviteit, volgens theorieën rond groepseffectiviteit (Nielsen & Huse, 2010a). Een Raad van Bestuur met een bepaalde samenstelling kan dus beter presteren bij het uitvoeren van een bepaalde taak wanneer de verschillende taken ook verschillende vaardigheden vereisen (Eagly, Karau, & Makhijani, 1995 in Nielsen & Huse, 2010a).

3.3.3 Monitoren

Vrouwen zouden tevens kunnen bijdragen aan de monitoringsfunctie van de Raad van Bestuur. De theorie die aan de basis van deze functie ligt is de *agency* theorie en wordt uitgebreid besproken in sectie 2.2. Effectieve monitoring door de Raad van Bestuur kan de onjuiste toewijzing van middelen verminderen en daarbij de aandeelhouderswaarde verhogen (Isidro & Sobral, 2015). Om effectief te monitoren heeft een bedrijf een verscheidenheid aan vaardigheden, informatie en ervaringen nodig (Hillman & Dalziel, 2003; Bear, et al., 2010). Adams en Ferreira (2009) en Abbott et al., (2012) vinden in hun studie bewijs van het positieve effect dat vrouwen hebben op het monitoren. De toegevoegde kwaliteiten en expertise van vrouwelijke bestuursleden zorgen ervoor dat de Raad van Bestuur het management effectiever kan monitoren (Bear, et al., 2010). Genderdiverse Raden van Bestuur zouden ook de CEO vaker verantwoordelijk houden voor slechte prestaties (Adams & Ferreira, 2009).

Vrouwelijke bestuursleden verschillen van mannelijke bestuursleden met betrekking tot de twee fundamentele vaardigheden van de Raad van Bestuur, namelijk monitoren en advies geven (Bøhren & Staubo, 2016). Een genderdiverse Raad van Bestuur zou onafhankelijker zijn, aangezien vrouwen in vergelijking met mannen vaker gekenmerkt worden door onafhankelijkheid (Carter, Simkins, & Simpson, 2003; Bøhren & Staubo, 2016). Zij behoren niet tot de zogenaamde '*old boys club*', waardoor ze meer beantwoorden aan het concept van een onafhankelijke bestuurder (Adams & Ferreira, 2009). Ook hun betere voorbereiding, het stellen van kritische vragen en het feit dat zij geen traditionele achtergrond hebben, kan bijdragen aan de onafhankelijkheid van het management (Huse, 2006; Carter, et al., 2003). Ook zouden zij een actievere rol innemen in de Raad van Bestuur in vergelijking met hun mannelijke collega's (Virtanen, 2012). De toegenomen onafhankelijkheid heeft een invloed op de aanwezige vaardigheden. Zo zijn afhankelijke bestuurders vaak beter gespecialiseerd in het geven van advies, aangezien zij veel voorkennis van het bedrijf hebben. Daarentegen zijn onafhankelijke bestuurders sterker in het monitoren van het bedrijf doordat zij

minder verbonden zijn met het management, zoals eerder vermeld in sectie 2.2 (Bøhren & Staubo, 2016). Adams & Ferreira (2009) en Simpson et al. (2010) vinden bewijs dat vrouwen vaker aanwezig zijn in monitoring-gerelateerde comités. Zij zouden eerder zetelen in het audit-, nominatie- en *corporate governance* comité terwijl ze minder aanwezig zijn in het renumerationecomité in vergelijking met mannen. Vrouwen voegen dus waarde toe op het gebied van monitoring. Door de hogere mate van complexiteit van grote bedrijven zullen zij over het algemeen meer nood hebben aan monitoring door de Raad van Bestuur en ondervinden zij hier dus vooral voordelen van (Adams, et al., 2011).

De toegenomen monitoring ten gevolge van de onafhankelijkheid kan echter ook negatieve gevolgen hebben. Volgens het onderzoek van Bøhren en Staubo (2016) zullen vooral kleinere en jongere bedrijven die winstgevend zijn deze problemen ervaren, aangezien zij vaak meer nood hebben aan advies dan aan monitoring. Maar ook bij andere bedrijven kan te veel monitoringscapaciteit de adviesfunctie verdringen, en nefast zijn voor de werking van de monitoring zelf (Bøhren & Staubo, 2016). Te veel monitoring kan negatief zijn en de waarde van het bedrijf laten dalen doordat het meer tussenkomen in beslissingen ervoor kan zorgen dat de communicatie tussen de Raad van Bestuur en de managers erop achteruit gaat. Genderdiversiteit zou vooral voordelig zijn in bedrijven waar de aandeelhouders een zwakkere positie hebben en bijgevolg meer monitoring door de Raad van Bestuur waarde kan creëren voor deze aandeelhouders. Maar voor bedrijven die al een goed bestuur hebben, zou extra monitoring eerder een nefast effect hebben (Adams & Ferreira, 2009).

3.3.4 Strategie

Tot slot zouden vrouwen ook een bijdrage kunnen leveren aan de strategische taken van de Raad van Bestuur. Diversiteit in het algemeen zou ervoor zorgen dat het bedrijf de belangen en noden van de verschillende stakeholders erkent. Dit kan helpen bij het bedenken van de beste strategieën om de verschillende belangen op één lijn te brengen en potentiële conflicten tussen deze stakeholders zo goed mogelijk te beheren (Harjoto, et al., 2015). Vrouwen zouden dan ook de gevoeligheid voor anderen verhogen en ze overwegen de belangen en perspectieven van meerdere partijen, wat het overzicht van de strategie van een bedrijf verbetert (Nielsen & Huse, 2010a). Ook kunnen vrouwen helpen bij het oplossen van waarde-dalende conflicten met stakeholders (Adams, et al., 2011). Nielsen en Huse (2010b) vinden dat vrouwen door de specifieke voordelen die zij bijbrengen aan het beslissingsmakingsproces, een invloed hebben op de strategische betrokkenheid van de Raad van Bestuur. Zij stellen wel dat niet het geslacht op zich het verschil maakt, maar wel de professionele achtergronden en waarden die zij bijbrengen als bestuurslid (Nielsen & Huse, 2010b).

Vrouwelijke bestuurders zouden het strategisch management verbeteren door te zorgen voor een completer plaatje van het bedrijf (Bilimoria, 2000 in Fuente, García-Sánchez, & Lozano, 2017). Vrouwen worden geacht minder risico's te nemen aangezien zij een lagere risicoappetijt hebben en minder agressief gedrag vertonen in de aanwezigheid van onduidelijke situaties (Bao, Fainshmidt, Nair, & Vracheva, 2014). Toch kunnen zij bijdragen aan verandering in het bedrijf omdat zij vaak jonger zijn dan de mannelijke bestuursleden en openstaan voor relatief nieuwere ideeën en strategieën om een bedrijf te leiden (Burgess & Tharenou, 2002; Erhardt, Werbel, & Shrader, 2003). Daarnaast zouden minderheidsgroepen zoals vrouwelijke bestuursleden ook vaak nieuwe oplossingen ontdekken, kunnen zij meer gevarieerde strategieën bedenken en denken zij na op

originelere manieren (Torchia et al., 2011). Verder zouden vrouwen ook bijdragen aan de innovatie van een bedrijf en strategische input inbrengen alsook zorgen voor een grotere kennisbasis en creativiteit, wat een competitief voordeel kan opleveren (Torchia, et al., 2011; Burgess & Tharenou, 2002; Hutchinsonson, Mack, & Plastow, 2015). Brammer, Millington en Pavelin (2009) vinden dan ook dat de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur een positief effect heeft op de reputatie van bedrijven die dicht bij de finale klanten actief zijn. Ook op strategisch vlak kunnen vrouwen dus waarde toevoegen aan de Raad van Bestuur.

3.4 Impact van vrouwen op de bedrijfsprestaties

Een aantal voor- en nadelen van de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur worden vernoemd in sectie 3.3. Deze voor- en nadelen kunnen een invloed hebben op de werking van de Raad van Bestuur alsook op de prestaties van het bedrijf. De volgende secties bespreken de impact van vrouwelijke bestuursleden op zowel de financiële als de niet-financiële bedrijfsprestaties. Daarnaast wordt ook gekeken naar de invloed op de rapportering van informatie door bedrijven.

3.4.1 Financiële bedrijfsprestaties

Bedrijven kunnen ten eerste een invloed ervaren van de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur op hun financiële bedrijfsprestaties. Verschillende studies hebben hier dan ook onderzoek naar gedaan. Hun conclusie is echter niet eenduidig aangezien er zowel bewijs is van een positieve (Erhardt, et al., 2003; Carter, et al., 2003; Post & Byron, 2015; Lückerath-Rovers, 2013; Terjesen, et al., 2016) als een negatieve associatie (Adams & Ferreira, 2009; Bøhren & Strøm, 2010) en nog andere studies vinden een niet significant resultaat (Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson, 2010; Chapple & Humphrey, 2014; Rose, 2007; Smith, et al., 2006; Shrader, Blackburn, & Iles, 1997). Een mogelijke verklaring voor een gebrek aan significante resultaten is dat vrouwen worden toegewezen aan een Raad van Bestuur als een token of dat vrouwelijke aanwezigheid moreel gewenst is maar geen economische effecten met zich meebrengt (Isidro & Sobral, 2015). Campbell en Mínguez-Vera (2008) stellen dat de aanwezigheid zelf van vrouwen in de Raad van Bestuur geen invloed heeft op de bedrijfswaarde. De diversiteit in de Raad van Bestuur die hieruit volgt heeft echter wel een positieve invloed op de bedrijfswaarde. Een goed evenwicht tussen mannelijke en vrouwelijke bestuurders moet dus gezocht worden. Daarnaast vinden bovenstaande studies vaak enkel een bewijs van correlatie en geen causale relatie. Dit betekent dat vrouwen een impact kunnen hebben op de financiële prestaties, maar het is ook mogelijk dat beter presterende bedrijven bewust kiezen voor vrouwelijke bestuurders (Pande & Ford, 2011).

Ondertussen zijn ook al enkele studies gevoerd naar de impact van het genderquotum in Noorwegen op de financiële bedrijfsprestaties (Ahern & Dittmar, 2012; Matsa & Miller, 2013; Bøhren & Staubo, 2016; Dale-Olsen, Schøne, & Verner, 2013). Ook deze resultaten zijn niet eenduidig, maar wel overwegend negatief. Ahern en Dittmar (2012) tonen aan dat de marktreactie op de quotawet negatief was en de bedrijfsprestaties daalden na de inwerkingtreding van deze wet. De stijgende vraag naar vrouwen door de quotawet en het beperkte aanbod van gekwalificeerde en ervaren vrouwen zouden voor een toename van jongere bestuurders met minder ervaring gezorgd hebben wat de Raad van Bestuur mogelijk suboptimaal maakt (Ahern & Dittmar, 2012). Over een langere

periode, wanneer er voldoende gekwalificeerde vrouwen zijn, zouden de voordelen van genderdiversiteit echter meer tot uiting moeten komen (Gregory-Smith, Main, & O'Reilly, 2013). Matsa en Miller (2013) vinden bewijs dat genderquota leiden tot een daling van de winstgevendheid op korte termijn die vooral gedreven worden door grotere uitgaven aan arbeid. Bedrijven presteerden niet noodzakelijk slechter, maar werden mogelijk gedreven door een andere bedrijfsstrategie door de toegenomen genderdiversiteit (Matsa & Miller, 2013, Pande & Ford, 2011). Bøhren en Staubo (2016) concluderen dat in Noorwegen door het invoeren van de quotawet de onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur is gestegen, maar de prestaties van bedrijven die voldoen aan deze wetgeving zijn gedaald. Dale-Olsen et al. (2013) stellen daarentegen dat de korte termijn impact van de hervormingen in de Raad van Bestuur door de genderquota verwaarloosbaar is. Toch moeten de resultaten van bovenstaande studies voorzichtig geïnterpreteerd worden. Kritiek wordt namelijk gegeven op de manier waarop het onderzoek van Matsa en Miller (2013) en Ahern en Dittmar (2012) werd gevoerd (Dale-Olsen, et al., 2013). Labelle, Francoeur en Lakhali (2015) vinden tot slot een negatieve relatie tussen genderdiversiteit en bedrijfsprestaties in landen met verplichte genderquota, terwijl deze relatie positief is in landen met vrijwillige initiatieven. Het gedwongen karakter van genderquota kan ervoor zorgen dat bedrijven vrouwen met minder ervaring moeten aanwerven op korte termijn wat kosten kan veroorzaken.

De tegenstrijdige resultaten van bovenstaande studies kunnen op een aantal manieren verklaard worden. Veel studies worden uitgevoerd in een verschillend tijds kader en in verschillende landen waar mogelijk een andere institutionele context aanwezig is (Campbell & Mínguez-Vera, 2008). Daarnaast worden de financiële bedrijfsprestaties en bedrijfswaarde vaak op verschillende manieren gemeten (Isidro & Sobral, 2015; Campbell & Mínguez-Vera, 2008). Verder zou dit verklaard kunnen worden doordat een directe relatie tussen bedrijfsprestaties en de samenstelling van de Raad van Bestuur moeilijk vast te leggen is. Modererende effecten zoals de complexiteit van de omgeving en de strategische context spelen mogelijk een belangrijke rol bij deze relatie (Nielsen & Huse, 2010a). Ook kunnen indirecte effecten een impact hebben: naast financiële maatstaven zouden vrouwen ook andere aspecten van het bedrijf kunnen beïnvloeden zoals kwalitatieve verbeteringen die niet gereflecteerd worden in de maatstaven van de financiële staten (Isidro & Sobral, 2015). Een andere oorzaak is volgens Joecks et al. (2013) dat verschillende ratio's van vrouwen gebruikt worden. In sectie 3.2 wordt namelijk aangehaald dat vaak een kritische massa aanwezig moet zijn vooraleer een impact merkbaar is. De relatie tussen genderdiversiteit en prestaties is volgens deze studie dan ook non-lineair of U-vormig. Studies die een lage ratio gebruiken, zouden dan eerder negatieve resultaten vinden, terwijl studies met een hogere ratio een positieve link zouden vinden. Studies die beide ratio's gebruiken en een lineaire relatie zoeken, zouden geen link vinden (Joecks, et al., 2013).

Isidro en Sobral (2015) gaan in hun studie dieper in op de directe en indirecte invloed van de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur op de bedrijfswaarde. In de context van grote Europese bedrijven concluderen zij dat vrouwen in de Raad van Bestuur geen directe invloed hebben op de waarde van een bedrijf, gemeten door de Tobin's Q. Zij vinden echter wel dat deze vrouwen een positief effect hebben op de financiële prestaties, gemeten door de *return on assets* en *return on sales*. Dit heeft op zijn beurt een indirect positief effect op de bedrijfswaarde.

3.4.2 Niet-financiële bedrijfsprestaties

Voorgaande sectie focust op de financiële prestaties die bijdragen aan de waarde van het bedrijf. De bedrijfswaarde wordt vandaag echter niet meer enkel bepaald door financiële prestaties, maar ook door niet-financiële prestaties met betrekking tot de maatschappij, het milieu, et cetera (Setó-Pamies, 2015). Ook andere studies (Jo & Harjoto, 2011; Rodgers, Choy, & Guiral, 2013; Donker, Poff, & Zahir, 2008) erkennen dat maatschappelijke verantwoordelijkheid en ethische principes een positieve invloed kunnen hebben op de bedrijfswaarde. Isidro & Sobral (2015) tonen aan dat vrouwen een positief effect hebben op de naleving van ethische en sociale standaarden en dat dit een indirect effect heeft op de bedrijfswaarde. Andere studies vinden bewijs van een positieve relatie tussen de aanwezigheid van vrouwelijke bestuursleden en de sociale betrokkenheid en verantwoordelijkheid van bedrijven (Bear, et al., 2010; Hafsı & Turgut, 2013; Boulouta, 2013; Zhang, 2012; Setó-Pamies, 2015; Zhang, Zhu, & Ding, 2013; Siciliano, 1996; Webb, 2004; Malin & Michelon, 2011). Wanneer het aantal vrouwen in een Raad van Bestuur toeneemt, zouden bedrijven handelen met een grotere maatschappelijke verantwoordelijkheid (Setó-Pamies, 2015; Bernardi & Threadgill, 2010). Vrouwen kunnen hierbij positief bijdragen aan de reputatie van het bedrijf (Bear, et al., 2010).

Diversiteit in het algemeen zorgt voor nieuwe inzichten en perspectieven over milieu en maatschappelijke stakeholders in de Raad van Bestuur en kan bestaande denkwijzen uitdagen die enkel focussen op de economische *bottom line* (Setó-Pamies, 2015). De grote gevoeligheid van vrouwen voor maatschappelijke kwesties zou bijdragen tot een verbeterd maatschappelijk verantwoord ondernemen alsook hun participatieve manier van beslissingen nemen (Isidro & Sobral, 2015; Bear, et al., 2010). Ibrahim en Angelidis (1994) en Burgess & Tharenou, (2002) geven aan dat vrouwelijke bestuurders in tegenstelling tot mannen minder focussen op tastbare aspecten zoals economische prestaties van een bedrijf. Ook Wang en Coffey (1992) suggereren dat vrouwen minder gedreven worden door winst, maar zij beter inspelen op de belangen van verschillende stakeholders. Zij zijn meer stakeholder-georiënteerd, waardoor ze de relaties met de stakeholders kunnen verbeteren alsook het afleggen van verantwoording (Setó-Pamies, 2015; Adams & Funk, 2012). Vrouwen worden ook geacht meer sociaal georiënteerd te zijn dan mannen, wat resulteert in het effectiever nemen van beslissingen over onderwerpen gelinkt met maatschappelijke verantwoordelijkheid (Ibrahim & Angelidis, 1994; Ellwood & Garcia-Lacalle, 2015). Ook zouden zij ethischer gedrag aanmoedigen en een groter belang hechten aan het milieu. De combinatie van de verschillende vaardigheden en benaderingen van mannen en vrouwen om problemen op te lossen zijn een grote toegevoegde waarde om te verzekeren dat een bedrijf een evenwichtige focus heeft naar economie, milieu en maatschappij toe (Setó-Pamies, 2015).

Maatschappelijk verantwoord ondernemen bevat een institutionele sterkte en een technische sterkte. De institutionele sterkte is gebaseerd op positieve acties voor diversiteit en belanghebbenden in de gemeenschap. Technische sterkte is dan weer gebaseerd op positieve acties naar consumenten, aandeelhouders en werknemers toe (Bear, et al., 2010). Zhang (2012) vindt een positieve invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur op beide dimensies. Vrouwen zouden bijdragen aan het voldoen of zelfs overstijgen van de institutionele verwachtingen zoals diversiteit promoten en liefdadigheid om de gemeenschap ondersteunen. Daarnaast zouden vrouwen met betrekking tot het technische aspect, waardevol advies geven en zorgen voor netwerkopportunities om de relaties met de

kritische stakeholders te verbeteren. Bear, et al. (2010) vinden daarentegen enkel een link met de institutionele sterkte en dus niet met de technische sterkte.

Maatschappelijk verantwoord ondernemen kan opgedeeld worden in verschillende componenten. Zo delen Ibrahim en Angelidis (1994) dit op in een economische, ethische, legale en discretionaire component. Zij hebben dan ook vastgesteld dat vrouwen in vergelijking met mannen meer georiënteerd zijn naar de discretionaire dimensie, met name filantropie. Ook Wang en Coffey (1992) en Williams (2003) concluderen dat bedrijven met een hoger percentage vrouwelijke bestuursleden een hoger niveau van liefdadigheid hebben. Daarnaast deden Bernardi, Bosco en Vassill (2006) onderzoek naar de werkomgeving. Zij vinden een positieve correlatie tussen het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur en de notering op de *'100 Best Companies To Work For'*-lijst die peilt naar de mening van werknemers over hun werkplek. Daarnaast zou er ook een positieve relatie zijn met het milieuaspect van maatschappelijk verantwoord ondernemen (Post, Rahman, & Rubow, 2011).

Ibrahim en Angelidis (1994) suggereren daarentegen dat er geen verschil is tussen mannelijke en vrouwelijke bestuurders qua oriëntatie naar de ethische dimensie. Toch vinden andere studies wel een verschil met betrekking tot de ethische kenmerken van bestuurders. Bernardi, Bosco en Columb (2009) stellen namelijk dat het percentage van vrouwen in de Raad van Bestuur van bedrijven die zowel op de *'World's Most Ethical Companies'*-lijst als op de *'Fortune 500'* lijst genoteerd staan, significant hoger is dan het percentage vrouwelijke bestuurders van bedrijven die enkel op de *'Fortune 500'*-lijst staan. Vrouwelijke bestuurders worden dus geassocieerd met ethische gedragingen door bedrijven. Deze studie geeft echter aan dat de richting van de relatie niet duidelijk is en er dus geen sprake is van een causale relatie. Larkin et al. (2013) hebben een gelijkaardig onderzoek uitgevoerd waar bijkomend gekeken wordt naar de *'100 Best Corporate Citizens'*-lijst. Hun bevindingen geven aan dat een hoger percentage vrouwen in de Raad van Bestuur ervoor zorgt dat het bedrijf aanzien wordt als ethischer en transparanter. Een beperking van voorgaande studies is de cross-sectionele benadering die gebruikt wordt, aangezien de gevolgen van maatschappelijk verantwoord ondernemen vaak pas na een aantal jaren duidelijk worden. Landry, Bernardi en Bosco (2016) proberen deze beperking op te lossen door over meerdere jaren te kijken naar de notering van bedrijven op deze lijsten. Zij bevestigen bovenstaande bevindingen: hoe hoger het percentage vrouwelijke bestuurders, hoe hoger de kans is dat bedrijven op deze lijsten verschijnen. Bedrijven met meer vrouwen in hun Raad van Bestuur lijken dus een betere en meer ethische bedrijfscultuur te hebben.

Daarnaast stelt de studie van Kaplan et al. (2009) dat vrouwen vaker frauduleuze financiële rapporteringspraktijken aangeven op een anonieme manier in vergelijking met mannen. Vrouwen zouden ethischer zijn in hun gedragingen en beoordelingen. Wanneer het rapporteren niet anoniem gebeurt, is echter geen significant verschil op te merken tussen mannen en vrouwen. De verklaring die hiervoor wordt gegeven, is dat vrouwen een groter verschil in persoonlijke kosten ervaren door dit niet anoniem te doen. Cumming, Leung en Rui (2015) vinden ook een negatief en afnemend effect van vrouwen in de Raad van Bestuur op de kans op beleggingsfraude. De aanwezigheid van vrouwen zou de ernst van de fraude verminderen. Zij onderbouwen dit door het feit dat vrouwen volgens de academische literatuur ethischer en meer risico-avers zijn. Geslachtseffecten met betrekking tot ethiek manifesteren zich dus niet bij het maken van elke beslissing (Ellwood & Garcia-

Lacalle, 2015). McCabe, Ingram & Dato-On (2006) stellen dan ook dat geslacht geen verschillen voorspelt in globale ethische percepties, wanneer echter naar de individuele ethische factoren wordt gekeken zijn er wel verschillen te merken. Zo zouden mannen omkoperij als meer ethisch aanzien dan vrouwen. De manier waarop vrouwen en mannen ethische beslissingen maken zou verschillen aangezien hun moreel redeneren alsook hun ontwikkeling verschillen (Larkin, et al., 2013)

Wanneer een bedrijf meer belang gaat hechten aan verantwoord ondernemen zal zij ook minder snel acties ondernemen die onethisch zijn en die het welzijn van het bedrijf alsook zijn omgeving niet stimuleren (Larkin, et al., 2013). De neiging om liefdadigheid door de onderneming te stimuleren, het verhoogde sensitiviteitsniveau alsook een focus hebben die breder ligt dan enkel het maximaliseren van winst, impliceert dat vrouwen hun beslissingen vaker baseren op verantwoord ondernemen dan hun mannelijke collega's (Larkin, et al., 2013). De aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur wordt dus verondersteld positieve voordelen te bieden voor bedrijven in relatie tot hun sociale oriëntatie en hun vertegenwoordiging in de maatschappij (Ellwood & Garcia-Lacalle, 2015; Larkin, et al., 2013). Volgens Boulouta (2013) zullen genderdiverse Raden van Bestuur beter inspelen op steun aan de maatschappij wanneer de situatie wordt gezien als zeer slecht. Hoe slechter de situatie wordt beschouwd, hoe groter de empathische respons zal zijn. Genderdiverse Raden van Bestuur zouden zich dan meer inzetten voor maatschappelijke bedrijfsprestaties.

De sociale rol theorie kan gelinkt worden met deze bevindingen. Volgens deze theorie zouden mannen en vrouwen zich gedragen volgens stereotypen en overtuigingen die geassocieerd zijn met de sociale rol die ze innemen (Boulouta, 2013). Deze sociale rollen verschillen in hun ethische raamwerk en hun morele oriëntaties (Bernardi, et al., 2006). De maatschappij legt immers een aantal verwachtingen op en zowel mannen als vrouwen neigen dan te doen wat van hen verwacht wordt (Eagly, 1987 in Boulouta, 2013). Studies over geslachtsstereotypen in verschillende culturen van de wereld associëren vrouwen dan ook met kenmerken zoals empathie, zorgzaamheid en aandacht voor anderen en interesse voor belangrijke relaties met de gemeenschap, waarbij empathie zich in de kern bevindt van vrouwelijk ethiek (Boulouta, 2013). Nielsen en Huse (2010a) stellen dat Raden van Bestuur met een hoger percentage vrouwen, kenmerken en gedragingen zullen vertonen die typisch geassocieerd worden met vrouwelijke leiders (Boulouta, 2013).

3.4.3 Informatiekwaliteit en rapportering

De aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur zou naast de bedrijfsprestaties ook een positieve invloed hebben op het deugdelijk bestuur van bedrijven. Gul, Srinidhi en Ng (2011) stellen namelijk dat genderdiverse Raden van Bestuur kunnen handelen als een substituut mechanisme voor een *corporate governance* die anders zwak zou zijn. Andere studies suggereren ook dat vrouwen in de Raad van Bestuur het deugdelijk bestuur kunnen verbeteren (Srinidhi, et al., 2011; Huse, Nielsen, & Hagen, 2009; Adams & Ferreira, 2009; Abbott, et al., 2012). Het deugdelijk bestuur van bedrijven met een grotere vertegenwoordiging vrouwen in de Raad van Bestuur is vaak sterker dan het deugdelijk bestuur van bedrijven met weinig tot geen vrouwelijke bestuurders (Rosener, 2003 in Setó-Pamies, 2015). Zoals eerder gesteld is transparantie van informatie een belangrijke component van deugdelijk bestuur. Genderdiversiteit in de Raad van Bestuur zou de informatiekwaliteit en de mate van rapportering vergroten. Empirisch bewijs wordt namelijk gevonden door Gul et al. (2011)

dat genderdiverse Raden van Bestuur de informatiekwaliteit van de aandelenprijzen verhogen door een toename in de openbaarmaking van publieke informatie in grote bedrijven en door het aanmoedigen van private informatieverzameling in kleine bedrijven. Als gevolg van het beter monitoren zou ook de *'earnings quality'* verbeteren (Srinidhi, et al., 2011). Abbott, et al. (2012) stellen dat de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur gelinkt wordt met een lagere waarschijnlijkheid dat de financiële staten herwerkt moeten worden (Harjoto, et al., 2015).

Genderdiverse Raden zouden dus het openbaar maken van bedrijfsgegevens laten toenemen (Gul, et al., 2011). Vooral met betrekking tot het vrijgeven van vrijwillige informatie zijn reeds een aantal onderzoeken gevoerd. Nalikka (2009) heeft onderzocht of het vrijwillig vrijgeven van informatie in de jaarverslagen gerelateerd is aan genderdiversiteit. Vrouwen in de Raad van Bestuur hebben volgens haar een positieve maar geen significante invloed op het vrijwillig vrijgeven van informatie. Zij vindt wel een positieve significante invloed van een vrouwelijke CFO. Andere studies hebben dan weer onderzoek gedaan naar aparte onderdelen van vrijwillige informatie. Zo zou genderdiversiteit positief gerelateerd zijn aan het openbaar maken van informatie omtrent risico's (Ntim, et al., 2013; Allini, Rossi & Hussainey, 2016). In een eerdere studie van Allini et al. (2014 in Allini, et al., 2016) wordt echter een negatieve associatie gevonden. Ook zijn er studies die bewijs vinden dat de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur positief gerelateerd is aan de mate van rapportering van informatie omtrent maatschappelijk verantwoord ondernemen (Barako & Brown, 2008; Frias-Aceituno, Rodriguez-Ariza, & Garcia-Sanchez, 2013; Fuente, et al., 2017). Ook met bepaalde MVO-dimensies worden positieve associaties gevonden, zoals de uitstoot van broeikasgassen (Liao, Luo, & Tang, 2015), en milieurapportering (Rao, Tilt, & Lester, 2012).

Prado-Lorenzo & Garcia-Sanchez, 2010 vinden in eerste instantie geen significante relatie tussen de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur en de rapportering omtrent de uitstoot van broeikasgassen. Wanneer ze echter rekening houden met de institutionele macro-context, vinden zij wel een significante positieve relatie. De studie van Fernandez-Feijoo, Romero en Ruiz (2012) concludeert dat Raden van Bestuur met drie of meer vrouwen een determinant zijn voor de mate van het vrijgeven van MVO-informatie. Zij zouden meer informatie geven over de MVO-strategie, maar minder vaak geïntegreerde rapporten publiceren. Daarnaast vinden deze auteurs in een latere studie dat landen met een hogere proportie Raden van Bestuur met minstens drie vrouwen meer rapporten publiceren omtrent maatschappelijk verantwoord ondernemen (Fernandez-Feijoo, Romero, & Ruiz-Blanco, 2014).

De studie van Giannarakis, Konteos en Sariannidis (2014) komt echter tot de conclusie dat de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur niet significant gerelateerd is met de mate van openbaarmaking van MVO-informatie. Dit komt overeen met de studies van Khan (2010) en Said et al. (2013 in Giannarakis et al., 2014). Amran, Lee en Devi (2014) vinden verder geen significante relatie tussen de proportie vrouwelijke bestuurders en de kwaliteit van duurzaamheidsrapportering. Wanneer echter de componenten van MVO apart bekeken worden, blijkt dat vrouwen wel een positieve invloed hebben op het vrijgeven van sociale informatie. Dit komt overeen met de perceptie dat vrouwen gevoeliger zijn voor maatschappelijke aangelegenheden (Giannarakis, et al., 2014).

Deel III: Empirisch onderzoek

De bevindingen uit de literatuurstudie vormen de basis voor het empirisch onderzoek. Hoofdstuk 4 start daarom met het ontwikkelen van hypothesen. Vervolgens licht hoofdstuk 5 de methodologie toe om daarna in hoofdstuk 6 over te gaan naar de analyse van de gegevens. Tot slot legt hoofdstuk 7 zich toe op het bespreken van de resultaten van de enquête.

Hoofdstuk 4: Ontwikkeling van de hypothesen

Een eerste stap in het empirisch onderzoek is het opstellen van hypothesen. Belangrijk hierbij is om de centrale onderzoeksvraag in gedachte te houden, namelijk: "*Wat is de impact van de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur op het rapporteringsgedrag van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?*". In de literatuurstudie wordt dieper ingegaan op de rol van de Raad van Bestuur bij het rapporteren alsook op de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur. Daar wordt duidelijk dat de Raad van Bestuur een belangrijke verantwoordelijkheid heeft met betrekking tot het rapporteren van informatie aan de buitenwereld alsook dat vrouwelijke bestuurders verschillende positieve, maar ook negatieve bijdragen kunnen leveren. De vraag die nu rijst is of een impact van vrouwen in de Raad van Bestuur op de rapportering door Belgische beursgenoteerde bedrijven kan worden vastgesteld.

De rapportering van bedrijven bestaat uit twee componenten, namelijk wettelijk verplichte informatie en vrijwillige informatie. Onderzoek naar verplichte informatie focust zich voornamelijk op de kwaliteit van deze informatie en *earnings management*. Chen en Jaggi (2000) hebben echter specifiek onderzoek gedaan naar de relatie tussen de Raad van Bestuur en de volledigheid van de wettelijke verplichte financiële rapportering bij beursgenoteerde bedrijven in Hong Kong. Zij vonden een positieve relatie met het aantal onafhankelijke bestuurders. Uit interviews met twee leden van een Raad van Bestuur van een Belgische onderneming en twee andere personen met veel expertise omtrent vrouwen in de Raad van Bestuur, blijkt dat de Raad van Bestuur uiteindelijk weinig invloed heeft op de wettelijk verplichte informatie. Geconcludeerd kan worden uit de interviews dat in eerste instantie het de CFO en de financiële dienst zijn die de jaarrekening en het jaarverslag opstellen. Daarnaast is de externe controle door de bedrijfsrevisor een soort verzekering door een onafhankelijk orgaan dat de zaken niet verkeerd worden voorgesteld in de financiële staten. De bedrijfsrevisor staat dan ook in rechtstreeks contact met de Raad van Bestuur. Ook de interne audit speelt hierbij zijn rol, waarbij de Raad van Bestuur moet toezien op voldoende coherentie tussen de interne en externe controle. De Raad van Bestuur gaat ervan uit dat hun financiële team en de bedrijfsrevisor goed werk leveren. De informatie komt dan uiteindelijk terecht bij de Raad van Bestuur die deze informatie grondig bekijkt en evalueert, alsook kritische vragen stelt over bijvoorbeeld de evolutie van de cijfers, de plaats in de markt en de integratie van de cijfers. Op basis hiervan sturen zij bij en monitoren zij het bedrijf. Hun rol is dan ook vooral kritisch-adviserend. Uiteindelijk zijn de cijfers wat ze zijn en kan daar weinig aan veranderd worden. Er is immers een sterk gereguleerd wettelijk kader aanwezig.

Echter is er wel een mooie piste met betrekking tot de vrijwillige openbaarmaking van informatie. Zo geeft één van de ondervraagden aan dat zeker beursgenoteerde ondernemingen geen kort jaarverslag publiceren, maar hier aanvullend vrijwillige informatie in plaatsen. Een beursgenoteerd bedrijf moet zichzelf immers voor een stuk verkopen aangezien hun kapitaal afkomstig is van aandeelhouders. Zij werken meer visueel en proberen een aantrekkelijk rapport te maken. In deze masterproef wordt bijgevolg gefocust op de rapportering van vrijwillige informatie. In sectie 2.3.2 wordt gesteld dat in het buitenland al veel onderzoek werd gedaan naar de invloed van de Raad van Bestuur op vrijwillige rapportering, waarbij de samenstelling van de Raad van Bestuur met betrekking tot onafhankelijkheid al heel wat aandacht kreeg. Abbott et al. (2012) geven daarentegen aan dat het ook interessant is om naar diversiteit in de Raad van Bestuur te kijken aangezien dit de onafhankelijkheid alsook de groepsdynamieken kan beïnvloeden zoals duidelijk wordt uit sectie 3.3. Een belangrijke component van diversiteit die de laatste jaren door de opkomst van de quotawetten enorm veel aandacht kreeg, is genderdiversiteit. Vrouwen zijn dan ook steeds meer aanwezig in de Raad van Bestuur zoals blijkt uit sectie 3.1.

4.1 De relatie tussen vrouwelijke bestuurders en vrijwillige rapportering

Het is nu interessant om te onderzoeken of de samenstelling met betrekking tot geslacht een invloed heeft op de vrijwillige rapportering door een bedrijf. De literatuur toont aan dat er belangrijke verschillen zijn tussen mannelijke en vrouwelijke bestuurders. Uit sectie 3.3 blijkt namelijk dat vrouwen een grote *pool* menselijk en sociaal kapitaal bijbrengen en zij kunnen belangrijke bijdragen leveren bij de strategie van het bedrijf. Zij zouden ook zorgen voor beter deugdelijk bestuur doordat zij bijvoorbeeld beter voorbereid zijn en hun aanwezigheid geassocieerd wordt met een betere communicatie. Daarnaast zouden zij ook zorgen voor beslissingen van een hogere kwaliteit. De verbeterde communicatie en beslissingsproces spelen mogelijk een belangrijke rol wanneer de Raad van Bestuur zich buigt over het rapporteren van vrijwillige informatie. Belangrijker nog is dat zij vaker gekenmerkt worden door onafhankelijkheid en kritische vragen stellen, waardoor zij een grote bijdrage kunnen leveren aan de monitoringsrol van de Raad van Bestuur, een rol die cruciaal is voor de rapportering van een bedrijf zoals blijkt uit sectie 2.3. Tot slot is er bewijs dat vrouwen een positieve invloed hebben op de prestaties van het bedrijf, zowel op de financiële als de niet-financiële prestaties zoals blijkt uit sectie 3.4. Dit kan een positieve invloed hebben op de vrijwillige openbaarmaking van informatie aangezien betere bedrijfsprestaties geassocieerd worden met een hogere mate van rapportering door bedrijven (Nalikka, 2009). Zij kunnen namelijk op die manier hun superieure prestaties tonen aan de buitenwereld. Tot slot is er ook al enig bewijs dat vrouwen zouden zorgen voor meer transparantie, waardoor zij een positief effect kunnen hebben op de informatiekwaliteit en de rapportering (Gul, et al., 2011; Abbott, et al., 2012).

In de context van vrijwillige openbaarmaking van informatie in het algemeen is enkel de studie van Nalikka (2009) gevonden. Zij heeft onderzoek gedaan met gegevens van 2008 voor beursgenoteerde ondernemingen in Finland. Zij vindt geen significante relatie tussen vrouwen in de Raad van Bestuur en de mate van vrijwillige rapportering. Deze masterproef vindt echter acht jaar later plaats en ondertussen is de *mindset* ten opzichte van vrouwen in leidinggevende posities verder gewijzigd, mede dankzij de toegenomen aandacht van nationale en Europese regulerende organen. Door de

quota worden vrouwen immers steeds meer vertegenwoordigd in Raden van Bestuur in vergelijking met het vorige decennium. Deze elementen gecombineerd geven aanzet tot de volgende hypothese:

H1: De aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur heeft een positieve invloed op de mate van vrijwillige rapportering van informatie door Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Het vrijwillig rapporteren van informatie kan verschillende soorten informatie omvatten. In de literatuur wordt dit vaak onderverdeeld in drie categorieën, namelijk strategische, niet-financiële en financiële informatie. Volgens Lim, et al. (2007) speelt de categorie een rol voor de invloed die de Raad van Bestuur heeft op de rapportering. Afhankelijk van de samenstelling is de invloed van de Raad van Bestuur niet significant voor elke categorie. Uit sectie 2.3.2 blijkt dat naast financiële informatie, er ook heel veel aandacht wordt gegeven aan niet-financiële informatie. Het vrijgeven van financiële informatie is namelijk al zeer sterk gereguleerd, terwijl dit bij niet-financiële informatie niet het geval is. Hierdoor is er nog veel ruimte om hieromtrent vrijwillig informatie vrij te geven. Niet-financiële informatie is geen afgelijnde term, maar kan voor elk bedrijf anders ingevuld worden. Het bevat diverse dimensies die onder andere gerelateerd zijn aan bescherming van de mensenrechten, arbeidsomstandigheden en product verantwoordelijkheid (Skouloudis, Jones, Malesios, & Evangelinos, 2014). Ook het menselijk kapitaal en sociaal kapitaal waaronder de externe relaties met klanten en leveranciers, kunnen interessant zijn (Arvidsson, 2011). Een andere component die steeds meer aandacht krijgt, is informatie omtrent maatschappelijk verantwoord ondernemen en duurzaamheid. Onder meer de bedrijfsschandalen van de laatste jaren en de toegenomen aandacht voor klimaatproblemen zouden aan de basis hiervan liggen (Arvidsson, 2011).

Steeds meer worden dan ook verplichte eisen opgelegd voor grote bedrijven, vooral beursgenoteerd, om niet-financiële informatie vrij te geven. Op die manier wordt ingespeeld op de toenemende vraag naar deze informatie. Op dit moment is echter de vrijwillige vorm nog steeds het meest gebruikelijk. Ook Europa is bezig met deze materie. De Europese Commissie lanceerde namelijk richtlijn 2014/95/EU op 22 oktober 2014, die de geconsolideerde accounting richtlijn (2013/34/EU) aanpast door regels op te stellen voor het rapporteren van niet-financiële informatie en informatie over diversiteit. België moest deze richtlijn omgezet hebben in nationale wetgeving ten laatste op 6, december 2016 waardoor dit zou gelden voor boekjaren die starten op of na 1 januari 2017 (Burlaud & Niculescu, 2015). Echter is er op dit moment enkel nog maar sprake van een voorontwerp van deze wet. Het feit dat de Europese Commissie een einde maakt aan het vrijwillig karakter van de rapportering van bepaalde niet-financiële informatie toont het belang aan van deze informatie (Szabó & Sørensen, 2015).

De relatie tussen vrouwen en niet-financiële informatie werd in de literatuur al beperkt onderzocht. Vooral met betrekking tot informatie omtrent risico's, maatschappelijk verantwoord ondernemen en duurzaamheid werden al enkele onderzoeken gevoerd, zoals blijkt uit sectie 3.4.3. Deze resultaten geven enige indicatie dat vrouwen een positieve invloed kunnen hebben op het vrijgeven van niet-financiële informatie. Toch bewijzen de tegenstrijdige en niet significante resultaten dat verder onderzoek nodig is. Uit sectie 3.4.2 blijkt echter wel dat vrouwen een invloed hebben op de niet-financiële prestaties van bedrijven. Hun aanwezigheid wordt geassocieerd met een grotere mate van maatschappelijke verantwoord handelen door bedrijven. Zij zouden ook meer aandacht hebben voor

maatschappelijke initiatieven en het milieu. Vrouwen zouden dus meer sociaal georiënteerd zijn en meer rekening houden met de belangen van de verschillende stakeholders. Daarnaast zouden zij ook geassocieerd worden met meer ethische gedragingen. Deze elementen gecombineerd met bovenstaande elementen die suggereren dat vrouwelijke bestuurdersleden zouden zorgen voor een hogere mate van vrijwillige rapportering, doet vermoeden dat vrouwen een positieve invloed zouden hebben op het rapporteren van niet-financiële informatie.

Daartegenover bestaat er ook enig bewijs dat vrouwen een positieve invloed hebben op de strategische taken van een bedrijf, zoals aangetoond in sectie 3.3.4. De omvang van dit bewijs is echter veel beperkter en oppervlakkiger. Vrouwelijke bestuursleden worden in de academische literatuur vaker gelinkt aan sociale en ethische vaardigheden dan aan strategische vaardigheden. Verder is de academische literatuur omtrent de financiële bijdrage in tegenstelling tot de niet-financiële bijdrage veel tegenstrijdiger en kent deze ook veel meer negatieve resultaten, zoals blijkt uit sectie 3.4.1. Dit alles gecombineerd doet vermoeden dat de invloed van vrouwelijke bestuursleden op de niet-financiële component van de vrijwillige rapportering groter is in vergelijking met de strategische en financiële component. Bijgevolg wordt volgende hypothese opgesteld.

H2: De aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen heeft een grotere positieve invloed op de mate van vrijwillige rapportering van niet-financiële informatie door deze bedrijven in vergelijking met de mate van vrijwillige rapportering van strategische en financiële informatie.

Uit de literatuur blijkt dat er een aantal factoren zijn die mogelijk een rol kunnen spelen bij de invloed die vrouwen hebben in de Raad van Bestuur. Zo wordt in sectie 3.2 de kritische massa theorie en het tokenisme besproken. Één vrouw in de Raad van Bestuur zou aanzien kunnen worden als een symbool wanneer zij enkel is aangesteld om aan de buitenwereld aan te tonen dat het bedrijf waarde hecht aan diversiteit. Haar capaciteiten spelen dan vaak geen rol. Volgens de kritische massa theorie zou de aanwezigheid van één enkele vrouw dan ook vaak niet genoeg zijn om een invloed van de aanwezigheid van vrouwen op te merken. Zij zouden immers ten prooi kunnen vallen tot problemen als stereotypering, negeren en isolatie. Ook de aanwezigheid van twee vrouwen is vaak niet voldoende. In de literatuur wordt over het algemeen dan ook gesteld dat meestal een kritische massa van drie vrouwen nodig is om een impact te ondervinden van de aanwezigheid van deze vrouwen in de Raad van Bestuur. Dit geeft dan ook de aanzet tot de volgende hypothese:

H3: De impact van vrouwen in de Raad van Bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen op de mate van vrijwillige rapportering van informatie is pas merkbaar wanneer er drie of meer vrouwen in de Raad van Bestuur aanwezig zijn.

4.2 De invloed van modererende effecten

Naast het aantal vrouwen zouden ook een aantal modererende effecten aanwezig kunnen zijn. Ten eerste wordt in sectie 2.3 aangehaald dat de onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur een belangrijk kenmerk is met betrekking tot de mate van vrijwillige rapportering door bedrijven. Onafhankelijke bestuurders kunnen namelijk het management sterker uitdagen en controleren doordat zij een minder sterke band met hen hebben. Zij kennen ook een grotere motivatie om grondig toezicht te houden op de werking van het bedrijf, aangezien de waarde van hun menselijk kapitaal sterk afhankelijk is van hoe zij hun monitoringtaak uitvoeren. Meer onafhankelijke bestuurders worden dan ook geacht een positieve impact te hebben op het verminderen van informatieasymmetrie. Daarnaast zouden zij de belangen van de minderheidsaandeelhouders vertegenwoordigen om het conflict tussen de meerderheids- en minderheidsaandeelhouders te verminderen, een conflict wat vooral te vinden is in continentale landen zoals België. Verder vinden Terjesen, et al. (2016) bewijs dat het effect van onafhankelijke bestuurders op de bedrijfsprestaties enkel positief is als zij zetelen in een genderdiverse Raad van Bestuur. Bovenstaande elementen gecombineerd geven aanzet tot de volgende hypothese:

H4: De positieve impact van vrouwen in de Raad van Bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen op de mate van vrijwillige rapportering van informatie is groter wanneer zij onafhankelijk zijn.

Ten tweede wordt ook duidelijk uit sectie 2.3 dat het auditcomité een cruciale rol speelt bij de rapportering van informatie naar de buitenwereld toe. In de academische literatuur wordt de aanwezigheid van het auditcomité vaak geassocieerd met de mate van vrijwillige rapportering door bedrijven, aangezien zij een sleutelfiguur zijn bij het vervullen van de monitoringsrol. Vrouwen zouden echter ook een belangrijke rol kunnen spelen bij het vervullen van de monitoringsrol. Uit sectie 3.3.3 blijkt namelijk dat zij waarde kunnen toevoegen op het gebied van monitoring. Ook is er bewijs (Adams & Ferreira, 2009; Simpson, et al., 2010) dat vrouwen vaker aanwezig zijn in monitoring-gerelateerde comités, waaronder het auditcomité. Ittonen, Miettinen en Vähämaa (2010) vinden dat vrouwen in het auditcomité de effectiviteit en monitoringactiviteiten kunnen verbeteren. Zo zou er bijvoorbeeld een lager inherent risico zijn van aanpassingen aan de financiële staten. De combinatie van deze elementen leidt tot de volgende hypothese:

H5: De positieve impact van vrouwen in de Raad van Bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen op de mate van vrijwillige rapportering van informatie is groter wanneer zij zetelen in het auditcomité.

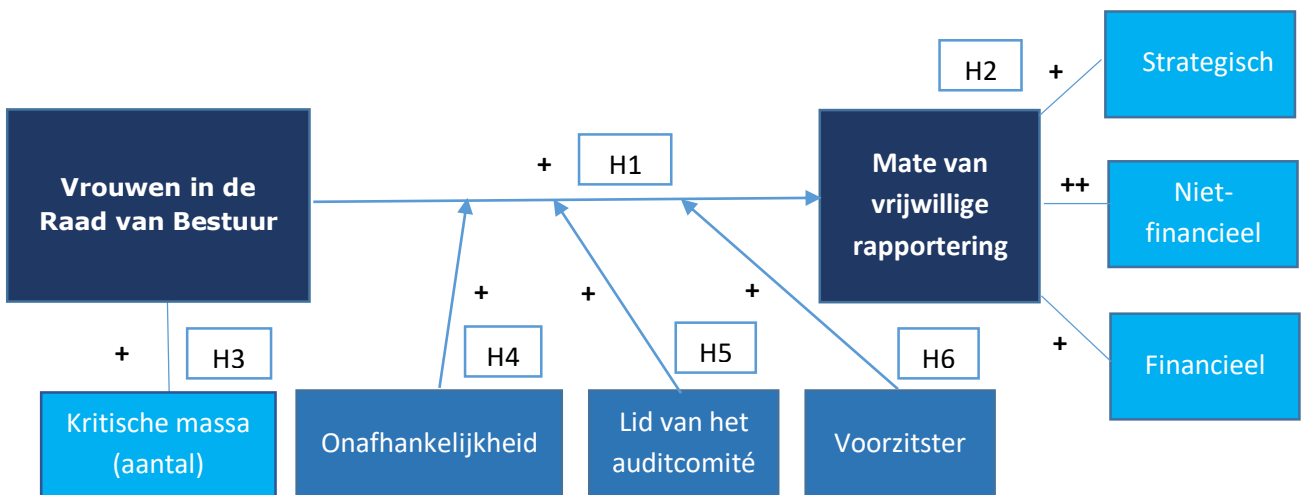
Tot slot wordt ook gesteld in sectie 3.2 dat de voorzitter van de Raad van Bestuur essentieel is om ervoor te zorgen dat vrouwen ten volle hun bijdrage kunnen leveren. Deze persoon moet de juiste toon zetten voor de vergaderingen waardoor leden voelen dat ze een bijdrage kunnen leveren. Verder zou aandacht besteed moeten worden aan de integratie van vrouwen. Ook het geslacht van deze voorzitter zou een rol spelen. Bij een vrouwelijke voorzitter zouden vrouwen zich meer op hun gemak voelen om een bijdrage te leveren en zouden mannen ook beter gedrag naar hen toe vertonen. Dit leidt tot de volgende hypothese:

H6: De positieve impact van vrouwen in de Raad van Bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen op de mate van vrijwillige rapportering van informatie is groter wanneer de voorzitter vrouwelijk is.

4.3 Conceptueel model

Voorgaande hypotheses kunnen vertaald worden in het conceptueel model van dit onderzoek dat weergegeven wordt in figuur 4.

Figuur 2: Conceptueel model



Hoofdstuk 5: Methodologie

Na het opstellen van de hypothesen in het voorgaande hoofdstuk, gaat dit hoofdstuk dieper in op de onderzoeksopzet om deze hypothesen te toetsen. Om te beginnen legt sectie 5.1 zich toe op de dataverzameling. Daarnaast verklaart sectie 5.2 het meetinstrument voor de vrijwillige rapportering. Sectie 5.3 bespreekt vervolgens de verschillende variabelen. Tot slot lichten sectie 5.4 en 5.5 de analysetechniek en modelontwikkeling toe.

5.1 Dataverzameling

Voor dit onderzoek worden de jaren 2011 en 2015 geanalyseerd. In 2011 werd immers de Belgische quotawet goedgekeurd en startte de overgangperiode voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen. 2015 wordt gekozen omdat dit het laatste jaar is waarvoor de jaarverslagen van de meerderheid van de bedrijven beschikbaar zijn. Voor het opstellen van de dataset wordt gebruik gemaakt van de Bel-First databank van Bureau Van Dijk. Deze databank bevat bedrijfsinformatie en financiële gegevens van Belgische en Luxemburgse ondernemingen. Dit onderzoek beperkt zich tot Belgische beursgenoteerde ondernemingen aangezien de Belgische quotawet enkel op hen van toepassing is. Over deze bedrijven is ook vaak meer bedrijfsinformatie publiek beschikbaar in vergelijking met niet-beursgenoteerde ondernemingen, wat belangrijk is voor dit onderzoek. Deze bedrijven worden dus geselecteerd in de databank, wat een initiële selectie van 158 bedrijven geeft.

Vervolgens worden enkele filters toegepast op deze selectie. Eerst worden 21 bedrijven die pas na 1 januari 2011 beursgenoteerd werden uit de dataset verwijderd, aangezien de rapportering van 2011 en 2015 anders mogelijk niet vergelijkbaar is. Verder staan Belgische beursgenoteerde bedrijven genoteerd op Euronext Brussels, Marché Libre Brussels of Alternext Brussels. Gekozen wordt om enkel te focussen op Euronext Brussels, waardoor 23 bedrijven de dataset verlaten. De bedrijven op Euronext Brussels moeten immers voldoen aan strengere regelgeving in vergelijking met de andere twee markten, aangezien deze markt gereguleerd wordt door EU-richtlijnen. Europa wil namelijk een geharmoniseerde omgeving creëren om de financiële rapportering te verbeteren (Euronext, z.d.). Daarnaast wordt gefocust op niet-financiële bedrijven aangezien financiële bedrijven zoals banken, verzekeringsondernemingen en vastgoedbedrijven sterk afwijkende financiële cijfers kunnen hebben, alsook een andere bedrijfsstructuur. Dit kan de controlevariabelen in dit onderzoek beïnvloeden (Frias-Aceituno, et al., 2013). Verder hebben banken en verzekeringsondernemingen hun eigen Koninklijk Besluit met betrekking tot rapporteren van informatie en vallen zij niet onder het jaarrekeningbesluit (Van Hulle, et al., 2015). Ook de vastgoedvennootschappen hebben hun eigen wetgeving met de wet van 12 mei 2014 betreffende de gereguleerde vastgoedvennootschappen en het K.B. van 13 juli 2014 met betrekking tot gereguleerde vastgoedvennootschappen. Door deze selectie verdwijnen een vijftigtal bedrijven uit de dataset. Er is geen sprake van *survivorship bias* aangezien geen beursgenoteerde bedrijven failliet zijn gegaan tussen 2011 en 2015. Echter gebeurde wel enkele overnames en beursexits.

Gegevens omtrent de notering op Euronext Brussels en of een onderneming al dan niet een financiële onderneming is, worden verkregen van de database van Euronext. Na deze selecties worden 63 bedrijven behouden. Tijdens het analyseren bleek echter dat één bedrijf geen volledige verklaring

inzake deugdelijk bestuur opgenomen had in zijn jaarverslag, waardoor niet voldoende informatie verkregen kon worden over de samenstelling van de Raad van Bestuur. Daarnaast kenden ook twee bedrijven een grote structuurwijziging (*reverse take-over* en fusie) tijdens de onderzochte periode. Hierdoor bestaat de definitieve selectie uit 60 bedrijven, waarvoor de nodige gegevens verzameld worden. Een aantal financiële gegevens zijn beschikbaar in de Bel-First databank. Echter is ook bijkomende informatie nodig omtrent de vrijwillige rapportering. Hiervoor worden de jaarverslagen van bedrijven en eventueel andere rapporten zoals duurzaamheidsverslagen gebruikt. Deze informatie wordt gevonden op de website van het bedrijf.

Tot slot wordt een bijkomend kwalitatief onderzoek gevoerd naar de ervaringen en meningen van vrouwen in de Raad van Bestuur door een enquête te versturen naar de leden van *Women on Board Belgium* (bijlage 1). Dit is een *non-profit* organisatie die de vrouwelijke toegang tot de Raden van Bestuur van Belgische bedrijven wil promoten. Zij hebben een *talent pool* van vrouwen die kandidaat zijn om te zetelen in een Raad van Bestuur (Women on Board, z.d). Deze enquête is gebaseerd op bevindingen uit de literatuur en peilt naar het belang dat deze vrouwelijke bestuurders hechten aan het vrijwillig rapporteren van informatie en welke rol zij hierin kunnen spelen. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen de verschillende componenten van vrijwillige rapportering.

5.2 Meetinstrument voor vrijwillige rapportering

Na het bepalen van de dataset is het belangrijk om een geschikt meetinstrument te ontwikkelen voor de mate van vrijwillige rapportering. In de academische literatuur worden voornamelijk twee methoden gebruikt: een externe rating voor de mate van rapportering of een zelf ontwikkelde *disclosure index*. Beide methoden hebben voor- en nadelen (Artiach & Clarkson, 2011). Omwille van het feit dat een *disclosure index* een veel gebruikte methode is in de literatuur en er geen toegang is tot een externe rating, wordt hiervan gebruik gemaakt. Twee grote nadelen zijn dat subjectiviteit van de onderzoeker meespeelt en dit een zeer tijdrovende methode is (Artiach & Clarkson, 2011).

De ontwikkelde index kan gezien worden als een soort checklist die wordt toegepast op de jaarverslagen van ondernemingen. Een dichotome procedure wordt gehanteerd waarbij voor ieder item wordt nagegaan of dit al dan niet wordt gerapporteerd. Wanneer dit het geval is, krijgt de onderneming een score van 1 voor dit item, en anders een 0. De totale score van de onderneming wordt dan opgeteld en gedeeld door het maximum aantal items en vervolgens vermenigvuldigd met 100, wat resulteert in de *voluntary disclosure score* van een onderneming (Lim, et al., 2007). Zoals eerder gesteld wordt vrijwillige informatie vaak onderverdeeld in drie categorieën, namelijk strategische, niet-financiële en financiële informatie. De items in de *disclosure index* worden ook onderverdeeld in deze categorieën. Aangezien in dit onderzoek de aparte componenten ook van belang zijn, wordt ervoor gezorgd dat elke categorie in gelijke mate bijdraagt aan de totaalscore. Om te vermijden dat bedrijven gestraft worden voor elementen die niet relevant zijn, wordt rekening gehouden met items die niet van toepassing zijn voor bepaalde bedrijven. Deze items worden dan weggelaten uit de lijst en de maximumscore wordt ook verminderd. Het is bijvoorbeeld niet relevant om te rapporteren over overnames wanneer er geen hebben plaatsgevonden. Ook is voor bepaalde bedrijven onderzoek en ontwikkeling niet van toepassing. Het volledige rapport wordt bestudeerd om de relevantie van het item te beoordelen. Bij twijfel wordt het behouden (Lim, et al., 2007).

In voorgaande studies wordt zowel gebruik gemaakt van een gewogen als een ongewogen *disclosure* index. Bij een gewogen index worden gewichten toegekend aan de verschillende items om rekening te houden met hun belang. Deze studie werkt echter met een ongewogen index. Subjectiviteit is immers vereist voor een gewogen schaal. Daarnaast zijn bepaalde items die belangrijk zijn voor een bepaalde groep niet belangrijk voor een andere groep en omgekeerd. Tot slot zouden bedrijven die meer belangrijke informatie vrijgeven ook meer informatie vrijgeven die minder belangrijk is, waardoor het effect hetzelfde blijft (Lim, et al., 2007).

De *disclosure* index wordt toegepast op de jaarverslagen alsook op andere aparte rapporten zoals duurzaamheidsverslagen en activiteitenrapporten. Met informatie op de website en persberichten wordt bijvoorbeeld geen rekening gehouden. Allegrini en Greco (2013) en Chau en Gray (2010) stellen immers dat hoewel het jaarverslag niet de enige manier is voor het rapporteren van informatie naar de buitenwereld, dit toch wordt gezien als een goede benadering voor de mate van rapportering door een bedrijf. De mate van rapportering in het jaarverslag is namelijk positief gecorreleerd met de hoeveelheid vrijgegeven informatie via andere media. Het jaarverslag kan dan ook gezien worden als de belangrijkste bron voor vrijgegeven bedrijfsinformatie (Chau & Gray, 2010). Ook worden bepaalde aparte rapporten bestudeerd aangezien sommige bedrijven de informatie in deze rapporten al integreren in het jaarverslag, waardoor dezelfde soort informatie wordt geanalyseerd.

De *voluntary disclosure* index die in dit onderzoek gebruikt wordt, is gebaseerd op het onderzoek van Meek et al. (1995) aangezien deze studie als vertrekpunt dient voor vele andere studies in verband met vrijwillige informatieverstrekking (Lim et al., 2007; Barros, et al., 2013; Chau & Gray, 2010). Deze *disclosure* index bevat 85 items opgedeeld in strategische, niet-financiële en financiële informatie en werd opgesteld in de context van de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en continentaal Europa. Deze index wordt geëvalueerd naar de Belgische context aangezien bepaalde elementen die als vrijwillig worden gezien in deze schaal, verplicht vrij te geven zijn in België. Het Belgisch regelgevend kader is immers zeer uitgebreid, en bovendien dateert deze index al van 1995 waardoor bepaalde elementen al verplicht zijn geworden.

Voor de vergelijking met de Belgische regelgeving wordt de relevante wetgeving over het jaarverslag in het Wetboek van Vennootschappen alsook de Corporate Governance Code 2009 geraadpleegd. Deze code vereist van beursgenoteerde bedrijven al bepaalde informatie over de bestuurders in de verklaring inzake deugdelijk bestuur. Ook de wetgeving omtrent de jaarrekening en de sociale balans wordt gebruikt, waarbij ook gekeken wordt naar de standaardschema's via de Balanscentrale van de Nationale Bank van België. De geconsolideerde jaarrekening van beursgenoteerde bedrijven wordt echter opgesteld volgens de *International Financial Reporting Standards* (IFRS), waardoor ook deze regelgeving wordt geraadpleegd (Van Hulle, et al., 2015). IFRS heeft immers een zeer uitgebreide toelichting. De items die verplicht blijken uit bovenstaande bronnen, worden verwijderd uit de index. Bepaalde werknemersinformatie wordt echter behouden omdat door het feit dat gerapporteerd wordt volgens IFRS, er vaak geen sociale balans opgenomen wordt in het jaarverslag. Informatie over de werknemers vermeld in de jaarverslagen kan dan wel als vrijwillig worden beschouwd. Ook bepaalde gesegmenteerde en wisselkoersinformatie wordt behouden, maar enkel gerapporteerde informatie hieromtrent buiten de toelichting wordt in aanmerking genomen.

Vervolgens wordt de index van Meek et al. (1995) ingekort aangezien sprake is van een beperkt tijds kader. Zo wordt bijvoorbeeld bij de toekomstvoorspellingen in Meek et al. (1995) gevraagd naar een kwalitatieve en kwantitatieve voorspelling. In dit onderzoek wordt dit echter als één element behandeld. Daarnaast worden ook enkele items verwijderd waarvan de betekenis niet duidelijk is. De studie van Meek et al. (1995) bevat immers geen verklaring van de verschillende items. Tot slot wordt deze index ook vergeleken met meer recente studies (Lim, et al, 2007; Barros, et al., 2013; Chau & Gray, 2010; Allegrini & Greco, 2013; Saha & Akter, 2013). Zo worden bepaalde items die in geen enkele andere studie nog werden opgenomen ook verwijderd, zoals bijvoorbeeld het geven van informatie over de waardering van immateriële activa. Daarnaast worden enkele relevante elementen toegevoegd uit deze studies, zoals een beschrijving van de belangrijkste goederen en diensten. Toch moet vermeld worden dat veel elementen uit de index van Meek et al. (1995) nog terug te vinden zijn in deze recentere studies, wat een indicatie geeft dat deze index nog steeds zeer relevant is. Ook worden twee elementen zelf toegevoegd, namelijk foto's van de leden van de Raad van Bestuur en grafische strategische informatie. Grafische financiële en niet-financiële informatie worden al in een andere studie gebruikt (Saha & Akter, 2013). Om de drie categorieën in evenwicht te brengen, wordt grafische strategische informatie toegevoegd. Tabel 3 geeft een overzicht van de verschillende categorieën en subcategorieën van het uiteindelijke meetinstrument. In bijlage 2 kan de volledige meetschaal gevonden worden.

Tabel 3: Categorieën meetschaal vrijwillige rapportering

| Schaal vrijwillige rapportering |
|--|
| <i>Strategische informatie</i> |
| • Algemene bedrijfsinformatie |
| • Bedrijfsstrategie |
| • Analyse en discussie van het management |
| • Overnames en desinvesteringen |
| • Onderzoek en ontwikkeling |
| • Toekomstige vooruitzichten |
| <i>Niet-financiële informatie</i> |
| • <i>Corporate Governance</i> en de Raad van Bestuur |
| • Werknemers |
| • Sociaal en milieu |
| <i>Financiële informatie</i> |
| • Gesegmenteerde informatie |
| • Financieel overzicht |
| • Wisselkoersen |
| • Aandelenprijs |

Aangezien enige subjectiviteit gemoeid is bij deze benadering, wordt gekozen om de items breed te interpreteren. Verschillende items laten namelijk enige interpretatie of hier al dan niet aan voldaan is, vooral met betrekking tot de strategie en toekomstige vooruitzichten. Als het jaarverslag een indicatie geeft dat hierover gerapporteerd is, wordt een score van 1 gegeven. Als men daarentegen

enkel vermeldt dat de informatie op de website te vinden is, wordt dit aanzien als niet gerapporteerd. Een te strenge benadering zou leiden tot zeer lage scores op de *disclosure* index waardoor moeilijk een vergelijking tussen de bedrijven gemaakt kan worden.

5.3 Variabelen

Naast het meetinstrument zijn ook verschillende variabelen nodig om de hypothesen te testen. In de volgende secties wordt een overzicht gegeven van de gebruikte variabelen in dit onderzoek.

5.3.1 Afhankelijke variabelen

De afhankelijke variabele is de variabele waarin de onderzoeker primair geïnteresseerd is (Sekaran & Bougie, 2013). De mate van vrijwillige rapportering door bedrijven is de afhankelijke variabele in dit onderzoek. Deze variabele wordt gemeten door het ontwikkelde meetinstrument in sectie 5.2. De score die het bedrijf op de *voluntary disclosure index* behaalt, weerspiegelt de mate van vrijwillige rapportering. Bijkomend wordt gekeken naar de individuele scores van de strategische, niet-financiële en financiële categorie voor hypothese 2.

5.3.2 Onafhankelijke variabelen

Een onafhankelijke variabele is een variabele die een positieve of negatieve invloed heeft op de afhankelijke variabele (Sekaran & Bougie, 2013). De onafhankelijke variabele in dit onderzoek is de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur. Deze variabele wordt gemeten door het percentage vrouwelijke bestuurders in de Raad van Bestuur (Frias-Aceituno, et al., 2013; Fuente, et al., 2017). Deze variabele wordt gebruikt voor het testen van hypothese 1, 2, 4, 5 en 6.

Om hypothese 3 te testen wordt gebruik gemaakt van de methode van Torchia et al. (2011). Hierbij wordt de steekproef verdeeld in vier groepen volgens het aantal vrouwelijke bestuurders. De eerste groep bevat bedrijven zonder vrouwen in hun Raad van Bestuur. De tweede groep bedrijven heeft enkel één vrouw. De derde groep bevat bedrijven met twee vrouwen en de vierde groep drie of meer vrouwen. Er wordt dus gebruik gemaakt van n-1 dummy variabelen waarbij de eerste groep de referentiecategorie is. De groep zonder vrouwen wordt niet opgenomen om de *dummy variable trap* en dus perfecte multicollineariteit te vermijden.

5.3.3 Modererende variabelen

Om hypothese 4, 5 en 6 te testen, is het nodig om drie modererende variabelen te creëren. Een modererende variabele is een variabele die een sterk contingent effect heeft op de relatie tussen de onafhankelijke en de afhankelijke variabele (Sekaran & Bougie, 2013). Een eerste modererende variabele is de mate van onafhankelijkheid van de vrouwen in de Raad van Bestuur. Dit wordt gemeten door het percentage vrouwen dat onafhankelijk is. Een bestuurder wordt aanzien als onafhankelijk op basis van de criteria in de *Corporate Governance Code 2009* (art. 526ter, W.Venn.). Een tweede modererende variabele is de aanwezigheid van vrouwen in het auditcomité. Dit wordt gemeten door het percentage vrouwelijke bestuurders dat zetelt in het auditcomité. Een derde modererende variabele is de aanwezigheid van een vrouwelijke voorzitter. Dit wordt voorgesteld door een dummy variabele die de waarde 1 krijgt wanneer de voorzitter een vrouw is.

5.3.4 Controlevariabelen

Om vertekende resultaten te vermijden, worden in de analyse ook een aantal controlevariabelen opgenomen. De verklarende *corporate governance* variabelen zouden immers gecorreleerd kunnen zijn met andere determinanten van vrijwillige rapportering. Wanneer niet gecontroleerd wordt voor de invloed van deze variabelen, zou vertekening kunnen ontstaan (Gul & Leung, 2004). De bepaling van de controlevariabelen wordt gebaseerd op voorgaande onderzoeken die de relatie onderzoeken tussen kenmerken van de Raad van Bestuur en de mate van vrijwillige rapportering. Met betrekking tot het bedrijf worden de grootte, de winstgevendheid, de groeimogelijkheden, de liquiditeit, de schuldgraad en de sector opgenomen. Er is namelijk bewijs in de literatuur dat deze variabelen een invloed hebben op de mate van vrijwillige rapportering in de jaarverslagen van bedrijven. Echter zijn de resultaten niet altijd eenduidig aangezien ook niet significante resultaten worden gevonden (Frias-Aceituno, et al., 2013; Fuente, et al., 2017; Barros, et al., 2013, Khan, 2010; Chau & Gray, 2010).

Grote bedrijven zijn meer zichtbaar en hebben vaak meer activiteiten waardoor ze een grotere impact hebben op de maatschappij, wat kan zorgen voor meer vrijwillige rapportering (Fuente, et al., 2017; Khan, 2010). Ook winstgevendheid zou een rol kunnen spelen aangezien winstgevendende bedrijven mogelijk meer informatie vrijgeven om hun superieure prestaties te tonen aan de buitenwereld (Nalikka, 2009). Bedrijven met een hogere groeiwaarde zouden grotere hoeveelheden informatie vrijgeven om problemen gerelateerd aan informatieasymmetrie te voorkomen (Frias-Aceituno, et al., 2013). Daarnaast zijn de schuldgraad en de liquiditeit mogelijk ook geassocieerd zijn met de hoeveelheid vrijwillige informatie (Khan, 2010, Barros, et al., 2013, Nalikka, 2009). Tot slot zou ook het behoren tot een bepaalde sector een invloed kunnen hebben op de mate van vrijwillige rapportering (Fuente, et al., 2017; Frias-Aceituno, et al., 2013). Hierbij wordt enkel onderscheid gemaakt tussen productie- en niet-productieondernemingen (Nalikka, 2009).

Enkele kenmerken van de Raad van Bestuur worden ook opgenomen, namelijk de grootte en de onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur alsook CEO-dualiteit (Abbott, et al., 2012). Er is namelijk zoals vermeld in sectie 2.3.2 bewijs in voorgaande studies dat deze variabelen een invloed hebben op de mate van vrijwillige openbaarmaking van informatie door bedrijven (Samaha, et al., 2015). Mogelijk zijn zij ook gecorreleerd met de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur. Vrouwen zouden vaker gekenmerkt worden door onafhankelijkheid, zoals gesteld in sectie 3.3.3. Ook zouden grotere Raden van Bestuur meer vrouwen kunnen bevatten en CEO-dualiteit zou ook een rol kunnen spelen. De aanwezigheid van een auditcomité heeft mogelijk ook een invloed zoals blijkt uit sectie 2.3.2. Het is echter niet nodig om hiervoor te controleren, aangezien met beursgenoteerde bedrijven gewerkt wordt en zij verplicht zijn een auditcomité in te richten (wet van 17 december 2008).

Tot slot wordt ook een controlevariabele opgesteld voor het jaar waarin een bedrijf moet voldoen aan de quotumwet, wat namelijk 2012, 2017 of 2019 kan zijn. De bepaling hiervan wordt gedaan aan de hand van de criteria in de wet van 28 juli 2011, namelijk een *free float* kleiner dan 50% of voldoen aan twee van de drie volgende kenmerken op geconsolideerde basis: een personeelsbestand van minder dan 250 personen, een balanstotaal van minder of gelijk aan 43 miljoen euro en een netto-omzet van minder of gelijk aan 50 miljoen euro (art. 7, §2, wet van 28 juli 2011). Deze criteria worden nagegaan voor het jaar 2011. Tabel 4 geeft een overzicht van de verschillende variabelen.

Tabel 4: Overzicht van de variabelen

| Variabele | Afkorting | Maatstaf | Soort | Bron |
|--|-------------|---|---------|---------------|
| <i>Afhankelijke variabelen</i> | | | | |
| Vrijwillige rapportering totaal | VDT | Waarde <i>voluntary disclosure index</i> | Continu | A |
| Vrijwillige rapportering strategisch | VDS | Waarde strategische component <i>voluntary disclosure index</i> | Continu | A |
| Vrijwillige rapportering niet-financieel | VDNF | Waarde niet-financiële component <i>voluntary disclosure index</i> | Continu | A |
| Vrijwillige rapportering financieel | VDF | Waarde financiële component <i>voluntary disclosure index</i> | Continu | A |
| <i>Onafhankelijke variabelen</i> | | | | |
| Vrouwen (%) | VR | #vrouwen in RvB/ #aantal leden RvB*100 | Continu | B, G, H, I |
| Vrouwen 0 | VR0 | 1: geen vrouw in RvB 0: anders | Dummy | C |
| Vrouwen 1 | VR1 | 1: één vrouw in RvB 0: anders | Dummy | C |
| Vrouwen 2 | VR2 | 1: twee vrouwen in RvB 0: anders | Dummy | C |
| Vrouwen 3+ | VR3 | 1: drie of meer vrouwen in RvB 0: anders | Dummy | C |
| <i>Modererende variabelen</i> | | | | |
| Vrouwen onafhankelijk | VRONAFH | #onafhankelijke vrouwen/ #vrouwen in RvB*100 | Continu | / |
| Vrouwen auditcomité | VRAUDIT | #vrouwen in auditcomité/ #vrouwen in RvB*100 | Continu | / |
| Vrouwelijke voorzitter | VRVZ | 1: voorzitter = vrouw 0: voorzitter = man | Dummy | C |
| <i>Controlevariabelen</i> | | | | |
| Grootte | GROOTTE | Natuurlijk logaritme van het totaal actief | Continu | B, D, F, G, I |
| Winstgevendheid | ROA | Return on Assets = netto-winst / totaal actief | Continu | B, D, F, I |
| Groei | GROEI | Market-to-Book ratio = marktkapitalisatie / boekwaarde EV | Continu | D |
| Liquiditeit | LIQ | Liquiditeitsratio (current) = vlottende activa / schulden op ten hoogste 1 jaar | Continu | E |
| Schuldgraad | LEV | Schuld tot eigen vermogen van het bedrijf ratio = totale schulden / EV | Continu | F, I |
| Sector | SECTOR | 1: productie 0: niet-productie | Dummy | G |
| Grootte RvB | GROOTTTERVB | Natuurlijk logaritme van het aantal leden in de RvB | Continu | H |
| Onafhankelijkheid RvB | ONAFHRVB | #onafhankelijke leden/ #leden RvB*100 | Continu | E |
| CEO-dualiteit | DUAL | 1: CEO = voorzitter 0: CEO ≠ voorzitter | Dummy | B |
| Datum quota | DATEQ | 1: 2017 of 2012 0: 2019 | Dummy | / |
| Bronnen: | | E: Chau en Gray (2010) F: Barros, et al. (2013) G: Nalikka (2009) H: Campbell en Mínguez-Vera (2008) I: Khan (2010) | | |
| A: Lim, et al. (2007) | | | | |
| B: Fuente, et al. (2017) | | | | |
| C: Torchia, et al. (2011) | | | | |
| D: Frias-Aceituno, et al. (2013) | | | | |

5.4 Analysetechniek

Om de invloed van de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur op de mate van vrijwillige openbaarmaking van informatie na te gaan, wordt gebruik gemaakt van regressieanalyse. Dit geeft de mogelijkheid om de invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur te achterhalen op de rapportering van een bedrijf, gegeven dat andere factoren constant blijven. Op die manier kan de specifieke invloed van vrouwen geïsoleerd worden. Een meervoudige lineaire regressie van het procentueel aantal vrouwen in de Raad van Bestuur op de mate van vrijwillige rapportering wordt hiervoor opgesteld. Controlevariabelen worden hieraan toegevoegd alsook interactietermen om de modererende effecten te meten. Observaties van meerdere variabelen op verschillende momenten in de tijd worden verzameld, namelijk voor zowel 2011 als 2015. Bijgevolg is de aangewezen techniek om gebruik te maken van *panel data* (Stock & Watson, 2012). Deze analyse gebeurt met het statistisch programma STATA. Hiervoor zal een gebalanceerde steekproef voor 2011 en 2015 gebruikt worden. Alvorens de regressies uitgevoerd kunnen worden, wordt eerst nagegaan of aan alle assumpties voldaan is en welk soort model gebruikt moet worden.

5.4.1 'Fixed effects' of 'Random effects'

Wanneer gebruik gemaakt wordt van *panel data* is het belangrijk om te bepalen welk model het meest geschikt is. *Fixed effects (FE)* en *random effects (RE)* zijn twee modellen die gebruikt kunnen worden om regressies op basis van *panel data* te schatten. *Panel data* laat toe om niet-observeerbare heterogeniteit die aanwezig kan zijn tussen bedrijven te elimineren. Als deze niet-observeerbare heterogeniteit gecorreleerd is met de verklarende variabelen en bijgevolg hierdoor de coëfficiënten vertekend worden, moet gebruik worden gemaakt van het FE-model. Als deze niet-observeerbare effecten echter niet gecorreleerd zijn met de onafhankelijke variabelen, kan gewerkt worden met het RE-model (Campbell & Mínguez-Vera, 2008). Het RE-model gaat er in tegenstelling tot het FE-model van uit dat de entiteiten op een willekeurige manier geselecteerd zijn (Torres-Reyna, 2007).

Welk model van toepassing is, kan getest worden met de *Hausman* test (Campbell & Mínguez-Vera, 2008). Deze test gaat een meer efficiënt model (RE) vergelijken tegenover een minder efficiënt maar consistent model (FE) om zo na te gaan of het efficiëntere model ook consistente resultaten geeft. Hierbij worden de coëfficiënten van beide modellen vergeleken. Onder de nulhypothese zijn de coëfficiënten van beide modellen gelijk. Beide modellen mogen dan gebruikt worden, maar RE is efficiënter. Onder de alternatieve hypothese is RE niet consistent en mag enkel FE gebruikt worden (Campbell & Mínguez-Vera, 2008; Hausman, 1978). Deze test wordt voor alle regressies uitgevoerd. Indien de *Hausman* test aangeeft dat een RE-model gebruikt mag worden, wordt met de '*Breusch en Pagan Lagrangian multiplier test for random effects*' (*LM-test*) nagegaan of een gewone *Ordinary Least Squares*-regressie (OLS) ook toegepast kan worden. Hierbij wordt getest op de aanwezigheid van niet-geobserveerde heterogeniteit. De nulhypothese is dat er geen variantie is tussen de verschillende entiteiten en OLS dus geschikt is. Bij de alternatieve hypothese is er wel sprake van variantie tussen de entiteiten en moet dus met RE gewerkt worden (Torres-Reyna, 2007).

5.4.2 Endogeniteit

Een mogelijk probleem dat in de literatuur wordt aangehaald bij onderzoek naar de invloed van vrouwen op bedrijfsuitkomsten is endogeniteit. Dit kan meerdere oorzaken hebben waaronder *'omitted variable bias'* en *'reverse causality'* (Adams, 2016). Bij dit laatste probleem bestaat er een relatie in beide richtingen tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabele. Vrouwelijke bestuursleden zouden een positieve invloed kunnen hebben op de mate van vrijwillige rapportering. Het zou echter ook mogelijk kunnen zijn dat bedrijven die meer rapporteren bewust kiezen voor meer vrouwen in de Raad van Bestuur, doordat zij onder andere een beter deugdelijk bestuur hebben. Echter wordt in de literatuur ook gesproken van een externe schok. De toename van vrouwen in de Raad van Bestuur wordt dan vooral veroorzaakt door deze schok, waardoor de kans dat dit bepaald wordt door de mate van vrijwillige rapportering en dus het bestaan van *'reverse causality'* verkleind worden (Bøhren & Staubo, 2016). Het Belgische genderquotum kan gezien worden als een externe schok aangezien dit een belangrijke oorzaak is voor het toegenomen aantal vrouwen in de Raden van Bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Daarnaast wordt *'omitted variable bias'* geadresseerd door een groot aantal controlevariabelen op te nemen. Toch wordt uitgebreid getest op endogeniteit in de empirische analyse om uit te sluiten dat de resultaten beïnvloed worden door dit probleem.

5.5 Modelontwikkeling

Tot slot wordt voor elke hypothese een gepast regressiemodel opgesteld. Hypothese 1 start met de invloed van vrouwen op de totale vrijwillige verslaggeving. Naast de onafhankelijke en afhankelijke variabele, worden tien controlevariabelen opgenomen alsook een dummy variabele voor het jaar 2015. Dit model dient als basis voor de volgende hypothesen waarbij enkel kleine aanpassingen worden gedaan. Om hypothese 2 te testen is de afhankelijke variabele VDT telkens vervangen door één van de drie categorieën VDS, VDNF of VDF, om te onderzoeken of een verschillende invloed op deze categorieën merkbaar is. Voor hypothese 3 wordt de onafhankelijke variabele VR vervangen door drie dummy variabelen, namelijk VR1, VR2, VR3, die respectievelijk bedrijven met één, twee en drie of meer vrouwen in hun Raad van Bestuur voorstellen. Op die manier wordt nagegaan of een kritische massa nodig is alvorens vrouwen een invloed kunnen uitoefenen. In hypothese 4, 5 en 6 worden de modererende effecten onderzocht. Ten opzichte van hypothese 1 wordt een variabele toegevoegd voor onafhankelijkheid, auditcomitélidmaatschap of voorzitterschap, alsook een interactieterm om het modererende effect te meten. Een overzicht van de modellen wordt weergegeven in tabel 5.

Tabel 5: Overzicht van de regressiemodellen

| Hypothese | Regressiemodel |
|--------------------|--|
| Hypothese 1 | $R1: VDT = \beta_0 + \beta_1 VR + \beta_2 GROOTTE + \beta_3 ROA + \beta_4 GROEI + \beta_5 LIQ + \beta_6 LEV + \beta_7 SECTOR + \beta_8 GROOTTERVB + \beta_9 ONAFHRVB + \beta_{10} DUAL + \beta_{11} DATEQ + \beta_{12} Y15 + \varepsilon$ |
| Hypothese 2 | $R2a: VDS = \beta_0 + \beta_1 VR + \beta_2 GROOTTE + \beta_3 ROA + \beta_4 GROEI + \beta_5 LIQ + \beta_6 LEV + \beta_7 SECTOR + \beta_8 GROOTTERVB + \beta_9 ONAFHRVB + \beta_{10} DUAL + \beta_{11} DATEQ + \beta_{12} Y15 + \varepsilon$ |
| | $R2b: VDNF = \beta_0 + \beta_1 VR + \beta_2 GROOTTE + \beta_3 ROA + \beta_4 GROEI + \beta_5 LIQ + \beta_6 LEV + \beta_7 SECTOR + \beta_8 GROOTTERVB + \beta_9 ONAFHRVB + \beta_{10} DUAL + \beta_{11} DATEQ + \beta_{12} Y15 + \varepsilon$ |
| | $R2c: VDF = \beta_0 + \beta_1 VR + \beta_2 GROOTTE + \beta_3 ROA + \beta_4 GROEI + \beta_5 LIQ + \beta_6 LEV + \beta_7 SECTOR + \beta_8 GROOTTERVB + \beta_9 ONAFHRVB + \beta_{10} DUAL + \beta_{11} DATEQ + \beta_{12} Y15 + \varepsilon$ |
| Hypothese 3 | $R3: VDT = \beta_0 + \beta_1 VR1 + \beta_2 VR2 + \beta_3 VR3 + \beta_4 GROOTTE + \beta_5 ROA + \beta_6 GROEI + \beta_7 LIQ + \beta_8 LEV + \beta_9 SECTOR + \beta_{10} GROOTTERVB + \beta_{11} ONAFHRVB + \beta_{12} DUAL + \beta_{13} DATEQ + \beta_{14} Y15 + \varepsilon$ |
| Hypothese 4 | $R4: VDT = \beta_0 + \beta_1 VR + \beta_2 VRONAFH + \beta_3 VR * VRONAFH + \beta_4 GROOTTE + \beta_5 ROA + \beta_6 GROEI + \beta_7 LIQ + \beta_8 LEV + \beta_9 SECTOR + \beta_{10} GROOTTERVB + \beta_{11} ONAFHRVB + \beta_{12} DUAL + \beta_{13} DATEQ + \beta_{14} Y15 + \varepsilon$ |
| Hypothese 5 | $R5: VDT = \beta_0 + \beta_1 VR + \beta_2 VRAUDIT + \beta_3 VR * VRAUDIT + \beta_4 GROOTTE + \beta_5 ROA + \beta_6 GROEI + \beta_7 LIQ + \beta_8 LEV + \beta_9 SECTOR + \beta_{10} GROOTTERVB + \beta_{11} ONAFHRVB + \beta_{12} DUAL + \beta_{13} DATEQ + \beta_{14} Y15 + \varepsilon$ |
| Hypothese 6 | $R6: VDT = \beta_0 + \beta_1 VR + \beta_2 VRVZ + \beta_3 VR * VRVZ + \beta_4 GROOTTE + \beta_5 ROA + \beta_6 GROEI + \beta_7 LIQ + \beta_8 LEV + \beta_9 SECTOR + \beta_{10} GROOTTERVB + \beta_{11} ONAFHRVB + \beta_{12} DUAL + \beta_{13} DATEQ + \beta_{14} Y15 + \varepsilon$ |

Hoofdstuk 6: Empirische analyse en resultaten

In dit hoofdstuk worden de hypothesen getoetst aan de hand van regressieanalyse. In sectie 6.1 wordt eerst de betrouwbaarheid van het meetinstrument getest. Vervolgens geeft sectie 6.2 enkele beschrijvende statistieken, waaronder een univariate en bivariate analyse, alsook een aantal vergelijkende analyses. Tot slot bespreekt sectie 6.3 de regressies, waarbij eerst de assumpties van de gebruikte techniek uitgebreid worden getest om daarna over te gaan naar een discussie van de resultaten en een robuustheidsanalyse.

6.1 Betrouwbaarheid van het meetinstrument

Om te beginnen wordt naar het voorbeeld van Gul en Leung (2004) en Allegrini en Greco (2013) de betrouwbaarheid van de gebruikte meetschaal nagegaan. Dit wordt gedaan aan de hand van de *Cronbach's coëfficiënt alpha* (Cronbach, 1951) waarmee de interne consistentie van de maatstaf voor vrijwillige rapportering gemeten wordt. Interne consistentie is de mate waarin de items hetzelfde construct meten. *Cronbach's alpha* is een enkelvoudige correlatiecoëfficiënt die een schatting is van het gemiddelde van al de correlatiecoëfficiënten van de items in een test. *Cronbach's coëfficiënt alpha* beoordeelt de mate waarin de correlatie tussen de items van het meetinstrument die verkregen wordt, wordt afgezwakt door 'random error'. Deze waarde neemt een minimumwaarde van 0 en een maximumwaarde van 1 als de correlatie tussen elk paar van de variabelen 1 is. Wanneer deze waarde hoog is, wordt gesuggereerd dat de items in de schaal betrouwbaar zijn en dat de volledige test intern consistent is. Als algemene regel wordt gesteld dat een *alpha* vanaf 0,7 aanduidt dat de correlatie weinig verzwakt wordt door willekeurige meetfouten (Allegrini & Greco, 2013; Gul & Leung, 2004; Hair, Black, Babin, & Anderson, 2014). Tabel 6 geeft een overzicht van de verschillende *Cronbach's alpha*-waarden. De *Cronbach's alpha* voor de volledige schaal voor beide jaren samen is 0,94. Dit is een zeer hoge waarde en hoger dan 0,7, wat blijkt geeft van een hoge interne consistentie. Ook de aparte scores voor beide jaren zijn zeer hoog, alsook de scores van de drie aparte categorieën. Deze statistieken geven dus een goede ondersteuning dat de items in de *voluntary disclosure index* hetzelfde onderliggende construct meten.

Tabel 6: Cronbrach's coëfficiënt alpha van het meetinstrument

| <i>Cronbach's coëfficiënt alpha</i> | Totaal | Strategisch | Niet-financieel | Financieel |
|--|---------------|--------------------|------------------------|-------------------|
| <i>Totaal</i> | 0,94 | 0,80 | 0,93 | 0,79 |
| <i>2011</i> | 0,93 | 0,76 | 0,93 | 0,79 |
| <i>2015</i> | 0,94 | 0,82 | 0,93 | 0,78 |

Een andere maatstaf voor betrouwbaarheid die ook vaak gebruik wordt bij *content analyse* is de *Krippendorff's alpha coëfficiënt*. Dit is een *inter-coder reliability* test waarbij gekeken wordt naar de overeenstemming van de analyse van verschillende onderzoekers (Allegrini & Greco, 2013). Deze test kan in dit onderzoek echter niet worden uitgevoerd omdat de analyse werd gedaan door één enkele persoon.

6.2 Beschrijvende statistieken

Deze sectie beschrijft de dataset aan de hand van een univariate en een bivariate analyse. Daarnaast worden ook een aantal vergelijkende analyses uitgevoerd om meer inzicht in de data te krijgen.

6.2.1 Univariate analyse

Om de dataset te beschrijven, worden om te beginnen enkele belangrijke maatstaven weergegeven in tabel 7. Uit deze waarden blijkt dat bedrijven in de dataset gemiddeld een score halen van 45,20% voor de totale vrijwillige rapportering. Het bedrijf dat hier het slechtste op scoort haalt 5,40% en het beste bedrijf haalt 75,99%. Voor de drie categorieën apart heeft de strategische component het hoogste gemiddelde (56,21%) en de niet-financiële component het laagste (38,09%). De financiële component zit hier tussenin met een waarde van 41,32%. Vervolgens blijkt uit de minimum- en maximumwaarden van het procentueel aantal vrouwen in de Raad van Bestuur dat er nog steeds bedrijven zijn met volledig mannelijke Raden van Bestuur, maar er ook minstens één bedrijf is met een gelijke genderbalans in de Raad van Bestuur. Gemiddeld bestaan de Raden van Bestuur voor 15,59% uit vrouwen. Verder is het procentueel aantal onafhankelijke vrouwen en vrouwelijke leden van het auditcomité respectievelijk 42,59% en 22,86% is. 2% van de bedrijven heeft gemiddeld een vrouwelijke voorzitter. Meer bepaald hebben maar twee bedrijven een vrouwelijke voorzitter in één van beide jaren. Dit aantal is te beperkt om conclusies over te trekken. Bijgevolg kan hypothese 6 niet getest worden. Tot slot moeten 43% van de bedrijven voldoen aan de quota in 2017 (Proximus zelfs al tegen 2012). De andere bedrijven hebben nog tijd tot 2019.

Tabel 7: Beschrijvende statistieken (voor de definitieve steekproef)

| Variabele | N | Min. | Max. | Med. | Gemid. | Std. dev. | Scheefheid | Kurtosis |
|------------|-----|-------|--------|-------|--------|-----------|------------|----------|
| VDT | 120 | 5,40 | 75,99 | 46,78 | 45,20 | 17,02 | -0,35 | -0,55 |
| VDS | 120 | 8,33 | 88,00 | 59,17 | 56,21 | 18,07 | -0,80 | 0,13 |
| VDNF | 120 | 0,00 | 90,63 | 31,25 | 38,09 | 26,1 | 0,34 | -1,07 |
| VDF | 120 | 3,70 | 77,78 | 44,44 | 41,32 | 16,6 | -0,19 | -0,52 |
| VR | 120 | 0,00 | 50,00 | 14,29 | 15,59 | 13,63 | 0,57 | -0,44 |
| VRONAFH | 120 | 0,00 | 100,00 | 33,33 | 42,59 | 44,80 | 0,28 | -1,73 |
| VRAUDIT | 120 | 0,00 | 100,00 | 0,00 | 22,86 | 34,79 | 1,30 | 0,33 |
| VRVZ | 120 | 0 | 1 | 0 | 0,02 | 0,13 | 7,65 | 57,43 |
| GROOTTE | 120 | 15,87 | 25,54 | 19,70 | 19,95 | 1,82 | 0,46 | 0,15 |
| ROA | 120 | -0,51 | 0,37 | 0,04 | 0,19 | 0,15 | -1,61 | 4,27 |
| GROEI | 120 | -5,04 | 9,69 | 1,22 | 1,94 | 2,50 | 0,97 | 3,43 |
| LIQ | 120 | 0,26 | 5,19 | 1,36 | 1,63 | 1,03 | 1,75 | 3,09 |
| LEV | 120 | -4,01 | 9,94 | 1,30 | 1,75 | 2,23 | 1,52 | 4,90 |
| SECTOR | 120 | 0 | 1 | 0 | 0,42 | 0,50 | 0,34 | -1,92 |
| GROOTTERVB | 120 | 1,61 | 3,00 | 2,20 | 2,17 | 0,29 | 0,42 | -0,10 |
| ONAFHRVB | 120 | 18,18 | 87,50 | 42,86 | 44,25 | 14,80 | 0,60 | -0,00 |
| DUAL | 120 | 0 | 1 | 0 | 0,08 | 0,26 | 3,26 | 8,83 |
| DATEQ | 120 | 0 | 1 | 0 | 0,43 | 0,50 | 0,27 | -1,96 |

Bij de initiële waarden van de controlevariabelen valt op dat *ROA*, *GROEI*, *LIQ* en *LEV* grote maximum- en minimumwaarden hebben, alsook een grote scheefheid en *kurtosis*. Dit is een eerste indicatie van grote uitschieters. Bijgevolg wordt hier uitgebreid op getest bij alle continue variabelen. Een uitschieter wordt in dit onderzoek aanzien als een waarde die op een afstand van meer dan drie

keer de standaardafwijking van het gemiddelde ligt. Deze waarden kunnen de statistieken zoals het gemiddelde en de standaardafwijking enorm vertekenen, wat een invloed kan hebben op de parameters in de regressies die volgen. Eerst wordt een univariate analyse uitgevoerd, waarbij de waarden worden getransformeerd naar standaardscores die een gemiddelde van 0 en een standaardafwijking van 1 hebben. Bij het analyseren van de variabelen blijkt dat enkel uitschieters opgemerkt worden bij de vier eerdergenoemde controlevariabelen (bijlage 3). De meeste bedrijven hebben maar één uitschieter, enkel Option heeft meerdere uitschieters. Vervolgens wordt dit ook vanuit multivariaat perspectief benaderd met de *Mahalanobis* afstand. Vijf bedrijven worden dan aangemerkt als een uitschieter (bijlage 3).

Volgens Ghosh en Vogt (2012) kan op drie manieren worden omgegaan met uitschieters: behouden, trimmen, of *winsorizen*. Bij deze laatste techniek wordt de waarde van de uitschieter aangepast naar de volgende hoogste of laagste waarde die niet als uitschieter bestempeld wordt. Eventueel kan een beetje (0,01) aan de waarde worden toegevoegd zodat de volgorde van de data behouden blijft. Voor deze laatste techniek wordt gekozen in dit onderzoek aangezien de dataset maar een beperkt aantal bedrijven heeft en het verwijderen van de uitschieters de dataset nog kleiner zou maken. Behouden lijkt ook niet de beste optie aangezien sommige van deze uitschieters enorm groot zijn, en grote uitschieters niet gewenst zijn bij regressieanalyse (Stock & Watson, 2012)

6.2.2 Bivariate analyse

Vervolgens wordt ook een correlatiematrix opgesteld om de bivariate correlaties (Pearson) na te gaan (tabel 8). De belangrijkste statistisch significante correlaties worden besproken. Zo bestaat er een positieve correlatie tussen het percentage vrouwen en de totale vrijwillige rapporteringscore, alsook de individuele score op de niet-financiële en financiële categorie. Ook interessant is dat de dummy variabele die de bedrijven aanduidt die geen enkele vrouw bevatten, zowel met de totaalscore van vrijwillige rapportering als met de aparte categorieën negatief gecorreleerd is. Daarnaast is de dummy variabele die bedrijven aanduidt met drie of meer vrouwen positief gecorreleerd met zowel de totaalscore van vrijwillige rapportering als met de niet-financiële categorie. Het percentage onafhankelijke vrouwen, is ook positief gecorreleerd met de scores van vrijwillige rapportering, behalve met de strategische score.

Verder kennen de controlevariabelen ook enkele significante correlaties. Zowel de grootte van het bedrijf als van de Raad van Bestuur zijn positief gecorreleerd met alle scores van vrijwillige rapportering en met het percentage vrouwelijke bestuurders. Op basis van deze data komen hogere scores op de mate van vrijwillige rapportering alsook vrouwelijke bestuursleden dus vaker voor bij grote bedrijven en grote Raden van Bestuur. Bijgevolg zijn dit twee belangrijke controlevariabelen. De winstgevendheid is positief gecorreleerd met de totale, de niet-financiële en de financiële vrijwillige rapportering. Deze variabele is ook negatief gecorreleerd met de dummy variabele die bedrijven met één vrouwelijk bestuurslid voorstelt. De liquiditeit en de sector kennen respectievelijk een negatieve en positieve correlatie met de financiële vrijwillige rapportering. Verder is de sector negatief gecorreleerd met het percentage vrouwen in het auditcomité. De inwerkingtredingsdatum van de quota is positief gecorreleerd met het procentueel aantal onafhankelijke vrouwen en de grootte van het bedrijf. Dit laatste komt overeen met de criteria van de wet van 28 juli 2011.

Tabel 8: Correlatiematrix

| | VDT | VDS | VDNF | VDF | VR | VR0 | VR1 | VR2 | VR3 | VRONAFH | VRAUDIT | VRVZ | GROOTTE | ROA | GROEI | LIQ | LEV | SECTOR | GROOTTERVB | ONAFHRVB | DUAL | DATEQ |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|-------|---------|-------|--------|-------|-------|--------|------------|----------|------|-------|
| VDT | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| VDS | 0,86** | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| VDNF | 0,88** | 0,64** | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| VDF | 0,75** | 0,57** | 0,45** | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| VR | 0,25** | 0,17 | 0,24** | 0,19* | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| VR0 | -0,34** | -0,24** | -0,31** | -0,30** | -0,71** | 1 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| VR1 | 0,01 | 0,01 | -0,04 | 0,09 | -0,18* | -0,37** | 1 | | | | | | | | | | | | | | | |
| VR2 | 0,15 | 0,10 | 0,15 | 0,11 | 0,33** | -0,39** | -0,38** | 1 | | | | | | | | | | | | | | |
| VR3 | 0,22* | 0,17 | 0,25** | 0,10 | 0,69** | -0,28** | -0,27** | -0,28** | 1 | | | | | | | | | | | | | |
| VRONAFH | 0,30** | 0,15 | 0,31** | 0,28** | 0,48** | -0,59** | 0,14 | 0,34** | 0,15 | 1 | | | | | | | | | | | | |
| VRAUDIT | 0,06 | 0,02 | 0,10 | 0,01 | 0,33** | -0,41** | 0,09 | 0,32** | 0,00 | 0,53** | 1 | | | | | | | | | | | |
| VRVZ | -0,01 | -0,02 | -0,07 | 0,08 | 0,17 | -0,08 | -0,08 | 0,06 | 0,12 | 0,04 | 0,05 | 1 | | | | | | | | | | |
| GROOTTE | 0,71** | 0,50** | 0,73** | 0,48** | 0,24** | -0,33** | -0,02 | 0,14 | 0,26** | 0,30** | 0,04 | 0,09 | 1 | | | | | | | | | |
| ROA | 0,18* | 0,03 | 0,18* | 0,24** | 0,16 | -0,04 | -0,18 | 0,05 | 0,20* | 0,02 | -0,14 | -0,01 | 0,20* | 1 | | | | | | | | |
| GROEI | 0,03 | 0,09 | -0,05 | 0,09 | 0,06 | 0,02 | -0,12 | 0,09 | 0,02 | 0,09 | -0,12 | -0,06 | -0,07 | 0,14 | 1 | | | | | | | |
| LIQ | -0,11 | 0,02 | -0,14 | -0,15 | 0,10 | -0,06 | -0,03 | 0,08 | 0,01 | -0,04 | 0,04 | -0,08 | -0,22* | -0,16 | -0,22* | 1 | | | | | | |
| LEV | 0,01 | -0,03 | 0,00 | 0,06 | -0,08 | 0,06 | -0,02 | 0,03 | -0,08 | -0,11 | -0,16 | 0,03 | -0,01 | 0,02 | 0,33** | -,21* | 1 | | | | | |
| SECTOR | 0,12 | 0,07 | 0,04 | 0,25** | 0,00 | 0,16 | -0,05 | -0,16 | 0,08 | -0,06 | -0,25** | 0,02 | -0,03 | 0,13 | 0,01 | 0,16 | 0,01 | 1 | | | | |
| GROOTTERVB | 0,55** | 0,38** | 0,55** | 0,42** | 0,24** | -0,37** | -0,02 | 0,11 | 0,36** | 0,20* | 0,03 | 0,05 | 0,68** | 0,14 | -0,19* | -0,13 | -0,03 | -0,02 | 1 | | | |
| ONAFHRVB | 0,05 | 0,02 | 0,09 | -0,02 | 0,07 | -0,02 | 0,08 | -0,11 | 0,04 | 0,33** | 0,04 | -0,02 | 0,02 | -0,09 | 0,30** | -0,06 | 0,11 | -0,05 | -0,30** | 1 | | |
| DUAL | -0,09 | -0,04 | -0,12 | -0,04 | -0,19* | 0,11 | 0,19* | -0,18 | -0,13 | -0,06 | -0,10 | -0,04 | -0,11 | -0,16 | -0,02 | -0,09 | -0,04 | -0,11 | -0,07 | 0,03 | 1 | |
| DATEQ | 0,08 | -0,04 | 0,09 | 0,14 | 0,05 | -0,05 | -0,03 | 0,09 | 0,02 | 0,22* | -0,02 | -0,11 | 0,19* | -0,08 | 0,07 | -0,13 | 0,06 | 0,08 | 0,13 | 0,22* | 0,01 | 1 |

Significantieniveau: * p < 0,1; ** p < 0,05

6.2.3 Vergelijkende analyses

Alvorens over te gaan naar de regressieanalyses worden eerst enkele vergelijkende analyses uitgevoerd waarbij de gemiddelden worden vergeleken. Om te beginnen worden de waarden voor de vrouwelijke vertegenwoordiging in de Raad van Bestuur vergeleken voor de jaren 2011 en 2015. Hierbij wordt gekeken of het gemiddelde statistisch significant verschillend is voor de twee jaren aan de hand van een *paired-samples t-test*. De nulhypothese is dat er geen verschil is tussen beide jaren, terwijl de alternatieve hypothese stelt dat er wel een verschil is. De resultaten van deze analyse worden weergegeven in tabel 9. Het aantal vrouwen is zowel procentueel als in absoluut aantal significant toegenomen van 2011 naar 2015. De procentuele waarde voor 2015 is echter wel lager dan de waarde van 26% in 2015 van de Europese Commissie (2016) in sectie 3.1.2. Zij hebben namelijk enkel het percentage van Bel20 bedrijven gemeten, terwijl in de dataset van dit onderzoek ook Bel Mid en Bel Small bedrijven zijn opgenomen, alsook bedrijven zonder index. Ook het procentueel aantal onafhankelijke vrouwen en vrouwen in het auditcomité zijn significant gestegen.

Tabel 9: Vergelijking vrouwelijke vertegenwoordiging in 2011 en 2015

| | Gemiddelde 2011 | Gemiddelde 2015 | Significant verschil |
|---|-----------------|-----------------|----------------------|
| Vrouwen (%) | 10,47% | 20,73% | Ja*** |
| Vrouwen (#) | 1,10 | 1,95 | Ja*** |
| Vrouwen onafhankelijk | 25,82% | 59,35% | Ja*** |
| Vrouwen auditcomité | 13,21% | 32,51% | Ja*** |
| Vrouwelijke voorzitter | 0,00% | 3,33% | Nee |
| Significantieniveau: * p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01 | | | |

Vervolgens wordt ook een vergelijkende analyse gemaakt voor de mate van vrijwillige rapportering tussen 2011 en 2015 aan de hand van de *paired-samples t-test*. De resultaten van deze analyse kunnen geraadpleegd worden in tabel 10. Enkel de scores op de totale vrijwillige rapportering alsook de niet-financiële component kennen een significante toename. De score op de strategische component kent ook een toename, maar deze is niet statistisch significant. De score op de financiële component is echter afgenomen af, maar ook deze afname is niet statistisch significant.

Tabel 10: Vergelijking vrijwillige rapportering in 2011 en 2015

| | Gemiddelde 2011 | Gemiddelde 2015 | Significant verschil |
|---|-----------------|-----------------|----------------------|
| VDT | 44,21 | 46,20 | Ja* |
| VDS | 55,01 | 57,41 | Nee |
| VDNF | 35,75 | 40,43 | Ja** |
| VDF | 41,87 | 40,75 | Nee |
| Significantieniveau: * p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01 | | | |

Verder wordt gekeken naar de dummy variabelen voor het aantal vrouwen in 2011 en 2015. Het verschil in gemiddelde wordt weer berekend met een *paired-samples t-test*. De resultaten worden weergegeven in tabel 11. Het aantal bedrijven zonder vrouwen in de Raad van Bestuur is significant afgenomen van 2011 naar 2015. Het aantal bedrijven met twee en drie of meer vrouwen is daarentegen significant gestegen. Daarnaast is ook het aantal bedrijven die voldoen aan de quota van 33% significant toegenomen, wat een indicatie is dat de quotawet wel degelijk een effect heeft.

Tabel 11: Vergelijking aantal vrouwen in 2011 en 2015

| | 2011 | | 2015 | | Totaal | | Significant verschil |
|--------------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|----------------------|
| | Aantal | Gemiddelde | Aantal | Gemiddelde | Aantal | Gemiddelde | |
| <i>Vrouwen 0</i> | 24 | 40,00% | 9 | 15,00% | 33 | 27,50% | Ja*** |
| <i>Vrouwen 1</i> | 19 | 31,67% | 13 | 21,67% | 32 | 26,67% | Nee |
| <i>Vrouwen 2</i> | 9 | 15,00% | 25 | 41,67% | 34 | 28,33% | Ja*** |
| <i>Vrouwen 3+</i> | 7 | 11,67% | 13 | 21,67% | 20 | 16,67% | Ja** |
| <i>Vrouwen 33%</i> | 6 | 10,00% | 11 | 18,33% | 19 | 15,83% | Ja* |

Significantieniveau: * p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01

Vervolgens worden de bedrijven in twee groepen verdeeld afhankelijk van of zij een lage of hoge score hebben voor de mate van vrijwillige rapportering, waarbij het grenspunt de mediaan is. Zo kan met gelijke groepen gewerkt worden. Om de gemiddelden te vergelijken wordt een *independent-samples t-test* uitgevoerd. Hierbij wordt eerst gekeken naar de *Levene's test for equality of variances* die als nulhypothese heeft dat de varianties gelijk zijn en als alternatieve hypothese dat ze verschillend zijn. Op basis van dit resultaat kan de *t-test for equality of means* dan geïnterpreteerd worden. Uit de resultaten in tabel 12 blijkt dat in de groep met een hoge mate van vrijwillige rapportering significant meer vrouwen aanwezig zijn. Ook het percentage onafhankelijke vrouwen, het aantal bedrijven met drie of meer vrouwen en het aantal bedrijven die voldoen aan de quotumwet zijn significant hoger in deze groep. Daarentegen zitten er significant meer bedrijven zonder vrouwen in de groep met een lage rapportering. Uit deze waarden blijkt dat vrouwelijke vertegenwoordiging geassocieerd wordt met een hogere mate van vrijwillige rapportering en dat ook onafhankelijkheid een rol speelt. Voor de hypothesen te aanvaarden zijn echter verdere testen nodig.

Tabel 12: Vergelijking vrouwen in de Raad van Bestuur bij hoge en lage vrijwillige rapportering (totaal)

| Gemiddelde | Lage VDT (< 46,78) | Hoge VDT (>= 46,78) | Significant verschil |
|-------------------------------|--------------------|---------------------|----------------------|
| <i>Vrouwen (%)</i> | 11,75% | 19,42% | Ja*** |
| <i>Vrouwen onafhankelijk</i> | 28,93% | 56,24% | Ja*** |
| <i>Vrouwen auditcomité</i> | 18,49% | 27,23% | Nee |
| <i>Vrouwelijke voorzitter</i> | 16,67% | 16,67% | Nee |
| <i>Vrouwen 0</i> | 43,33% | 11,67% | Ja*** |
| <i>Vrouwen 1</i> | 23,00% | 30,00% | Nee |
| <i>Vrouwen 2</i> | 23,33% | 33,33% | Nee |
| <i>Vrouwen 3+</i> | 8,33% | 25,00% | Ja** |
| <i>Vrouwen 33%</i> | 10,00% | 21,67% | Ja* |

Significantieniveau: * p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01

Tot slot wordt de vrouwelijke vertegenwoordiging vergeleken voor de scores op de categorieën van vrijwilligere rapportering. De resultaten van deze analyse kunnen geraadpleegd worden in tabel 13. Enkel voor de niet-financiële component zitten er statistisch significant meer vrouwen in de groep met een hoge mate van rapportering. Het procentueel aantal vrouwen in deze groep is ook groter dan de andere twee categorieën, wat een eerste indicatie is dat hun invloed groter is op de niet-financiële component. Ook hier zijn verdere testen nodig.

Tabel 13: Vergelijking vrouwen in de Raad van Bestuur bij hoge en lage vrijwillige rapportering (categorieën)

| | | Gemiddelde vrouwen (%) | Significant verschil |
|---|---------------|------------------------|----------------------|
| VDS | VDS < 59,17 | 14,58% | Nee |
| | VDS >= 59,17 | 16,60% | Nee |
| VDNF | VDNF < 31,25 | 12,13% | Ja*** |
| | VDNF >= 31,25 | 19,05% | Ja*** |
| VDF | VDF =< 44,44 | 13,60% | Nee |
| | VDF > 44,44 | 17,62% | Nee |
| Significantieniveau: * p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01 | | | |

6.3 Regressieanalyse

Nadat het aantonen van de betrouwbaarheid van de meetschaal en een eerste beschrijvende analyse, wordt overgegaan naar de eigenlijke regressieanalyse waarin vijf hypothesen getoetst worden.

6.3.1 Assumpties

Alvorens de regressies uitgevoerd kunnen worden, moet getest worden of voldaan is aan de assumpties (Stock & Watson, 2012; Schmidheiny, 2016). Eerst en vooral wordt nagegaan of een lineaire relatie bestaat tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabelen. Hiervoor worden *scatterplots* opgesteld, waarbij het belangrijk is dat de data geen non-lineair patroon vertonen zoals een parabool of een exponentiële curve (Hair, et al., 2014). Op de *scatterplots* zijn geen non-lineaire verbanden te zien. Bijgevolg wordt aangenomen dat voldaan is aan de assumptie van lineariteit. Ten tweede mogen ook geen grote uitschieters aanwezig zijn. Deze assumptie is voldaan aangezien in sectie 6.2.1 de uitschieters werden *gewinsorized*. Ten derde mag er geen perfecte multicollineariteit zijn. Om dit te controleren, wordt eerst gekeken naar de correlaties tussen de verschillende onafhankelijke variabelen. Hier zijn geen hoge correlaties (>0,7) op te merken. Ook wordt een iteratief proces uitgevoerd om multicollineariteit na te gaan aan de hand van de VIF-coëfficiënt. Hierbij neemt telkens een andere onafhankelijke variabele de plaats in van de afhankelijke variabele in het model. Als kritische waarde wordt 4 gehanteerd. Geen enkele VIF-waarde blijkt boven deze kritische waarde te liggen, waardoor wordt aangenomen dat deze assumptie voldaan is.

Ten vierde wordt ook gekeken naar de variantie van de foutentermen. Deze mogen namelijk niet heteroskedastisch zijn. Hiervoor wordt de *Likelihood Ratio* test gebruikt. De p-waarde geeft voor elk model aan dat de nulhypothese, die stelt dat er geen heteroskedasticiteit is, niet verworpen kan worden. Deze assumptie wordt dus geacht voldaan te zijn. Daarnaast mogen de foutentermen ook geen autocorrelatie bevatten. De test die hiervoor ontwikkeld is in STATA kan niet uitgevoerd worden doordat er enkel observaties zijn voor twee jaren. Echter door het feit dat er enkel data is voor 2011 en 2015, lijkt het plausibel om aan te nemen dat de data geen autocorrelatie bevat. Voor de zekerheid worden de regressies uitgevoerd met robuuste en geclusterde standaardfouten, waarbij de robuuste standaardfouten controleren voor heteroskedasticiteit en de geclusterde controleren voor zowel heteroskedasticiteit als autocorrelatie.

Ten vijfde moeten de variabelen voor één entiteit identiek en onafhankelijk verdeeld zijn ten opzichte van de variabelen voor een andere entiteit. Deze assumptie houdt stand wanneer de entiteiten

worden geselecteerd door *simple random sampling* van de populatie. Er bestaat een test in STATA om deze assumptie te testen, maar deze kan niet worden uitgevoerd omdat er niet voldoende metingen per entiteit zijn. Er kan wel gesteld worden dat sprake is van een onafhankelijke en identieke verdeling door de manier waarop de dataset is samengesteld in sectie 5.1.

Tot slot moet voldaan zijn aan de assumptie van strikte exogeniteit, waarbij de ideosyncratische foutenterm niet gecorreleerd mag zijn met de waarden van de onafhankelijke variabelen uit het verleden, heden en toekomst. *Scatterplots* tonen aan dat de verdeling van de ideosyncratische foutentermen een normale verdeling benaderen. Ook wordt gecontroleerd voor '*omitted variable bias*' door een groot aantal controlevariabelen op te nemen. Deze elementen suggereren dat aan deze voorwaarde voldaan is. Bijkomend wordt ook de aanwezigheid van endogeniteit getest, aangezien dit een veelvoorkomend probleem is bij onderzoek naar de invloed van vrouwen en andere *corporate governance* variabelen op bedrijfsuitkomsten. Om dit te testen, wordt de '*Durbin Wu-Hausman*' test uitgevoerd. Deze test heeft als nulhypothese dat de onafhankelijke variabele exogeen is, terwijl de alternatieve hypothese stelt dat deze endogeen is. Deze hypothese wordt getest op het 10% significantieniveau. Aangezien de p-waarde van zowel de '*Durbin*' als de '*Wu-Hausman*' test voor elk model groter is dan 0,10 kan geconcludeerd worden dat de data niet onderhevig is aan endogeniteit. Dit is een bijkomend bewijs dat sprake is van strikte exogeniteit.

6.3.2 Resultaten en discussie

Vervolgens worden de resultaten van de regressiemodellen besproken. Sectie 6.3.2.1 kijkt naar de invloed van vrouwen op de vrijwillige verslaggeving, waarbij ook dieper wordt ingegaan op de aard van de vrijwillige verslaggeving en de kritische massa vrouwen. Verder wordt het modererende effect van onafhankelijkheid en lidmaatschap in het auditcomité getest in sectie 6.3.2.2.

6.3.2.1 Invloed van vrouwen op de vrijwillige rapportering

Om te beginnen wordt de invloed van vrouwen op de vrijwillige verslaggeving onderzocht, meer bepaald hypothese 1, 2 en 3. De resultaten worden weergegeven in tabel 14. Hypothese 1 stelt ten eerste dat vrouwelijke bestuurders een positieve invloed hebben op de mate van vrijwillige rapportering door beursgenoteerde bedrijven. Om dit te testen, wordt regressiemodel 1 gebruikt. De resultaten geven aan dat de coëfficiënt van het procentueel aantal vrouwen negatief is. Echter mag geen uitspraak over de relatie tussen vrijwillige rapportering en vrouwen gedaan worden aangezien deze coëfficiënt niet statistisch significant is. Deze resultaten ondersteunen hypothese 1 dus niet. De parameters van de grootte van het bedrijf en de Raad van Bestuur alsook de sector zijn respectievelijk wel statistisch significant op het 1% en 5% niveau.

Verder stelt hypothese 2 dat vrouwen een verschillende invloed hebben op de drie componenten van vrijwillige verslaggeving, meer bepaald wordt verwacht dat zij een sterkere invloed hebben op de niet-financiële component. Hiervoor worden regressiemodellen 2a, 2b en 2c gebruikt. Voor de strategische component is het teken van de coëfficiënt van het procentueel aantal vrouwen negatief, maar niet statistisch significant. De parameters van de grootte van het bedrijf, de winstgevendheid en de groei zijn respectievelijk statistisch significant op het 1%, 10% en 10% niveau, maar de negatieve invloed van winstgevendheid is tegengesteld aan de verwachtingen uit de literatuur. Ook

de parameter van de quotumdatum is negatief statistisch significant op het 5% niveau. Bedrijven die moeten voldoen aan de quota in 2017 ondervinden een negatieve impact op de vrijwillige strategische rapportering in vergelijking met bedrijven waarvan de deadline in 2019 ligt. Echter betekent dit niet dat vrouwen een negatieve invloed hebben op deze strategische rapportering, omdat bedrijven die vroeger moeten voldoen aan de quota niet vanzelfsprekend meer vrouwelijke bestuurders bevatten. Sommige bedrijven voor wie de deadline in 2019 ligt, voldoen immers al vroeger aan de quota. De significantie van deze parameter kan een indirecte invloed betekenen van de grootte van de *free float*, aangezien deze variabele voornamelijk hierop gebaseerd is.

Voor de niet-financiële component is de coëfficiënt van het procentueel aantal vrouwen positief maar ook niet statistisch significant. Enkel de grootte van het bedrijf heeft een positief significant effect. Tot slot heeft het procentueel aantal vrouwen een negatieve en statistisch significante invloed (op het 1% niveau) op de financiële vrijwillige verslaggeving. Dit is niet in overeenstemming met de verwachting dat vrouwen een positieve invloed hebben op de vrijwillige verslaggeving en dus ook op de individuele componenten hiervan. De literatuur omtrent de impact van vrouwelijke bestuursleden op de financiële prestaties kent echter ook veel negatieve resultaten. Daarnaast wordt in sectie 3.4.2 aangehaald dat vrouwen meer sociaal- en stakeholder-georiënteerd zijn, en minder gedreven worden door winst en financiële prestaties. Hierdoor hechten zij mogelijk ook minder belang aan het vrijwillig vrijgeven van financiële informatie. Dit zou een reden kunnen zijn waarom zij een negatieve invloed hebben op de financiële vrijwillige verslaggeving. Of zij daarentegen wel een sterkere positieve invloed hebben op de niet-financiële component, wordt niet bevestigd door de niet significante resultaten. Bijgevolg wordt hypothese 2 niet ondersteund.

Vervolgens stelt hypothese 3 dat een kritische massa van drie vrouwen nodig is alvorens hun invloed op de vrijwillige rapportering merkbaar is. Dit wordt getoetst met regressiemodel 3. De groep zonder vrouwen is niet opgenomen, waardoor de parameters van VR1, VR2 en VR3 relatief bekeken worden ten opzichte VR0. De coëfficiënten van bedrijven met één en twee vrouwen zijn negatief, terwijl de coëfficiënt van bedrijven met drie of meer vrouwen wel positief is. Echter zijn ze alle drie niet statistisch significant. Enkel de grootte van het bedrijf en de Raad van Bestuur zijn statistisch significant. Op basis hiervan wordt hypothese 3 dus niet aanvaard.

Bijkomend is het belangrijk om te kijken naar de statistische significantie van de regressiemodellen. Model R1, R2a, R2b, R2c en R3 zijn allemaal statistisch significant op het 1% niveau zoals blijkt uit de F-waarde en Wald chi²-waarde. De R²-waarde is een indicatie van de fractie van de steekproefvariantie van VDT (of VDS, VDNF en VDF) die verklaard wordt door de opgenomen variabelen in het model. Voor model R1 is dit 54%. Voor model R2b en R3 ligt dit ook rond deze waarde. Model R2c heeft echter maar een R²-waarde van 31%, terwijl dit voor model R2c slechts 18% is. Dit zijn aanvaardbare waarden, maar toch geeft dit een indicatie dat belangrijke variabelen die een invloed hebben op de mate van vrijwillige verslaggeving niet opgenomen zijn in dit model.

Uit de resultaten kan door een gebrek aan statistisch significante resultaten dus geen conclusie getrokken worden over de invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur op de mate van vrijwillige verslaggeving. Enkel voor de financiële informatie wordt wel een negatieve relatie gevonden. Ook voor de kritische massa theorie is geen bewijs voorhanden.

Tabel 14: Regressieresultaten hypothese 1, 2 en 3

| Variabele | R1 | R2a | R2b | R2c | R3 |
|----------------------------|-------------------------|-----------------------|-------------------------|-----------------------|------------------------|
| Model | <i>Random</i> | <i>Random</i> | <i>Random</i> | <i>Fixed</i> | <i>Random</i> |
| Afhankelijke variabele | VDT | VDS | VDNF | VDF | VDT |
| Onafhankelijke variabelen | | | | | |
| VR | -0,012 (0,076) | -0,049 (0,103) | 0,097 (0,124) | -0,229** (0,100) | - |
| VR1 | - | - | - | - | -1,540 (1,948) |
| VR2 | - | - | - | - | -1,352 (2,614) |
| VR3 | - | - | - | - | 0,752 (3,368) |
| Controlevariabelen | | | | | |
| GROOTTE | 5,734*** (1,093) | 5,263*** (1,418) | 8,786*** (1,691) | 5,453** (2,359) | 5,744*** (1,088) |
| ROA | -6,502 (8,823) | -21,722* (11,255) | 4,411 (11,670) | -11,544 (10,869) | -7,188 (8,645) |
| GROEI | 0,822 (0,596) | 1,648* (0,849) | 0,381 (0,713) | -0,427 (0,656) | 0,720 (0,603) |
| LIQ | -0,122 (0,998) | -0,352 (1,808) | 0,187 (1,412) | 2,160 (1,915) | -0,039 (1,013) |
| LEV | -0,080 (0,315) | -0,102 (0,539) | -0,208 (0,639) | 0,278 (0,590) | 0,044 (0,370) |
| GROOTTERVB | 11,016** (4,544) | 7,880 (5,627) | 10,968 (7,552) | 16,602*** (5,895) | 11,044** (4,450) |
| ONAFHRVB | 0,092 (0,069) | 0,051 (0,095) | 0,148 (0,128) | 0,173** (0,082) | 0,089 (0,071) |
| DUAL | 5,874 (3,831) | 3,962 (5,841) | 6,323 (6,807) | 2,078 (4,427) | 5,978 (3,802) |
| DATEQ | -3,674 (2,846) | -7,321** (3,579) | -3,61 (4,11) | - | -3,591 (2,982) |
| SECTOR | 6,084** (2,919) | 4,921 (3,573) | 3,670 (4,319) | - | 5,777* (3,080) |
| Y15 | 1,221 (1,441) | 1,742 (2,068) | 2,514 (2,476) | 1,053 (1,747) | 1,344 (1,552) |
| Constante | -100,105*** (20,999) | -69,461** (27,483) | -171,557*** (26,384) | -111,248** (49,56) | -99,860*** (21,218) |
| R ² | 0,541 | 0,312 | 0,551 | 0,178 | 0,530 |
| Wald chi2-/ F-waarde model | 67,35*** | 33,97*** | 95,32*** | 2,77*** | 71,38*** |
| Hausman-test | 4,85 | 4,21 | 13,99 | 17,25** | 14,36 |
| LM-test | 32,70*** | 28,07*** | 19,48*** | - | 26,47*** |
| N | 120 | 120 | 120 | 120 | 120 |

Significantieniveau: * p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01

6.3.2.2 Invloed modererende effecten: onafhankelijkheid en auditcomité

In een volgende stap wordt het modererende effect van vrouwelijke onafhankelijkheid en aanwezigheid in het auditcomité getoetst, meer bepaald hypothese 4 en 5. Zoals eerder gesteld, kan de invloed van vrouwelijk voorzitterschap niet getest worden. Hoewel voorgaande sectie geen bewijs vindt van een invloed van vrouwelijke bestuurders op de mate van vrijwillige rapportering, kunnen zij mogelijk een significante invloed hebben door het toevoegen van modererende variabelen. De resultaten worden weergegeven in tabel 15. Beide modellen zijn statistisch significant op het 1% niveau zoals blijkt uit de Wald χ^2 -waarde. De R^2 -waarden voor model R4 en R5 zijn respectievelijk 53% en 55%. Ongeveer de helft van de variatie in de mate van vrijwillige rapportering wordt dus verklaard door de gebruikte variabelen.

Hypothese 4 stelt dat de invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur op de mate van vrijwillige rapportering groter is wanneer zij onafhankelijke bestuurders zijn. Hiervoor wordt regressiemodel 4 gebruikt. De resultaten tonen aan dat de coëfficiënten van de procentuele vrouwelijke aanwezigheid, en de procentuele vrouwelijke onafhankelijkheid positief, maar niet statistisch significant zijn. Het interactie-effect tussen beide variabelen is echter positief, maar ook niet statistisch significant. Hypothese 4 wordt dus niet ondersteund door deze resultaten.

Verder voorspelt hypothese 5 dat de invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur op de mate van vrijwillige rapportering groter is als zij zetelen in het auditcomité. Regressiemodel 5 wordt hiervoor gebruikt. Uit de resultaten blijkt dat de parameters van de procentuele vrouwelijke aanwezigheid in de Raad van Bestuur alsook in het auditcomité positief maar niet statistisch significant zijn. Het interactie-effect is negatief en niet statistisch significant. Op basis van deze resultaten wordt hypothese 5 dus niet aanvaard. De positieve invloed van de grootte van het bedrijf en de Raad van Bestuur is voor beide modellen wel significant op respectievelijk het 1% en 5% niveau, alsook van de sector op het 10% niveau. De overige controlevariabelen zijn niet statistisch significant.

Uit de resultaten van voorgaande analyses kan wederom door een gebrek aan statistisch significante resultaten geen conclusie getrokken worden over de modererende effecten die mogelijk een rol spelen bij de relatie tussen vrouwen in de Raad van Bestuur en vrijwillige rapportering.

Tabel 15: Regressieresultaten hypothese 4 en 5

| Variabele | R4 | R5 |
|---|------------------------|------------------------|
| Model | <i>Random</i> | <i>Random</i> |
| Afhankelijke variabele | VDT | VDT |
| Onafhankelijke variabelen | | |
| VR | -0,106 (0,108) | 0,043 (0,101) |
| VRONAFH | -0,005 (0,031) | - |
| VRAUDIT | - | 0,056 (0,044) |
| Interactietermen | | |
| VRxVRONAFH | 0,002 (0,002) | - |
| VRxVRAUDIT | - | -0,003 (0,002) |
| Controlevariabelen | | |
| GROOTTE | 5,725*** (1,111) | 5,683*** (1,094) |
| ROA | -6,886 (9,136) | -6,207 (9,046) |
| GROEI | 0,776 (0,600) | 0,822 (0,644) |
| LIQ | -0,130 (0,986) | -0,130 (0,954) |
| LEV | -0,016 (0,301) | -0,006 (0,339) |
| GROOTTERVB | 11,079** (4,904) | 9,836** (4,867) |
| ONAFHRVB | 0,069 (0,078) | 0,090 (0,068) |
| DUAL | 5,790 (3,788) | 5,941 (3,962) |
| DATEQ | -4,156 (3,000) | -3,604 (2,841) |
| SECTOR | 6,075** (2,972) | 6,171** (2,914) |
| Y15 | 1,064 (1,492) | 1,015 (1,556) |
| Constante | -98,561*** (20,882) | -97,177*** (20,882) |
| R ² | 0,533 | 0,550 |
| Wald chi2/ F-waarde model | 66,61*** | 73,38*** |
| Hausman-test | 14,60 | 8,63 |
| LM-test | 26,44 | 29,52*** |
| N | 120 | 120 |
| Significantieniveau: * p < 0,1; ** p < 0,05; *** p < 0,01 | | |

6.3.3 Robuustheidsanalyse

Om de gevoeligheid van de resultaten na te gaan wordt een robuustheidsanalyse uitgevoerd. Bovenstaande resultaten zijn voornamelijk niet statistisch significant en door deze analyse wordt nagegaan of deze resultaten standhouden. In deze sectie worden de vijf hypothesen ten eerste op een andere manier gemeten door het gebruik van andere maatstaven. Ook wordt een andere analysetechniek voor *panel data* toegepast. Daarnaast wordt gekeken of wel een invloed merkbaar is van een kritische massa en de modererende variabelen op de drie categorieën apart. Verder wordt het bestaan van een non-lineaire relatie getest en wordt een logistische regressie opgesteld waarbij de invloed op de kans om een hoge mate van vrijwillige rapportering te hebben, wordt nagegaan. Tot slot wordt ook aandacht besteed aan het potentiële probleem van endogeniteit.

6.3.3.1 Andere maatstaven

Ten eerste worden enkele onafhankelijke variabelen anders voorgesteld. Zo wordt voor hypothese 1 en 2 de aanwezigheid van vrouwen vervangen door de genderdiversiteit in de Raad van Bestuur naar het voorbeeld van Campbell en Mínguez-Vera (2008). Zij concluderen namelijk dat niet de aanwezigheid zelf van vrouwen een invloed heeft op de bedrijfsprestaties, maar wel de toegenomen genderdiversiteit. Genderdiversiteit wordt gemeten door twee bestaande indexen, namelijk de *Blau-index* en de *Shannon-index*. De coëfficiënten van genderdiversiteit zijn voor beide indexen zowel qua significantie als teken hetzelfde als in sectie 6.3.4, waardoor geen invloed merkbaar is. Dezelfde controlevariabelen zijn ook statistisch significant.

Voor hypothese 3 wordt een procentuele kritische massa genomen. In de academische literatuur wordt een procentueel aantal vrouwen van 30% of 35% als kritische massa aangenomen (Joecks, et al., 2013; Kanter, 1977; Larkin, et al., 2013). In dit onderzoek wordt echter de grens van 33% genomen aangezien dit percentage bereikt moet worden door de Belgische quotawet en dit tussen 30% en 35% ligt. De coëfficiënt van deze variabele is negatief, maar niet statistisch significant. Er is dus weer geen bewijs van een kritische massa. Ook de vrouwelijke onafhankelijkheid en vrouwelijk lidmaatschap van het auditcomité wordt op een andere manier gemeten voor hypothese 4 en 5. Het aantal onafhankelijke vrouwen en vrouwelijke leden van het auditcomité, wordt nu respectievelijk gedeeld door het totaal aantal onafhankelijke bestuurders en het totaal aantal leden van het auditcomité. Deze analyse geeft dezelfde resultaten als in sectie 6.3.2.2 aangezien het teken van de coëfficiënten gelijk is en nog steeds geen statistisch significante waarden worden gevonden. Dezelfde controlevariabelen blijven statistisch significant voor de drie analyses.

Verder worden enkele controlevariabelen anders voorgesteld om na te gaan of het effect van vrouwelijke bestuurders hetzelfde blijft. De grootte van het bedrijf wordt gemeten door het natuurlijk logaritme van de marktkapitalisatie (Faleye, et al., 2011), de winstgevendheid door de *Return on Equity* ratio (Khan, 2010), en de schuldgraad door de totale schulden te delen door het totaal actief (Fuente, et al., 2017). Tevens wordt de onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur vervangen door het percentage niet-uitvoerende bestuurders (Fuente, et al., 2017). Deze variabelen worden beurtelings vervangen in bovenstaande regressiemodellen. Wanneer deze variabelen worden toegevoegd, verandert het teken van het procentueel aantal vrouwen in de Raad van Bestuur in sommige gevallen, maar de coëfficiënt blijft niet significant. Ook dezelfde controlevariabelen blijven

significant, maar CEO-dualiteit en groei zijn nu ook soms statistisch significant. Daarnaast worden ook de meest niet significante controlevariabelen stapsgewijs uit het model gelaten, maar ook dit heeft geen invloed op de statistische significantie van de parameters van vrouwelijke aanwezigheid in de Raad van Bestuur.

6.3.3.2 'First difference' model

Vervolgens wordt een 'first difference' (FD) model opgesteld, aangezien op deze manier ook gebruik gemaakt kan worden van *panel data* wanneer er maar data beschikbaar is voor twee jaren. Hierbij wordt een gepoolde OLS-regressie toegepast op de variabelen die het verschil voorstellen tussen 2011 en 2015. In dit model wordt gecontroleerd voor alle heterogeniteit tussen bedrijven die constant blijft tussen 2011 en 2015, zoals bijvoorbeeld bedrijfscultuur. Voor een analyse met twee jaren geeft dit dezelfde schattingen als het *fixed effects* model. Het FE-model wordt vaak toegepast om de invloed van vrouwen op bedrijfsprestaties te onderzoeken (Adams, 2016). Bij dit soort data is het immers mogelijk dat niet-geobserveerde heterogeniteit gecorreleerd is met de verklarende variabelen, de bedrijfscultuur kan bijvoorbeeld een bepalende factor zijn voor het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur. Hoewel de *Hausman*-test aangeeft dat dit niet het geval is en dus een RE-model gebruikt mag worden, is deze analyse verantwoord aangezien een FE-model ook consistent is. Uit de resultaten blijkt dat de parameters van de invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur op de mate van vrijwillige rapportering zo goed als overal gelijk blijven in vergelijking met het RE-model. Qua teken en statistische significantie zijn er geen verschillen op te merken, uitgezonderd bij model 3 en 4, waardoor de conclusie met betrekking tot het aanvaarden van hypothese 1, 2 en 5 niet verandert. Enkel zijn de coëfficiënten in bepaalde gevallen groter in absolute waarde, maar door het gebrek aan statistische significantie kan hier toch geen interpretatie aan worden gegeven. Ook de invloed van de controlevariabelen blijft vrij constant.

Bij model 3 is wel een verschil op te merken. De coëfficiënt van bedrijven met één vrouw in hun Raad van Bestuur is nu statistisch significant op het 10% niveau, maar wel negatief. De coëfficiënten van bedrijven met twee en drie of meer vrouwen zijn negatief maar niet statistisch significant. Dit betekent dat bedrijven met één vrouw een significante negatieve invloed hebben op de mate van vrijwillige rapportering in vergelijking met bedrijven zonder vrouw in hun Raad van Bestuur. Echter is er geen sprake van een kritische massa, aangezien deze theorie stelt dat vrouwen een merkbare invloed hebben vanaf dat zij een bepaald aantal bereikt hebben. Aangezien bij twee en drie of meer vrouwen geen significante invloed meer aanwezig is, kan niet gesproken worden van een kritische massa. Hypothese 3 kan dus op basis van deze resultaten ook niet aanvaard worden.

Ook model 4 kent andere resultaten. De coëfficiënt van het procentueel aantal vrouwen is nu negatief en statistisch significant op het 1% niveau, terwijl de coëfficiënt van het interactie-effect tussen vrouwelijke aanwezigheid en onafhankelijkheid positief en statistisch significant is op het 5% niveau. Vrouwen hebben dus een negatieve invloed op de mate van vrijwillige rapportering wanneer er geen onafhankelijke vrouwen zijn, maar hoe meer vrouwen onafhankelijk zijn, hoe minder negatief deze invloed wordt. Deze invloed kan zelfs positief worden vanaf 75,35% onafhankelijke vrouwen doordat de positieve interactieterm dan groter is dan de negatieve parameter van vrouwen. Hypothese 4 wordt echter niet ondersteund, aangezien een grotere invloed verwacht wordt naarmate zij meer

onafhankelijk zijn. Door het tegengesteld teken van de parameters, wordt de invloed dus niet groter maar kleiner. De positieve invloed van onafhankelijke bestuurders zou verklaard kunnen worden doordat van hen verwacht wordt dat zij het management sterk monitoren en informatie geven aan de aandeelhouders. De waarde van hun menselijk kapitaal wordt hier immers door bepaald (Bøhren & Staubo, 2016; Yekini, et al., 2015).

Het toepassen van een FD-model (wat hier overeenkomt met het FE-model) in vergelijking met het RE-model heeft dus maar een zeer beperkte invloed, waardoor besloten kan worden dat het gebruikte RE-model consistent is. Daarnaast wordt ook een OLS-regressie uitgevoerd voor 2011 en 2015 apart, maar dit geeft ook geen significante resultaten.

6.3.3.3 Invloed op de aparte categorieën van vrijwillige rapportering

De invloed van een kritische massa, onafhankelijkheid en auditcomitélidmaatschap worden enkel bestudeerd voor de totale vrijwillige rapportering, waarbij geen statistisch significante invloed wordt gevonden. Echter kan het interessant zijn om te kijken of wel een invloed van deze variabelen merkbaar als de drie categorieën van vrijwillige rapportering apart behandeld worden. Bij model 2 is namelijk enkel een invloed van vrouwen merkbaar op de financiële rapportering. De coëfficiënten van de variabelen die bedrijven met twee en drie of meer vrouwen voorstellen zijn dan ook negatief en statistisch significant op het 5% niveau bij de financiële component. De negatieve invloed op de financiële rapportering manifesteert zich dus vanaf twee vrouwen, waardoor sprake is van een kritische massa van twee vrouwen. Wanneer de invloed van onafhankelijkheid bekeken wordt, is de impact van vrouwen in het algemeen negatief en statistisch significant op het 1% niveau. De interactieterm is positief en statistisch significant op het 10% niveau. Net zoals in de vorige sectie wordt de negatieve invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur dus positiever naarmate meer vrouwen onafhankelijk zijn. Voor de invloed van het auditcomité zijn echter geen statistisch significante resultaten op te merken voor de financiële component. Ook is er zowel bij de strategische als bij de niet-financiële component een gebrek aan statistisch significante resultaten.

6.3.3.4 Non-lineaire relatie

Daarnaast vermelden Joecks et al., (2013) in hun studie dat er sprake kan zijn van een U-vormige relatie tussen vrouwen in de Raad van Bestuur en bedrijfsprestaties en dat bijgevolg studies die met een lage ratio vrouwen werken negatieve resultaten vinden, studies met een hoge ratio positieve resultaten en studies met beiden niet significante resultaten. Hoewel in sectie 6.3.2 verondersteld wordt dat een lineaire relatie aanwezig is, wordt toch getest op een U-vormige relatie door een gekwadraterde term van het procentueel aantal vrouwen toe te voegen. De data bevat immers overwegend lage ratio's, maar ook een aantal hoge ratio's en niet significante resultaten worden gevonden. De toevoeging van de gekwadraterde term zorgt echter niet voor statistisch significante coëfficiënten van de onafhankelijke variabelen, waardoor een U-vormige relatie uitgesloten wordt.

6.3.3.5 Logistische regressie

Verder wordt een logistische regressie opgesteld, waarbij de onderzochte bedrijven in twee groepen worden verdeeld op basis van de mediaan van de totale vrijwillige verslaggeving. Zo kan onderzocht worden of vrouwelijke bestuurders de kans beïnvloeden om tot de groep met een hoge mate van vrijwillige rapportering te behoren. Deze invloed blijft echter nog steeds statistisch niet significant.

6.3.3.6 Endogeniteit

Hoewel in sectie 6.3.2 blijkt dat er geen sprake is van endogeniteit, is 'reverse causality' of simultaneïteit en 'omitted variable bias' toch vaak een groot probleem bij studies die de invloed van vrouwen onderzoeken, zoals verklaard in sectie 5.4.2 (Adams, 2016). In onderzoek naar de invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur wordt dan ook vaak standaard gecontroleerd voor endogeniteit, onafhankelijk van een endogeniteitstest (Terjesen, et. al., 2016; Hermalin & Weisbach, 2003; Barros, et al., 2013).

Om dit probleem aan te pakken werken Joecks et al. (2013) en Farrell en Hersch (2005) met een *lag* van de onafhankelijke variabele. Hierbij worden de waarden gebruikt van vrouwen in de Raad van bestuur van een jaar eerder. De mate van vrijwillige rapportering van 2015 zou dan eigenlijk geen invloed kunnen hebben op de genderdiversiteit in de Raad van Bestuur in 2014. Ook voor andere *corporate governance* variabelen zoals de grootte en onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur alsook CEO-dualiteit wordt een *lag* gebruikt naar het voorbeeld van Joecks et al. (2013). Deze analyse laat toe na te gaan of bovenstaande resultaten sterk beïnvloed worden door eventuele endogeniteit. Uit de resultaten blijkt echter dat geen grote verschillen op te merken zijn met de initiële modellen. De coëfficiënt van de procentuele vrouwelijke aanwezigheid is nu wel vaker positief, maar nog steeds niet statistisch significant. Ook voor vrouwelijke onafhankelijkheid, vrouwelijke aanwezigheid in het auditcomité en de kritische massa zijn de parameters niet statistisch significant.

Endogeniteit wordt echter vaker behandeld door te werken met *two-stage least squares* (2SLS), waarbij instrumenten voor de *corporate governance* variabelen worden gebruikt (Campbell & Mínguez-Vera, 2008; Gul & Leung, 2004, Terjesen, et al., 2016). De bijbehorende testen wijzen uit dat de gekozen instrumenten zowel relevant als geldig zijn. Echter toont de endogeniteitstest aan dat de variabelen even goed als exogeen behandeld mogen worden en dus niet endogeen zijn. Dit komt overeen met de test in sectie 6.3.1. De resultaten van 2SLS komen dan ook overeen met de resultaten in sectie 6.3.4. Zowel de analyse met de *lags* als met de instrumenten zorgt dus niet voor een andere conclusie met betrekking tot het aanvaarden van de hypothesen.

Hoofdstuk 7: Enquête

Naast de kwantitatieve analyse wordt ook een kwalitatief onderzoek gevoerd door een enquête af te nemen bij een aantal vrouwelijke bestuursleden (bijlage 1). In deze enquête wordt gepeild naar hun ervaring en mening in verband met vrijwillige rapportering. Deze enquête werd naar 267 leden van *Women on Board Belgium* gestuurd. In totaal hebben 66 vrouwen geantwoord, wat overeenkomt met een respons van 24,72%. 12 vrouwen hebben de enquête niet afgemaakt en voor 21 vrouwen stopte de enquête na de eerste vraag aangezien zij niet zetelen in een Raad van Bestuur. In totaal zijn dus de antwoorden van 33 vrouwen geldig en bruikbaar voor analyse.

7.1 Demografische kenmerken en ervaring

Om te beginnen worden enkele demografische kenmerken besproken van de 33 vrouwen die de vragenlijst volledig hebben ingevuld. Het overgrote deel van de vrouwen bevindt zich tussen 51 en 60 jaar, namelijk 48,5%. Ook 33,3% heeft een leeftijd tussen 41 en 50 jaar. De oudste categorie is 61 tot 70 jaar en hierin bevindt zich 12,1%, terwijl 6,1% zich in de jongste categorie van 31 tot 40 jaar bevindt. Daarnaast is het ook interessant om te weten wat hun hoogste graad van opleiding is. 90,9% van de ondervraagden beschikt over een academische master. De overige drie personen hebben ofwel een doctoraat, MBA of master na master behaald. Verder wordt ook gevraagd naar hun opleidingsachtergrond. De meerderheid heeft economie of rechten gestudeerd, respectievelijk 39,4% en 21,2%. Daarnaast komen ingenieursstudies, gevolgd door communicatie, geneeskunde en wetenschappen. 24,2% heeft een andere achtergrond, zoals geschiedenis, talen, en farmacie.

Vervolgens worden ook enkele vragen gesteld over hun ervaring in de Raad van Bestuur zelf. De meerderheid van de ondervraagden (52,8%) geeft aan lid te zijn van de Raad van Bestuur in een KMO die niet beursgenoteerd is. Daarentegen zetelt 22,2% in de Raad van Bestuur in een groot beursgenoteerde bedrijf. Respectievelijk 11,1% en 2,8% is lid van de Raad van Bestuur van een groot niet-beursgenoteerd of middelgroot beursgenoteerd bedrijf. Er zijn ook nog vier ondervraagden die aangeven in een ander soort bedrijf actief te zijn zoals een vzw of een ngo. De overgrote meerderheid geeft aan te zetelen in meerdere Raden van Bestuur, namelijk 69,7%. Tot slot wordt ook gepeild naar het aantal jaren ervaring in een Raad van Bestuur. 24,2% heeft meer dan tien jaar ervaring. Daarnaast heeft 42,5% minder dan vijf jaar ervaring en 9,1% zelfs minder dan één jaar.

7.2 Belang van vrijwillige rapportering

In een eerste deel van de enquête wordt gepeild naar het belang dat vrouwelijke bestuursleden hechten aan het vrijgeven van vrijwillige informatie (tabel 16). Wanneer ten eerste gevraagd wordt in welke mate zij het vrijwillig vrijgeven van financiële informatie belangrijk vinden, blijkt dat geen enkele ondervraagde dit niet belangrijk vindt. 15,2% vindt dit redelijk belangrijk, terwijl meer als 80% dit zeer tot uitermate belangrijk vindt. Hieruit kan besloten worden dat de ondervraagden over het algemeen zeker veel belang hechten aan de vrijwillige rapportering van financiële informatie. Bij de vrijwillige strategische rapportering zijn de meningen meer verdeeld. Een klein percentage vindt dit zelfs niet erg belangrijk. 21,2% vindt dit maar redelijk belangrijk. Daarentegen zegt ongeveer

75% dit zeer tot uitermate belangrijk te vinden. Tot slot wordt ook gevraagd naar de niet-financiële informatie. Ook hier vindt niemand dit niet belangrijk. 21,2% geeft aan dit maar redelijk belangrijk te vinden. Bijna 80% vindt dit zeer tot uitermate belangrijk. Op basis van de antwoorden op 'uitermate belangrijk' en 'zeer belangrijk' wordt geconcludeerd dat de ondervraagde vrouwen vrijwillige financiële informatie het belangrijkste vinden, gevolgd door niet-financiële informatie en daarna pas strategische informatie.

Tabel 16: Belang vrijwillige rapportering (enquête)

| Variabele | Uitermate belangrijk | Zeer belangrijk | Redelijk belangrijk | Niet erg belangrijk | Helemaal niet belangrijk |
|-----------------------------------|----------------------|-----------------|---------------------|---------------------|--------------------------|
| Financiële informatie | 27,3% | 57,6% | 15,2% | 0,0% | 0,0% |
| | 84,9% | | 15,2% | 0,0% | |
| Strategische informatie | 33,3% | 42,4% | 21,2% | 3,0% | 0,0% |
| | 75,7% | | 21,2% | 3,0% | |
| Niet-financiële informatie | 18,2% | 60,6% | 21,2% | 0,0% | 0,0% |
| | 78,8% | | 21,2% | 0,0% | |

Als dan dieper wordt ingegaan op welke niet-financiële aspecten vrouwelijke bestuurders belangrijk vinden om te rapporteren, blijkt dat zij milieuaspecten (87,9%) en informatie over deugdelijk bestuur (87,9%) het belangrijkste vinden. Ook informatie over anti-corruptie en omkoping (78,8%) wordt zeer belangrijk gevonden. Dit wordt gevolgd door productverantwoordelijk (69,7%), respect voor mensenrechten (69,7%) en sociale aspecten (69,7%) zoals maatschappelijk verantwoordelijk ondernemen. Informatie over het personeel (30,3%) en de sociale en externe relaties (42,4%) wordt minder belangrijk gevonden. Tot slot zijn er ook nog suggesties voor andere informatie zoals gendergelijkheid en *supply chain* controle. Verder geeft ook 69,7% van de vrouwen aan dat het bedrijf (of ten minste één van de bedrijven) waar zij zetelen in de Raad van Bestuur, vrijwillige niet-financiële informatie vrijgeeft in het jaarverslag of duurzaamheidsverslag.

7.3 Invloed op de vrijwillige rapportering

In een volgend onderdeel van de vragenlijst wordt gevraagd naar de invloed die vrouwen kunnen hebben op het vrijwillig vrijgeven van informatie en welke factoren hierbij een rol spelen. Om te beginnen wordt de volgende stelling gegeven: "De wetenschappelijke literatuur stelt dat de Raad van Bestuur een invloed heeft op de mate van vrijwillige rapportering door een bedrijf.". 72,7% van de ondervraagden is hiermee akkoord in tegenstelling tot 6,1% die niet akkoord is. 21,2% is onbeslist. De overgrote meerderheid denkt dus dat de Raad van Bestuur enige invloed heeft op de mate van rapportering. Als dan dieper wordt ingegaan op de mate waarin vrouwelijke bestuurders een positieve invloed op de verschillende componenten van vrijwillige rapportering hebben, geeft 39,4% van de ondervraagden aan dat zij een grote tot een zeer grote invloed kunnen hebben op de financiële component. 33,3% denkt dit maar een middelmatige invloed is, terwijl 9,1% aangeeft dat zij weinig tot geen invloed hebben. 18,2% geeft aan onbeslist te zijn. Bij de strategische informatie zijn de cijfers gelijkaardig. De ondervraagden geloven echter dat vrouwen de grootste invloed kunnen hebben op de niet-financiële component, namelijk 54,6% geeft aan dat zij een grote tot een zeer

grote invloed kunnen hebben. 27,3% vindt toch eerder dat zij een middelmatige invloed hebben, terwijl maar 6,1% denkt dat zij enkel een kleine impact hebben en 12,1% is onbeslist.

Vervolgens worden enkele kruistabellen opgesteld om na te gaan of de personen die met de stelling akkoord zijn ook vaker aangeven dat vrouwen een grote invloed hebben op de vrijwillige rapportering van de drie componenten (tabel 17). Uit de kruistabellen blijkt dat dit het geval is. Vooral personen die akkoord zijn met de stelling geven aan dat vrouwen een grote tot zeer grote invloed kunnen hebben op de vrijwillige rapportering. De personen die niet akkoord zijn stellen dat vrouwen eerder een middelmatige invloed hebben. Voor de tabellen van de financiële en strategische component is de Pearson Chi-square waarde statistisch significant, wat betekent dat er een significante associatie is tussen het antwoord op de stelling en de mate van invloed die vrouwen hebben op de financiële en strategische vrijwillige rapportering. Ook de *Phi* en *Cramer's V*-waarde geven een sterke associatie aan tussen beide variabelen. Voor de niet-financiële component zijn deze waarden niet significant.

Tabel 17: Kruistabellen vrijwillige rapportering (enquête)

| | | Mate van invloed op de rapportering (categorieën) | | | | | | |
|---|--------------|---|-------|-------------|--------|------|-----------|--------|
| | | Zeer groot | Groot | Middelmatig | Weinig | Geen | Onbeslist | Totaal |
| Stelling: De RvB heeft een invloed op de mate van vrijwillige rapportering | Kruistabel 1 | Financieel | | | | | | |
| | Akkoord | 15,2% | 24,2% | 21,2% | 0,0% | 3,0% | 9,1% | 72,7% |
| | Niet Akkoord | 0,0% | 0,0% | 6,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 6,1% |
| | Onbeslist | 0,0% | 0,0% | 6,1% | 6,1% | 0,0% | 9,1% | 21,2% |
| | Totaal | 15,2% | 24,2% | 33,3% | 6,1% | 3,0% | 18,2% | 100% |
| | Kruistabel 2 | Strategisch | | | | | | |
| | Akkoord | 12,1% | 27,3% | 21,2% | 0,0% | 3,0% | 6,1% | 72,7% |
| | Niet akkoord | 0,0% | 0,0% | 6,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 6,1% |
| | Onbeslist | 0,0% | 0,0% | 6,1% | 6,1% | 0,0% | 9,1% | 21,2% |
| | Totaal | 12,1% | 27,3% | 33,3% | 6,1% | 3,0% | 18,2% | 100% |
| | Kruistabel 3 | Niet-financieel | | | | | | |
| | Akkoord | 18,2% | 30,3% | 15,2% | 3,0% | 0,0% | 6,1% | 72,7% |
| | Niet akkoord | 0,0% | 0,0% | 6,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 6,1% |
| | Onbeslist | 0,0% | 6,1% | 6,1% | 3,0% | 0,0% | 6,1% | 21,2% |
| | Totaal | 18,2% | 36,4% | 27,3% | 6,1% | 0,0% | 12,1% | 100% |

Verder wordt ook gepeild naar de factoren die mogelijk een rol spelen bij de invloed die vrouwen hebben op de vrijwillige rapportering (tabel 18). Om te beginnen wordt gevraagd of een kritische massa vrouwen aanwezig moet zijn alvorens zij een invloed kunnen hebben. De meerderheid geeft aan dat dit het geval is (60,6%), terwijl 27,3% denkt dat dit niet nodig is en 12,1% is onbeslist. Daarnaast wordt ook gevraagd in welke mate de invloed op de vrijwillige rapportering groter is wanneer je lid bent van het auditcomité, meerdere bestuursmandaten hebt, een onafhankelijke bestuurder bent of het voorzitterschap hebt. Onderstaande tabel geeft de respons hierop weer. Op basis van de antwoorden lijkt lidmaatschap van het auditcomité de grootste invloed te hebben, gevolgd door het voorzitterschap. Onafhankelijkheid en meerdere bestuursmandaten hebben, lijken de kleinste invloed te hebben volgens de ondervraagden.

Tabel 18: Invloed modererende variabelen (enquête)

| Variabele | Zeer veel invloed | Veel invloed | Middelmatige invloed | Weinig invloed | Geen invloed | Onbeslist |
|----------------------------------|-------------------|--------------|----------------------|----------------|--------------|-----------|
| Lid auditcomité | 9,1% | 36,4% | 33,3% | 3,0% | 9,1% | 9,1% |
| | 45,5% | | 33,3% | 12,1% | | 9,1% |
| Meerdere bestuursmandaten | 3,0% | 30,3% | 39,4% | 9,1% | 12,1% | 6,1% |
| | 33,3% | | 39,4% | 21,2% | | 6,1% |
| Onafhankelijkheid | 3,0% | 30,3% | 45,5% | 12,1% | 0,0% | 9,1% |
| | 33,3% | | 45,5% | 12,1% | | 9,1% |
| Voorzitterschap | 21,2% | 21,2% | 24,2% | 6,1% | 3,0% | 24,2% |
| | 42,4% | | 24,2% | 9,1% | | 24,2% |

7.4 Bijdrage van vrouwelijke bestuurders

Tot slot wordt ook gepeild naar de specifieke waarden en kenmerken die vrouwen kunnen bijdragen aan de Raad van Bestuur. Tabel 19 geeft het percentage van de ondervraagden dat per kenmerk aangeeft of vrouwen dit al dan niet bijdragen. Vrouwen zouden vooral meer diverse meningen en inzichten bijbrengen alsook kwalitatievere beslissingen en communicatie. Sociaal kapitaal en monitoring worden het minste ondersteund. Van de verschillende oriëntaties wordt aangegeven dat vrouwen het meest ethisch- en stakeholder-georiënteerd zijn en het minst milieu-georiënteerd.

Tabel 19: Bijdrage vrouwelijke bestuurders (enquête)

| Belang van waarde/kenmerk | | | |
|------------------------------------|-------|--------------------------|-------|
| Meer diverse inzichten en meningen | 87,9% | Stakeholder-georiënteerd | 63,6% |
| Kwalitatievere beslissingen | 72,7% | Sociaal-georiënteerd | 57,6% |
| Communicatie | 69,7% | Milieu-georiënteerd | 51,5% |
| Creatieve ideeën en innovatie | 63,6% | Sociaal kapitaal | 45,5% |
| Menselijk kapitaal | 63,6% | Monitoring | 39,4% |
| Ethisch-georiënteerd | 63,6% | | |

Enkele conclusies kunnen getrokken worden uit deze resultaten. Zo blijkt dat de ondervraagde vrouwen het vrijwillig vrijgeven van financiële informatie het belangrijkste vinden, in vergelijking met niet-financiële en strategische informatie. Echter geven zij aan dat vrouwen de grootste invloed kunnen hebben op het vrijgeven van niet-financiële informatie. Een mogelijke verklaring is het feit dat vrouwen in tegenstelling tot mannen vaker gekenmerkt worden door een sociale-, stakeholder-, ethische-, en milieu-oriëntatie. Hierin kunnen zij zich onderscheiden en deze aspecten worden vooral behandeld in de niet-financiële rapportering. Niet-financiële onderwerpen waar zij het meeste belang aan hechten zijn milieuaspecten, deugdelijk bestuur en anti-corruptie en omkoping. De eigenschappen die de grootste rol lijken te spelen bij de invloed van vrouwelijke bestuurders zijn lid zijn van het auditcomité en het voorzitterschap. Tot slot zouden vrouwen voornamelijk meer diverse inzichten en meningen, kwalitatievere beslissingen en communicatie bijdragen en zijn zij vooral stakeholder- en ethisch-georiënteerd.

Deel IV: Conclusie

Hoofdstuk 8: Algemeen besluit en kritische reflectie

Om dit onderzoek af te ronden volgt een algemeen besluit waarin zowel de theoretische als de praktische implicaties besproken worden. Daarnaast wordt een kritische blik geworpen op deze masterproef waarin zowel de beperkingen worden aangehaald als suggesties voor verder onderzoek.

8.1 Theoretische implicaties

In de academische literatuur onderzoeken verschillende studies de relatie tussen vrouwelijke bestuursleden en bedrijfsuitkomsten. In deze masterproef wordt onderzocht wat de impact is van vrouwen in de Raad van Bestuur op het rapporteringsgedrag van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Deze studie onderscheidt zich door ten eerste te focussen op de mate van vrijwillige rapportering. Voorgaande onderzoeken kijken vooral naar de bedrijfsprestaties, terwijl de invloed op de rapportering eerder onderbelicht is. Daarnaast gebeurde dit in de Belgische context waar tot op heden weinig specifiek onderzoek werd gevoerd naar de invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur. De invoering van de quotawet van 28 juli 2011 maakt dat Belgische beursgenoteerde bedrijven zeer geschikt zijn om onderzoek naar te voeren. De centrale onderzoeksvraag van dit onderzoek luidt: *"Wat is de impact van de aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur op het rapporteringsgedrag van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?"*.

Zes hypothesen werden opgesteld om deze onderzoeksvraag te toetsen. Eerst en vooral werd verwacht dat vrouwelijke bestuursleden een positieve invloed hebben op de mate van vrijwillige rapportering. Echter wordt geen significante invloed gevonden, waardoor deze verwachting niet wordt ondersteund. Dit komt overeen met de studie van Nalikka (2009). Wel wordt bewijs gevonden omtrent de impact van enkele bedrijfsspecifieke kenmerken. Vooral de grootte van het bedrijf en van de Raad van Bestuur blijken een positieve invloed te hebben, en ook de sector lijkt belangrijk.

Daarnaast werd verondersteld dat zij een verschillende invloed hebben naargelang de aard van de vrijwillige rapportering, namelijk strategisch, niet-financieel en financieel, en dat de impact op de niet-financiële informatie het grootste is. Deze verwachting wordt niet ondersteund doordat geen invloed werd gevonden op de strategische en niet-financiële component in tegenstelling tot een negatieve invloed op de financiële rapportering. Een denkbare oorzaak is dat uit de academische literatuur blijkt dat vrouwen minder gedreven worden door winst en tastbare aspecten, maar meer door ethische en maatschappelijke prestaties. Hierdoor hechten zij mogelijk minder belang aan de financiële rapportering. Het gebrek aan bewijs van een invloed op de niet-financiële informatie komt overeen met Giannarakis, et al. (2014) en Khan (2010). Echter is dit tegenstrijdig met studies die wel een positieve invloed vinden van vrouwen op de niet-financiële vrijwillige rapportering (Fernandez-Feijo, et al., 2014; Frias-Aceituno, et al., 2012; Fuente, et al., 2017).

Daarnaast werd verwacht dat een kritische massa van drie vrouwen nodig is alvorens zij een impact hebben op de vrijwillige rapportering. Ook dit wordt niet ondersteund. Een bijkomende analyse gaf wel blijk van een negatieve invloed van één vrouw, maar van een kritische massa is geen sprake.

Echter is er enige indicatie van een kritische massa van twee vrouwen bij de financiële rapportering, waardoor een voorzichtige neiging ontstaat om de kritische massa theorie te ondersteunen.

Tot slot werd de invloed van drie modererende effecten onderzocht op de relatie tussen vrouwen in de Raad van Bestuur en de mate van vrijwillige rapportering door bedrijven. Zo werd een positief versterkend effect verwacht van vrouwelijke onafhankelijke bestuurders, vrouwelijke leden in het auditcomité en vrouwelijke voorzitters. De invloed van het voorzitterschap kon niet onderzocht worden door een tekort aan vrouwelijke voorzitters in de data. Daarnaast werd ook geen ondersteuning gevonden voor het versterkend modererend effect van auditcomitélidmaatschap en onafhankelijkheid door een gebrek aan empirisch bewijs. Met betrekking tot vrouwelijke onafhankelijkheid geven twee bijkomende analyses wel een afzwakkend modererend effect aan. Onafhankelijke vrouwelijke bestuurders zouden in dit geval het negatieve effect van vrouwelijke bestuurders in het algemeen doen afnemen, wat overeenkomt met de academische literatuur die stelt dat onafhankelijke bestuurders waarde toevoegen aan de Raad van Bestuur als sterke monitors en zij de aandeelhouders voorzien van voldoende informatie. Dit geeft enige indicatie dat onafhankelijkheid een rol speelt bij de bijdrage van vrouwen in de Raad van Bestuur.

Door een gebrek aan bewijs van een merkbare invloed kan geen besluit worden genomen over de relatie tussen vrouwen in de Raad van Bestuur en de mate van vrijwillige rapportering. De academische literatuur omtrent de invloed van vrouwen op bedrijfsuitkomsten heeft echter vaak te kampen met niet significante resultaten, zoals blijkt uit de literatuurstudie. Een mogelijke oorzaak is het feit dat dit onderzoek te vroeg komt. De quotawet treedt immers pas ten vroegste in werking in 2017 en uit de data blijkt dat meer dan de helft van de onderzochte bedrijven hieraan pas moeten voldoen in 2019, terwijl dit onderzoek zich focust op 2011 en 2015. In 2011 bestond de Raad van Bestuur van de onderzochte bedrijven voor 10,5% uit vrouwen, tegenover 20,8% in 2015, wat lager is dan 33%. In 2015 voldeden immers maar 18% van de bedrijven aan de quota. Daarnaast hebben in 2015 ook 78% van de onderzochte bedrijven twee of minder vrouwen. Mogelijk zijn er nog niet voldoende vrouwen om een significante impact op te merken en zetelen de vrouwen die wel zijn opgenomen in de data nog niet lang genoeg als een bestuurslid om al een serieuze impact uit te oefenen. Zij moeten misschien hun plaats nog vinden en hebben tijd nodig om hun invloed te laten gelden. Uit een interview met een vrouwelijk lid van de Raad van Bestuur blijkt namelijk dat zij de eerste jaren weinig zei in de Raad van Bestuur en zeker niets fout wilde zeggen. De enquête geeft echter aan dat vrouwen zeker veel belang hechten aan vrijwillige rapportering, wat mogelijk empirisch bewijs kan opleveren in de toekomst. De verwachtingen zijn dus hoopvol.

Vrouwen in leidinggevende posities is een redelijk nieuw fenomeen en door het beperkt aantal vrouwen zou de rol die zij spelen dan ook beperkt zijn (Khan, 2010). Een theorie die hierbij speelt is het tokenisme (Isidro & Sobral, 2015). Van alle onderzochte bedrijven heeft namelijk 27% maar één vrouw in hun Raad van Bestuur. Deze vrouw kan aanzien worden als een symbool om aan te tonen dat aandacht wordt gegeven aan diversiteit. De effectieve invloed van deze vrouw wordt dan beperkt omdat zij onderhevig kan zijn aan tal van problemen, zoals blijkt uit de literatuurstudie. In een Raad van Bestuur die gedomineerd wordt door mannen, is de vrijheid van de minderheidsgroep om te praten of actief deel te nemen vaak beperkt (Amran, et al., 2014). Eventueel is de aanwezigheid van vrouwen nog niet genormaliseerd en zouden hun positieve effecten op korte termijn ook teniet

gedaan kunnen worden doordat meer conflict ontstaat in de Raad van Bestuur door het ontstaan van meer diverse meningen (Carter, et al., 2010). Ook zou het gedwongen aspect van de quotawet een rol kunnen spelen. De stijgende vraag naar vrouwen en het beperkte aanbod kunnen zorgen voor jongere bestuurders met minder ervaring (Ahern & Dittmar, 2012). Over een langere periode, wanneer er voldoende gekwalificeerde vrouwen zijn, zouden de voordelen van genderdiversiteit echter meer tot uiting moeten komen (Gregory-Smith, et al., 2013).

Een andere mogelijke oorzaak is het feit dat mannelijke en vrouwelijke bestuurders misschien niet zo verschillend zijn als voorgesteld wordt in de literatuur. De literatuur focust vooral op hun verschillen en op de positieve invloed van vrouwen. Vrouwen hebben echter in de Westerse wereld vandaag de dag gelijke toegang tot opleiding en werk (Giannakaris, et al., 2014). Daarnaast zouden sommige verschillen tussen mannen en vrouwen ook verdwijnen doorheen de tijd, zoals het feit dat vrouwelijke bestuursleden vaak jonger zijn (Adams, et al., 2016). Vrouwelijke aanwezigheid op zich is dan misschien moreel gewenst, maar brengt geen economische effecten met zich mee (Isidro & Sobral, 2015). Mogelijk spelen andere specifieke kenmerken en gedragingen een rol die niet te onderscheiden zijn op basis van geslacht (Giannakaris, et al., 2014; Carter, et al., 2010).

Tot slot heeft de Raad van Bestuur misschien zelf niet zo een grote invloed op de vrijwillige rapportering, waardoor vrouwelijke bestuursleden bijgevolg ook geen merkbare invloed hebben. Dit lijkt echter een minder aannemelijke verklaring aangezien in sectie 2.3 duidelijk de link tussen de Raad van Bestuur en rapportering – waaronder vrijwillige rapportering – wordt aangetoond. Ook geeft de meerderheid van de vrouwen in de enquête aan dat de Raad van Bestuur hierop een invloed heeft, en is er een impact op de vrijwillige rapportering merkbaar van de grootte van de Raad van Bestuur en in sommige gevallen van CEO-dualiteit in de regressieanalyses.

8.2 Praktische implicaties

De materie omtrent genderquota is tegenwoordig zeer actueel. Naar het voorbeeld van Noorwegen voeren immers steeds meer bedrijven genderquota in om bedrijven, vooral beursgenoteerd, de verplichting op te leggen een bepaald aantal vrouwen in hun Raad van Bestuur te laten zetelen. Ook België is dit voorbeeld gevolgd met de wet van 28 juli 2011. Dat hier steeds meer aandacht aan wordt besteed, is een indicatie dat de *mindset* naar vrouwen in leidinggevende posities toe aan het veranderen is. In de bedrijfswereld nemen zij dan ook steeds meer en belangrijkere posities in (Instituut voor de Gelijkheid van Vrouwen en Mannen, 2016b; Simpson, et al., 2010). Echter is er ook veel kritiek op de genderquota. Critici stellen dat het verplicht benoemen van leden in de Raad van Bestuur op basis van hun geslacht ook negatieve gevolgen kan hebben. Zo wordt mogelijk niet de beste kandidaat gekozen wanneer enkel gekeken wordt naar geslacht en niet naar talent.

Als de resultaten van de studie de verwachtingen hadden ondersteund, konden zij bijdragen aan de *business case* voor de quota en dus belangrijke implicaties voor de praktijk hebben. Het zou dan immers een bijkomend bewijs zijn van de positieve invloed van vrouwen in de bedrijfswereld. De quota zouden dan naast het morele aspect steeds meer gerechtvaardigd worden door anderen redenen. Daarnaast kon dit ook implicaties hebben voor Belgische niet-beursgenoteerde bedrijven, aangezien zij niet onderworpen zijn aan de quotawet. De praktische bijdrage is echter zeer beperkt

door de niet significante resultaten. Wel moet benadrukt worden er ook geen negatieve invloed van vrouwelijke bestuursleden wordt gevonden, met uitzondering van de invloed op de financiële rapportering die al sterk gereguleerd is. Het kwalitatief onderzoek toont wel aan dat vrouwelijke bestuursleden veel belang hechten aan vrijwillige rapportering en zij belangrijke waarden en kenmerken kunnen bijdragen. Het is daarom te voorbarig om te besluiten dat vrouwen geen impact kunnen hebben op het vrijwillige rapporteringsgedrag van bedrijven.

8.3 Kritische reflectie en suggesties voor verder onderzoek

Door het gebrek aan bewijs kan geen conclusie worden getrokken over de invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur op de mate van vrijwillige rapportering in de Belgische context. Met deze masterproef is echter een luik geopend voor verder onderzoek in de Belgische context. Wel wordt aangeraden om een aantal jaren te wachten, namelijk tot na 2019 wanneer alle Raden van Bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen moeten voldoen aan de quotawet. Mogelijk zijn er dan ook meer vrouwelijke voorzitters, waardoor hun invloed beter getest kan worden. Daarnaast zou bijkomend naar de invloed van vrouwelijke managers gekeken kunnen worden, zoals de CEO en CFO, naar het voorbeeld van Nalikka (2009). Zij vond namelijk een significante positieve invloed van een vrouwelijke CFO. Het managementteam bezit immers vaak de meeste private informatie over het bedrijf, waardoor zij een grote invloed kunnen hebben op de vrijwillige rapportering. Uit de interviews bleek tevens dat de Raad van Bestuur voornamelijk de informatie die het bedrijf verlaat, kritisch moet analyseren en goedkeuren en niet zozeer zelf opstellen.

Uiteraard bevat deze masterproef een aantal beperkingen die een vertrekpunt kunnen vormen voor toekomstig onderzoek. Een eerste grote beperking is de subjectiviteit die meespeelt in dit onderzoek. Zo moest bij het analyseren van de jaarverslagen vaak zelf een overweging gemaakt worden of een bepaald item al dan niet werd gerapporteerd. Ook werd de lijst met criteria zelf opgesteld op basis van een combinatie van voorgaande onderzoeken, wat de uiteindelijke betrouwbaarheid van de meetschaal bepaalt. Doordat bijna elk onderzoek een verschillende meetschaal gebruikt, wordt het tevens moeilijker om de resultaten te veralgemenen en te vergelijken met andere onderzoeken (Artiach & Clarkson, 2011). Daarnaast speelde ook enige subjectiviteit mee bij het bepalen van de datum wanneer bedrijven moeten voldoen aan de quotawet. De data van de *free float* zijn namelijk niet altijd eenduidig. Subjectiviteit is inherent aan dit soort onderzoeken, maar zou verminderd kunnen worden door met meerdere onderzoekers te werken. Verder is het ontwikkelde meetinstrument mogelijk niet toepasbaar op alle bedrijven. Er is in bepaalde mate rekening gehouden met niet-relevante elementen en ook werd met een redelijk groot aantal items gewerkt om zoveel mogelijk elementen in aanmerking te nemen. Echter kan nooit met alles rekening gehouden worden. Verder werd door het beperkte tijds kader ook de omvang van rapporteren over een bepaald item niet in beschouwing genomen. Voor toekomstig onderzoek wordt dan ook aangeraden om te werken met meerdere onderzoekers en om eventueel een gesofisticeerder meetinstrument te ontwikkelen dat rekening houdt met de omvang van de rapportering en de diversiteit in bedrijven.

Hoewel naast het jaarverslag ook aparte verslagen werden bekeken, werd andere informatie zoals persberichten en de website niet in aanmerking genomen. Dit kan mogelijk ook een belangrijke bron

van informatie zijn. En hoewel volgens Chau en Gray (2010) het jaarverslag een goede benadering is, toch kan niet om het feit heen gegaan worden dat niet alle vrijwillige informatie in rekening is genomen. Toekomstig onderzoek zou met meerdere informatiebronnen rekening kunnen houden.

Daarnaast zijn er ook enkele beperkingen met betrekking tot de data. Zo werden maar 60 bedrijven geanalyseerd voor twee jaren. De dataset mocht namelijk niet te groot zijn om de dataverzameling haalbaar te houden, maar zo is het wel moeilijker om significante resultaten te vinden. Toekomstig onderzoek zou de dataverzameling kunnen uitbreiden naar meer jaren alsook meer bedrijven zoals bijvoorbeeld de bedrijven op Marché Libre en Alternext Brussels, alsook de financiële bedrijven, en hiervoor dan controleren in de analyse. De huidige resultaten zijn dan ook niet te veralgemenen voor alle beursgenoteerde bedrijven aangezien een belangrijke groep van financiële en vastgoedbedrijven niet in rekening werd genomen (Khan, 2010). Daarnaast zijn de resultaten, hoewel niet statistisch significant, ook niet te veralgemenen naar andere landen aangezien zij andere wetten en culturele achtergronden kunnen hebben. Dit onderzoek is gebaseerd op het regelgevend kader van België. Zo werd de *disclosure* index opgesteld op basis van de Belgische wettelijke verplichtingen omtrent rapportering. Ook de definitie voor een onafhankelijke bestuurder uit de *Belgische Corporate Governance Code 2009* werd gehanteerd. De resultaten kunnen verschillen in een andere institutionele context, waardoor toekomstig onderzoek eventueel meerdere landen kan beschouwen (Carter, et al., 2010). Tot slot had de enquête maar een respons van 33 vrouwen mede door het feit dat vrouwelijke bestuursleden een kleine en moeilijk bereikbare doelgroep zijn.

Ook de analysetechniek kent mogelijk limitaties. Het empirisch onderzoek werd uitgevoerd met de econometrische kennis die de voorbije jaren vergaard werd. Mogelijk bestaan er meer gesofisticeerde analysetechnieken die beter omgaan met de potentiële problemen in de data, zoals endogeniteit. Barros, et al. (2013) maken bijvoorbeeld gebruik van het Arelleno-Bond model, dat zeer geschikt is om het probleem van endogeniteit te reduceren. Echter kon deze techniek niet worden toegepast door de beperkte data. Daarnaast werd door het gebruik van *panel data* gecontroleerd voor tijdsafhankelijke heterogeniteit tussen bedrijven. Mogelijk werd wel niet gecontroleerd voor andere belangrijke variabelen die tijdsafhankelijk zijn, zoals bijvoorbeeld het aantal *board meetings* en andere diversiteit. Toekomstig onderzoek zou met deze elementen rekening kunnen houden.

Tot slot moet de kritische bemerking gemaakt worden dat vrouwelijke bestuurders waarschijnlijk geen willekeurige leden van de vrouwelijke populatie zijn mede door de selectieprocedure die vooraf gaat aan hun benoeming (Adams, 2016). Het is namelijk nog steeds ongewoon voor vrouwen om lid te zijn van een Raad van Bestuur. Het is onwaarschijnlijk dat vrouwen die niet erg zelfsturend maar wel erg risico-avers en op veiligheid gericht zijn, een carrière pad gaan nastreven dat leidt tot zetelen in een Raad van Bestuur (Adams & Funk, 2012; Adams, 2016). Bijgevolg moet opgepast worden met empirisch bewijs van geslachtsverschillen buiten de sfeer van de Raad van Bestuur en het topmanagement. Hiermee werd in deze masterproef wel zoveel mogelijk rekening gehouden.

Ondanks de beperkingen en het gebrek aan bewijs, bevat deze masterproef toch enkele interessante bevindingen omtrent de invloed van vrouwen in de Raad van Bestuur en zijn de verwachtingen naar de toekomst toe zeker positief!

Lijst van de geraadpleegde werken

- Abbott, L. J., Parker, S., & Presley, T. J. (2012). Female Board Presence and the Likelihood of Financial Restatement [Elektronische versie]. *Accounting Horizons*, 26(4), 607-629.
- Adams, R. B. (2016). Women on boards: The superheroes of tomorrow? [Elektronische versie]. *The Leadership Quarterly*, 27, 371-386.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A Theory of Friendly Boards [Elektronische versie]. *The Journal of Finance*, 62(1), 217-250.
- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- Adams, R. B., Gray, S., & Nowland, J. (2011). Does Gender Matter in the Boardroom? Evidence from the Market Reaction to Mandatory New Director Announcements. *SSRN Electronic Journal*. Geraadpleegd op 18 april, 2016, via https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1953152
- Adams, R., & Funk, P. (2012). Beyond the Glass Ceiling: Does Gender Matter? [Elektronische versie]. *Management Science*, 58(2), 219-235.
- Ahern, K. R., & Dittmar, A. K. (2012). The changing of the boards: The impact on firm valuation of mandated female board representation [Elektronische versie]. *The Quarterly Journal of Economics*, 127(1), 137-197.
- Akhtaruddin, M., Hossain, M. A., Hossain, M., & Yao, L. (2009). Corporate Governance and Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports of Malaysian Listed Firms [Elektronische versie]. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 7(1), 1-19.
- Allegrini, M., & Greco, G. (2013). Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: evidence from Italian Listed Companies [Elektronische versie]. *Journal of Management & Governance*, 17(1), 187-216.
- Allini, A., Rossi, F. M., & Hussainey, K. (2016). The board's role in risk disclosure: an exploratory study of Italian listed state-owned enterprises [Elektronische versie]. *Public Money & Management*, 36(2), 113-120.
- Alves, S. M. (2011). The Effect of Board Structure on Earnings Management: Evidence from Portugal [Elektronische versie]. *Journal of Financial Reporting & Accounting*, 9(2), 141-160.
- Amran, A., Lee, S. P., & Devi, S. S. (2014). The Influence of Governance Structure and Strategic Corporate Social Responsibility Toward Sustainability Reporting Quality [Elektronische versie]. *Business Strategy and the Environment*, 23(4), 217-235.
- Artiach, T. C., & Clarkson, P. M. (2011). Disclosure, conservatism and the cost of equity capital: A review of the foundation literature [Elektronische versie]. *Accounting & Finance*, 51(1), 2-49.
- Arun, T. G., Almahrog, Y. E., & Aribi, Z. A. (2015). Female directors and earnings management: Evidence from UK companies [Elektronische versie]. *International Review of Financial Analysis*, 39, 137-146.
- Arvidsson, S. (2011). Disclosure of non-financial information in the annual report. A management-team perspective [Elektronische versie]. *Journal of Intellectual Capital*, 12(2), 277-300.
- Bao, S., Fainshmidt, S., Nair, A., Vracheva, V. (2014). Women in Upper Echelons of Management, Tenure and Legal Risk [Elektronische versie]. *British Journal of Management*, 25(2), 388-405.
- Barako, D. G., & Brown, A. M. (2008). Corporate Social Reporting and Board Representation: Evidence from the Kenyan Banking Sector [Elektronische versie]. *Journal of Management & Governance*, 12(4), 309-324.

- Barros, C. P., Boubaker, S., & Hamrouni, A. (2013). Corporate Governance and Voluntary Disclosure in France [Elektronische versie]. *Journal of Applied Business Research*, 29(2), 561-578.
- Baysinger, B., & Hoskisson, R. E. (1990). The Composition of Boards of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 15(1), 72-87.
- Bear, S., Rahman, N., & Post, C. (2010). The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 97(2), 207-221.
- Beasley, M. S. (1996). An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud [Elektronische versie]. *Accounting Review*, 71(4), 443-465.
- Belgische Corporate Governance Code. (2009). *Belgische Corporate Governance Code 2009*. Geraadpleegd op 4 april, 2016, via <http://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/corporategovnlcode2009.pdf>
- Ben-Amar, W., & McIlkenny, P. (2015). Board Effectiveness and the Voluntary Disclosure of Climate Change Information [Elektronische versie]. *Business Strategy and the Environment*, 24(8), 704-719.
- Bernardi, R. A., & Threadgill, V. H. (2010). Women Directors and Corporate Social Responsibility [Elektronische versie]. *Electronic Journal of Business Ethics and Organizational Studies*, 15(2), 15-21.
- Bernardi, R. A., Bosco, S. M., & Columb, V. L. (2009). Does Female Representation on Boards of Directors Associate with the 'Most Ethical Company' List? [Elektronische versie]. *Corporate Reputation Review*, 12(3), 270-280.
- Bernardi, R. A., Bosco, S. M., & Vassill, K. M. (2006). Does Female Representation on Boards of Directors Associate with Fortune's "100 Best Companies to Work For" List? [Elektronische versie]. *Business & Society*, 45(2), 235-248.
- Bøhren, Ø., & Staubo, S. (2016). Mandatory gender balance and board independence [Elektronische versie]. *European Financial Management*, 22(1), 3-30.
- Bøhren, Ø., & Strøm, R. Ø. (2010). Governance and Politics: Regulating Independence and Diversity in the Board Room [Elektronische versie]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9-10), 1281-1308.
- Boulouta, I. (2013). Hidden Connections: The Link Between Board Gender Diversity and Corporate Social Performance [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 113(2), 185-197.
- Brammer, S., & Pavelin, S. (2004). Voluntary social disclosures by large UK companies [Elektronische versie]. *Business Ethics: A European Review*, 13(2-3), 86-99.
- Brammer, S., Millington, A., & Pavelin, S. (2009). Corporate Reputation and Women on the Board [Elektronische versie]. *British Journal of Management*, 20(1), 17-29.
- Burgess, Z., & Tharenou, P. (2002). Women Board Directors: Characteristics of the Few [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 37(1), 39-49.
- Burke, R. J. (1997). Women on Corporate Boards of Directors: A Needed Resource [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 16(9), 909-915.
- Burlaud, A., & Niculescu, N. (2015). Non Financial Information: A European Perspective [Elektronische versie]. *Audit Financiar*, 6(126), 102-112.
- Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 435-451.

- Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2010). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Boards Committees and Firm Financial Performance [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), 396-414.
- Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value [Elektronische versie]. *The Financial Review*, 38(1), 33-53.
- Cassell, C. (2000). Managing Diversity in the New Millennium [Elektronische versie]. *Personnel Review*, 29(3), 268-276.
- Catalyst. (2014). Catalyst Census: Women Board Directors. *Catalyst*. Geraadpleegd op 30 april, 2016, via http://www.catalyst.org/system/files/2014_catalyst_census_women_board_directors_0.pdf
- Chapple, L., & Humphrey, J. E. (2014). Does Board Gender Diversity Have a Financial Impact? Evidence Using Stock Portfolio Performance [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 122(4), 709-723.
- Chau, G., & Gray, S. J. (2010). Family ownership, board independence and voluntary disclosure: Evidence from Hong Kong [Elektronische versie]. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 19(2), 93-109.
- Chen, C. J., & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4), 285-310.
- Cheng, E. C., & Courtenay, S. M. (2006). Board Composition, Regulatory Regime and Voluntary Disclosure [Elektronische versie]. *The International Journal of Accounting*, 41(3), 262-289.
- Choi, F. D. (1973). Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market [Elektronische versie]. *Journal of Accounting Research.*, 11(2), 159-175.
- Choudhary, P., Schloetzer, J. D., & Sturgess, J. D. (2013). Boards, Auditors, Attorneys and Compliance with Mandatory SEC Disclosure Rules [Elektronische versie]. *Managerial and Decision Economics*, 34(7-8), 471-487.
- Commissie Corporate Governance. (2011). *Over 7 jaar minstens 30% vrouwen in de raden van bestuur van genoteerde vennootschappen*. Geraadpleegd op 4 april, 2016, via <http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/actualiteit/persberichten/over-7-jaar-minstens-30-vrouwen-de-raden-van-bestuur-van-genoteerde>
- Commissie Corporate Governance. (2009). *Belgische Corporate Governance Code 2009*. Geraadpleegd op 4 april, 2016, via <http://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/corporategovnlcode2009.pdf>
- Cronbach, L. J. (1951). Coefficient alpha and the internal structure of tests [Elektronische versie]. *Psychometrika*, 16(3), 297-334
- Cumming, D., Leung, T. Y., & Rui, O. (2015). Gender Diversity and Securities Fraud [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1572-1593.
- Dale-Olsen, H., Schøne, P., & Verner, M. (2013). Diversity among Norwegian Boards of Directors: Does a Quota for Women Improve Firm Performance? [Elektronische versie]. *Feminist Economics*, 19(4), 110-135.
- Dalton, D. R., & Dalton, C. M. (2010). Women and corporate boards of directors: The promise of increased, and substantive, participation in the post Sarbanes-Oxley era [Elektronische versie]. *Business Horizons*, 53(3), 257-268.
- Dobija, D. (2015). Exploring audit committee practices: oversight of financial reporting and external auditors in Poland [Elektronische versie]. *Journal of Management & Governance*, 19(1), 133-143.

- Donker, H., Poff, D., & Zahir, S. (2008). Corporate Values, Codes of Ethics, and Firm Performance: A Look at the Canadian Context [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 82(3), 527-537.
- Donnelly, R., & Mulcahy, M. (2008). Board Structure, Ownership, and Voluntary Disclosure in Ireland [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An Interational Review*, 16(5), 416-429.
- Eckert, M. (2015, 5 februari). Vrouwen in raden van bestuur zijn geen excuustruzen. *De Standaard*. Geraadpleegd op 20 februari, 2016, via Go Press Academic Database
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review [Elektronische versie]. *Academy Of Management Review*, 14(1), 57-74.
- El-Gazzar, S. M., Fornaro, J. M., & Jacob, R. A. (2008). An Examination of the Determinants and Contents of Corporate Voluntary Disclosure of Management's Responsibilities for Financial Reporting [Elektronische versie]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 23(1), 95-114.
- Ellwood, S., & Garcia-Lacalle, J. (2015). The Influence of Presence and Position of Women on the Boards of Directors: The Case of NHS Foundation Trusts [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 130, 69-84.
- Elstad, B., & Ladegard, G. (2012). Women on corporate boards: key influencers or tokens? [Elektronische versie]. *Journal of Management & Governance*, 16(4), 595-615.
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), 102-111.
- Euronext. (z.d.). *Koersen*. Geraadpleegd op 2 maart, 2017, via <https://www.beurs.be/koersen/aandelen-brussel>
- Europees Parlement. (2015). *Women on boards: MEP's urge ministers to agree a position at last*. Geraadpleegd op 1 april, 2016, via <http://www.europarl.europa.eu/news/nl/news-room/20151201IPR05555/Women-on-boards-MEPs-urge-ministers-to-agree-a-position-at-last>
- Europese Commissie. (2012). *Meer vrouwen in raden van commissarissen: Europese Commissie stelt quorum van 40% voor*. Geraadpleegd op 15 november, 2015, via http://europa.eu/rapid/press-release_IP-12-1205_nl.htm
- Europese Commissie. (2013). *National Factsheet: Gender Balance in Boards*. Europese Commissie. Geraadpleegd op 28 november, 2016, via http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/files/womenonboards/womenonboards-factsheet-be_en.pdf
- Europese Commissie. (2016). *Board Members*. Geraadpleegd op 1 april, 2016, via http://ec.europa.eu/justice/gender-equality/gender-decision-making/database/business-finance/supervisory-board-board-directors/index_en.htm
- Faleye, O., Hoitash, R., & Hoitash, U. (2011). The costs of intense board monitoring [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 101(1), 160-181.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm [Elektronische versie]. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control [Elektronische versie]. *Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325.
- Farrell, K. A., & Hersch, P. L. (2005). Additions to corporate boards: the effect of gender [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 85-106.

- Fernandez-Feijoo, B., Romero, S., & Ruiz, S. (2012). Does Board Gender Composition affect Corporate Social Responsibility Reporting? [Elektronische versie]. *International Journal of Business and Social Science*, 3(1), 31-38.
- Fernandez-Feijoo, B., Romero, S., & Ruiz-Blanco, S. (2014). Women on Boards: Do They Affect Sustainability Reporting? [Elektronische versie]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 21(6), 351-364.
- Fiers, D. (2015, 5 februari). Quota voor vrouwen werken, ondanks tegenkantingen. *De Redactie*. Geraadpleegd op 15 november, 2015, via <http://deredactie.be/cm/vrtnieuws/economie/1.2229890>
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and Corporate Governance: Understanding Boards of Directors as Strategic Decision-making Groups [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 24(3), 489-505.
- Forker, J. J. (1992). Corporate Governance and Disclosure Quality [Elektronische versie]. *Accounting and Business Research*, 22(86), 111-124.
- Francoeur, C., Labelle, R., & Sinclair-Desgagné, B. (2008). Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 81(1), 83-95.
- Frias-Aceituno, J. V., Rodriguez-Ariza, L., & Garcia-Sanchez, I. M. (2013). The Role of the Board in the Dissemination of Integrated Corporate Social Reporting [Elektronische versie]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(4), 219-233.
- Fuente, J. A., García-Sánchez, I. M., & Lozano, M. B. (2017). The role of the board of directors in the adoption of GRI guidelines for the disclosure of CSR information [Elektronische versie]. *Journal of Cleaner Production*, 141, 737-750.
- Gaa, J. C. (2009). Corporate Governance and the Responsibility of the Board of Directors for Strategic Financial Reporting [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 90(2), 179-197.
- Gerner-Beuerle, C., Paech, P., & Schuster, E. P. (2013). *Study on Director's Duties and Liabilities*. LSE. Geraadpleegd op 28 november, 2016, via [http://eprints.lse.ac.uk/50438/1/__Libfile_repository_Content_Gerner-Beuerle,%20C_Study%20on%20directors%E2%80%99%20duties%20and%20liability\(Isero\).pdf](http://eprints.lse.ac.uk/50438/1/__Libfile_repository_Content_Gerner-Beuerle,%20C_Study%20on%20directors%E2%80%99%20duties%20and%20liability(Isero).pdf)
- Ghosh, D., & Vogt, A. (2012). Outliers: An Evaluation of Methodologies [Elektronische versie]. *Joint Statistical Meetings*, 3455-3460.
- Giannarakis, G., Konteos, G., & Sariannidis, N. (2014). Financial, governance and environmental determinants of corporate social responsible disclosure [Elektronische versie]. *Management Decision*, 52(10), 1928-1951.
- Goergen, M. (2012). *International Corporate Governance*. Essex: Pearson Education Limited.
- Gregory-Smith, I., Main, B. G., & O'Reilly, C. A. (2013). Appointments, Pay and Performance in UK Boardrooms by Gender [Elektronische versie]. *The Economic Journal*, 124(574), 109-128.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(5), 351-379.
- Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. C. (2011). Does Board Gender Diversity Improve the Informativeness of Stock Prices? [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 314-388.
- Hafsi, T., & Turgut, G. (2013). Boardroom Diversity and its Effect on Social Performance: Conceptualization and Empirical Evidence [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 112(3), 463-479.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2014). *Multivariate Data Analysis (Seventh Edition)*. Essex: Pearson Education Limited.

- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(5), 391-430.
- Harjoto, M., Laksmana, I., & Lee, R. (2015). Board Diversity and Corporate Social Responsibility [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 132(4), 641-660.
- Harrison, D. A., Price, K. H., & Bell, M. P. (1998). Beyond Relational Demography: Time and the Effects of Surface- and Deep-level Diversity on Work Group Cohesion [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 41(1), 96-107.
- Hausman, J. A. (1978). Specification Tests in Econometrics [Elektronische versie]. *Econometrica*, 46(6), 1251-1271.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2003). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature [Elektronische versie]. *Economic Policy Review*, 9, 7-26.
- Hillman, A. J. (2015). Board Diversity: Beginning to Unpeel the Onion [Elektronische versie]. *Corporate Governance : an International Review*, 23, 104-107.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L. (2000). The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to Environmental Change [Elektronische versie]. *Journal of Management studies*, 37(2), 235-256.
- Hillman, A. J., Shropshire, C., & Cannella, A. A. (2007). Organizational Predictors of Women on Corporate Boards [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 50(4), 941-952.
- Ho, S. S., & Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure [Elektronische versie]. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10(2), 139-156.
- Holtz, L., & Neto, A. S. (2014). Effects of Board of Directors' Characteristics on the Quality of Accounting Information in Brazil [Elektronische versie]. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(66), 255-266.
- Horckmans, M. (2015, 19 januari). Europa toont dat genderquota resultaten opleveren. *Express Business*. Opgeroepen op 20 februari, 2016, van <http://nl.express.live/2015/1/19/europa-toont-dat-genderquota-resultaten-opleveren-exp-210695>
- Hung, H. (1998). A Typology of the Theories of the Roles of Governing Boards [Elektronische versie]. *Corporate Governance*, 6(2), 101-111.
- Huse, M. (2005). Accountability and Creating Accountability: a Framework for Exploring Perspectives on Corporate Governance [Elektronische versie]. *British Journal of Management*, 16(s1), S65-S79.
- Huse, M. (2006). Gender Related Boardroom Dynamics: How Women Make and Can Make Contributions on Corporate Boards [Elektronische versie]. *Women in Management Review*, 21(2), 113-130.
- Huse, M., & Solberg, A. G. (2006). Gender-related Boardroom Dynamics: How Scandinavian Women Make and Can Make Contributions on Corporate Boards [Elektronische versie]. *Women in Management Review*, 21(2), 113-130.

- Huse, M., Nielsen, S. T., & Hagen, I. M. (2009). Women and employee-elected board members and their contributions to board control tasks [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 89(4), 581-597.
- Hutchinson, M., Mack, J., & Plastow, K. (2015). Who selects the 'right' directors? An examination of the association between board selection, gender diversity and outcomes [Elektronische versie]. *Accounting & Finance*, 55(4), 1071-1103.
- Ibrahim, N. A., & Angelidis, J. P. (1994). Effect of Board Members' Gender on Corporate Social Responsiveness Orientation [Elektronische versie]. *Journal of Applied Business Research*, 10(1), 35-40.
- Instituut voor de Gelijkheid van Vrouwen en Mannen. (2016a). *De eerste balans van de wet van 28 juli 2011 over genderquota in de raden van bestuur*. Geraadpleegd op 1 april, 2016, via http://igvm-iefh.belgium.be/sites/default/files/87_-_de_eerste_balans_van_de_wet_van_28_juli_2011_over_genderquota_in_raden_van_bestuur.pdf
- Instituut voor de Gelijkheid van Vrouwen en Mannen. (2016b). *De tweede balans van de wet van 28 juli 2011 over genderquota in raden van bestuur*. Geraadpleegd op 6 mei, 2017, via http://igvm-iefh.belgium.be/sites/default/files/98_-_tweede_balans_van_de_wet_van_28_juli_2011_over_genderquota_in_raden_van_bestuur.pdf
- Isidro, H., & Sobral, M. (2015). The Effects of Women on Corporate Boards on Firm Value, Financial Performance, and Ethical and Social Compliance [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 132(1), 1-19.
- Ittonen, K., Miettinen, J., & Vähämaa, S. (2010). Does Female Representation on Audit Committees Affect Audit Fees? [Elektronische versie]. *Quarterly Journal of Finance & Accounting*, 49(3/4), 113-139.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems [Elektronische versie]. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure [Elektronische versie]. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351-383.
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K. (2013). Gender diversity in the boardroom and firm performance: What exactly constitutes a "critical mass"? [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 118(1), 61-72.
- Jung, J., & Dobbin, F. (2016). Agency Theory as Prophecy: How Boards, Analysts, and Fund Managers Perform Their Roles [Elektronische versie]. *Seattle University Law Review*, 39(2), 291-320.
- Jungmann, C. (2006). The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems - Evidence from the UK and Germany [Elektronische versie]. *European Company and Financial Law Review*, 3(4), 426-474.
- Kakabadse, N. K., Figueira, C., Nicolopoulou, K., Hong Yang, J., Kakabadse, A. P., & Özbilgin, M. F. (2015). Gender Diversity and Board Performance: Women's Experiences and Perspectives [Elektronische versie]. *Human Resource Management*, 54(2), 265-281.
- Kanter, R. M. (1977). *Men and Women of the Corporation*. New York : Basic Books.
- Kaplan, S., Pany, K., Samuels, J., & Zhang, J. (2009). An Examination of the Association Between Gender and Reporting Intentions for Fraudulent Financial Reporting [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 87(1), 15-30.

- Khan, H. U. (2010). The effect of corporate governance elements on corporate social responsibility (CSR) reporting: empirical evidence from private commercial banks of Bangladesh [Elektronische versie]. *International Journal of Law and Management*, 52(2), 82-109.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375-400.
- Koch, R. (2015). Board Gender Quotas in Germany and the EU: An Appropriate Way of Equalising the Participation of Women and Men [Elektronische versie]. *Deakin Law Review*, 20, 53-74.
- Konrad, A. M., Kramer, V., & Erkut, S. (2008). Critical Mass: The Impact of Three or More Women on Corporate Boards [Elektronische versie]. *Organizational Dynamics*, 37(2), 145-164.
- Kramer, V. W., Konrad, A. M., Erkut, S., & Hooper, M. J. (2007). Critical Mass on Corporate Boards: Why Three or More Women Enhance Governance [Elektronische versie]. *NACD - Directors Monthly (February)*, 19-22.
- Labelle, R., Francoeur, C., & Lakhali, F. (2015). To Regulate Or Not To Regulate? Early Evidence on the Means Used Around the World to Promote Gender Diversity in the Boardroom [Elektronische versie]. *Gender, Work & Organization*, 22(4), 339-363.
- Landry, E. E., Bernardi, R. A., & Bosco, S. M. (2016). Recognition for Sustained Corporate Social Responsibility: Female Directors Make a Difference [Elektronische versie]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 23(1), 27-36.
- Larcker, D. F., & Tayan, B. (2011). Board of Directors: Duties & Liabilities. Corporate Governance Research Program, Stanford Graduate School of Business. Geraadpleegd op 5 april, 2016, via <http://www.gsb.stanford.edu/faculty-research/publications/board-directors-duties-liabilities>
- Larkin, M. B., Bernardi, R. A., & Bosco, S. M. (2013). Does Female Representation on Boards of Directors Associate with Increased Transparency and Ethical Behavior [Elektronische versie]. *Accounting and the Public Interest*, 13(1), 132-150.
- Liao, L., Luo, L., & Tang, Q. (2015). Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure [Elektronische versie]. *The British Accounting Review*, 47(4), 409-424.
- Lim, S., Matolcsy, Z., & Chow, D. (2007). The Association between Board Composition and Different Types of Voluntary Disclosure [Elektronische versie]. *European Accounting Review*, 16(3), 555-583.
- Lückerath-Rovers, M. (2013). Women on boards and firm performance [Elektronische versie]. *Journal of Management & Governance*, 17(2), 491-509.
- Lückerath-Rovers, M. (2015). Gender quota in the boardroom: The Dutch approach [Elektronische versie]. *Deakin Law Review*, 20, 75-94.
- Madhani, P. M. (2015). The Impact of Board Characteristics on Corporate Governance and Disclosure Practices of Firms Listed in Indian Stock Exchange [Elektronische versie]. *IUP Journal of Corporate Governance*, 14(4), 14-46.
- Mallin, C. A., & Michelon, G. (2011). Board reputation attributes and corporate social performance: An empirical investigation of the US best corporate citizens [Elektronische versie]. *Accounting and Business Research*, 41(2), 119-144.
- Mateescu, R. A. (2015). Corporate governance transparency and board independence: the case of four European emerging countries [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 14(4), 770-790.
- Matsa, D. A., & Miller, A. R. (2013). A female style in corporate leadership? Evidence from quotas [Elektronische versie]. *American Economic Journal: Applied Economics*, 5(3), 136-169.

- McCabe, A. C., Ingram, R., & Dato-On, M. C. (2006). The Business of Ethics and Gender [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 64(2), 101-116.
- McMullen, D. A., & Raghunandan, K. (1996). Enhancing Audit Committee Effectiveness [Elektronische versie]. *Journal of Accountancy*, 182(2), 79-81.
- Medland, D. (2015, 13 januari). Europe Leads With Intent On Gender Diversity. *Forbes*. Geraadpleegd op 30 april, 2016, via <http://www.forbes.com/sites/dinamedland/2015/01/13/europe-leads-with-intent-on-gender-diversity/#881845747d34>
- Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995). Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations [Elektronische versie]. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555-572.
- Nahapiet, J., & Ghoshal, S. (1998). Social Capital, Intellectual Capital, and the Organizational Advantage [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 23(2), 242-266.
- Nalikka, A. (2009). Impact of Gender Diversity on Voluntary Disclosure in Annual Reports [Elektronische versie]. *Accounting and Taxation*, 1(1), 101-113.
- Nielsen, S., & Huse, M. (2010a). The Contribution of Women on Boards of Directors: Going Beyond the Surface [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 136-148.
- Nielsen, S., & Huse, M. (2010b). Women directors' contribution to board decision-making and strategic involvement: The role of equality perception [Elektronische versie]. *European Management Review*, 7(1), 16-29.
- Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. A. (2013). Corporate Governance and Risk Reporting in South Africa: A Study of Corporate Risk Disclosures in the Pre-and Post-2007/2008 Global Financial Crisis Periods [Elektronische versie]. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363-383.
- Oba, V. C. (2014). Board Dynamics and Financial Reporting Quality in Nigeria [Elektronische versie]. *Review of International Comparative Management*, 15(2), 226-236.
- Pande, R., & Ford, D. (2011). Gender quotas and female leadership: A review [Elektronische versie]. *Background Paper for the World Development Report on Gender, Harvard University*, 1-42.
- Patelli, L., & Prencipe, A. (2007). The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder [Elektronische versie]. *European Accounting Review*, 16(1), 5-33.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. Stanford, California : Stanford University Press.
- Post, C., & Byron, K. (2015). Women on Boards and Firm Financial Performance: a Meta-Analysis [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 58(5), 1546-1571.
- Post, C., Rahman, N., & Rubow, E. (2011). Green Governance: Boards of Directors' Composition and Environmental Corporate Social Responsibility [Elektronische versie]. *Business & Society*, 50(1), 189-223.
- Prado-Lorenzo, J. M., & Garcia-Sanchez, I. M. (2010). The Role of the Board of Directors in Disseminating Relevant Information on Greenhouse Gases [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 97(3), 391-424.
- Prince, J. B., & Dwivedi, N. (2013). A third dimension to understanding voluntary disclosures [Elektronische versie]. *Journal of Business Strategy*, 34(4), 48-54.
- Pucheta-Martínez, M. C., & García-Meca, E. (2014). Institutional Investors on Boards and Audit Committees and Their Effects on Financial Reporting Quality [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 22(4), 347-363.

- Pugliese, A., Bezemer, P. J., Zattoni, A., Huse, M., Van den Bosch, F. A., & Volberda, H. W. (2009). Boards of directors' contribution to strategy: A literature review and research agenda [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 292-306.
- Rao, K., & Tilt, C. (2016). Board Composition and Corporate Social Responsibility: The Role of Diversity, Gender, Strategy and Decision Making [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 138(2), 327-347.
- Rao, K., Tilt, C. A., & Lester, L. H. (2012). Corporate governance and environmental reporting: an Australian study [Elektronische versie]. *Corporate Governance*, 12(2), 143-163.
- Rodgers, W., Choy, H. L., & Guiral, A. (2013). Do Investors Value a Firm's Commitment to Social Activities? [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 114(4), 607-623.
- Rose, C. (2007). Does Female Board Representation Influence Firm Performance? The Danish Evidence [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404-413.
- Saha, A. K., & Akter, S. (2013). Corporate Governance and Voluntary Disclosure Practices of Financial and Non-Financial Sector Companies in Bangladesh [Elektronische versie]. *Journal of Applied Management Accounting Research*, 11(2), 45-61.
- Samaha, K., Khlif, H., & Hussainey, K. (2015). The impact of board and audit committee characteristics on voluntary disclosure: A meta-analysis [Elektronische versie]. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 24, 13-28.
- Schmidheiny, K. (2011). Panel data: fixed and random effects. *Short Guides to Microeconometrics*. Geraadpleegd op 4 april, 2017, via <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.563.2208&rep=rep1&type=pdf>
- Seierstad, C., & Opsahl, T. (2011). For the few not the many? The effects of affirmative action on presence, prominence, and social capital of women directors in Norway [Elektronische versie]. *Scandinavian Journal of Management*, 27(1), 44-54.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2013). *Research Methods for Business, sixth edition*. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.
- Setó-Pamies, D. (2015). The Relationship Between Women Directors and Corporate Social Responsibility [Elektronische versie]. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(6), 334-345.
- Shehata, N. F. (2014). Theories and Determinants of Voluntary Disclosure [Elektronische versie]. *Accounting and Finance Research*, 3(1), 18-26.
- Shrader, C. B., Blackburn, V. B., & Iles, P. (1997). Women in Management and Firm Financial Performance: An Exploratory Study [Elektronische versie]. *Journal of Managerial Issues*, 9(3), 355-372.
- Siciliano, J. I. (1996). The Relationship of Board Member Diversity to Organizational Performance [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 15(12), 1313-1320.
- Simpson, W. G., Carter, D. A., & D'Souza, F. (2010) [Elektronische versie]. What Do We Know About Women on Boards? *Journal of Applied Finance*, 20(2), 27-39.
- Singh, V., Terjesen, S., & Vinnicombe, S. (2008). Newly Appointed Directors in the Boardroom: How do Women and Men Differ? [Elektronische versie]. *European Management Journal*, 26(1), 48-58.
- Skouloudis, A., Jones, N., Malesios, C., & Evangelinos, K. (2014). Trends and Determinants of Corporate Non-Financial Disclosure in Greece [Elektronische versie]. *Journal of Cleaner Production*, 68, 1-15.

- Smith, N., Smith, V., & Verner, M. (2006). Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2.500 Danish Firms [Elektronische versie]. *International Journal of Productivity*, 55(7), 569-593.
- Srinidhi, B., Gul, F. A., & Tsui, J. (2011). Female Directors and Earnings Quality [Elektronische versie]. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), 1610-1644.
- Stock, J. H., & Watson, M. M. (2012). *Introduction to Econometrics, Third Edition*. Essex: Pearson Education Limited.
- Sweigart, A. (2012). Women on Board for Change: The Norway Model of Boardroom Quotas As a Tool for Progress in the United States and Canada [Elektronische versie]. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 32(4), 81A-105A.
- Szabó, D. G., & Sørensen, K. E. (2015). New EU Directive on the Disclosure of Non-Financial Information (CSR) [Elektronische versie]. *European Company & Financial Law Review*, 12(3), 307-340.
- Terjesen, S., & Sealy, R. (2016). Board Gender Quotas: Exploring Ethical Tensions From A Multi-Theoretical Perspective [Elektronische versie]. *Business Ethics Quarterly*, 26(1), 23-65.
- Terjesen, S., Aguilera, R. V., & Lorenz, V. (2015). Legislating a Woman's Seat on the Board: Institutional Factors Driving Gender Quotas for Boards of Directors [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 128(2), 233-251.
- Terjesen, S., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2016). Does the presence of independent and female directors impact firm performance? A multi-country study of board diversity [Elektronische versie]. *Journal of Management and Governance*, 20(3), 447-483.
- Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 320-337.
- Torchia, M., Calabrò, A., & Huse, M. (2011). Women Directors on Corporate Boards: From Tokenism to Critical Mass [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 102(2), 299-317.
- Torres-Reyna, O. (2007). Panel data analysis fixed and random effects using Stata (v. 4.2). *Data & Statistical Services, Princeton University*. Geraadpleegd op 5 april, 2017, via <https://pdfs.semanticscholar.org/f70f/9754bc51b1eb2e74dc7dc4e47549910730ed.pdf>
- Vafeas, N. (2000). Board Structure and the Informativeness of Earnings [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(2), 139-160.
- van Ees, H., Postma, T. J., & Sterken, E. (2003). Board Characteristics and Corporate Performance in the Netherlands [Elektronische versie]. *Eastern Economic Journal*, 29(1), 41-58.
- Van Hoof, E. (2015, 9 februari). Quota pas afschaffen als ze overbodig zijn. *De Standaard*. Geraadpleegd op 15 november, 2015, via Go Press Academic Database
- Van Hulle, K., Lybaert, N., & Maes, J. (2015). *Boekhoud- en jaarrekeningenrecht*. Brugge: Die Keure.
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary Disclosure [Elektronische versie]. *Journal of Accounting and Economics*, 5(3), 179-194.
- Virtanen, A. (2012). Women on the Boards of Listed Companies: Evidence from Finland [Elektronische versie]. *Journal of Management & Governance*, 16(4), 571-593.
- Wang, J., & Coffey, B. S. (1992). Board Composition and Corporate Philanthropy [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 11(10), 771-778.
- Webb, E. (2004). An Examination of Socially Responsible Firms' Board Structure [Elektronische versie]. *Journal of Management & Governance*, 8(3), 255-277.

- Westphal, J. D., & Milton, L. P. (2000). How Experience and Network Ties Affect the Influence of Demographic Minorities on Corporate Boards [Elektronische versie]. *Administrative Science Quarterly*, 45(2), 366-398.
- Wetboek van Vennootschappen. (2016). *Wetboek van Vennootschappen*. Geraadpleegd op 4 april, 2016, via http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=1999050769&table_name=wet
- Wet van 28 juli 2011*. (2011) Belgisch Staatsblad. Geraadpleegd op 4 april, 2016, via <http://igvm-iefh.belgium.be/sites/default/files/downloads/Wet%2028%20juli%202011.pdf>
- Wet van 17 december 2008*. (2008) Belgisch Staatsblad. Geraadpleegd op 27 februari, 2017, via http://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/legal/wet_auditcomite.pdf
- Williams, R. J. (2003). Women on Corporate Boards and their Influence on Corporate Philanthropy [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 42, 1-10.
- Women on Board. (z.d.). *Women on Board*. Geraadpleegd op 2 maart, 2017, via <http://www.womenonboard.be/>
- Xie, B., Davidson, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316.
- Yekini, K. C., Adelopo, I., Andrikopoulos, P., & Yekini, S. (2015). Impact of board independence on the quality of community disclosures in annual reports [Elektronische versie]. *Accounting Forum*, 39(4), 249-267.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model [Elektronische versie]. *Journal of Management*, 15(2), 291-334.
- Zhang, J. Q., Zhu, H., & Ding, H. B. (2013). Board Composition and Corporate Social Responsibility: An Empirical Investigation in the Post Sarbanes-Oxley Era [Elektronische versie]. *Journal of Business Ethics*, 114(3), 381-392.
- Zhang, L. (2012). Board Demographic Diversity, Independence and Corporate Social Performance [Elektronische versie]. *Corporate Governance: The International Journal of Effective Board Performance*, 12(5), 686-700.

Bijlagen

Bijlage 1: Enquête Women on Board

Women On Board Survey

Q1 Dear Madam,

I am a master student Business Engineering at Hasselt University. Currently, I'm working on my master thesis which has as subject: "The influence of women on the board of directors on the voluntary disclosure of information". Voluntary disclosure is the disclosure of information above the mandatory information required by the law. For my empirical research I would like to ask you some questions on this matter. Your participation would be very valuable to me.

When processing the data, your anonymity will be safeguarded as aggregated data is important for my research. At no point will I refer to the results of an individual board member.

This survey consists of 15 short multiple choice questions and a few demographic questions. This will only take 5 minutes of your time.

Thank you in advance!

Naomi Creemers

Q2 Are you currently a board member of a company?

- Yes (1)
- No (2)

Condition: No Is Selected. Skip To: Do you have any remarks?

Q3 Do you have multiple directorships?

- Yes (1)
- No (2)

Display This Question:

If Do you have multiple directorships? No Is Selected

Q4 The company where you are a board member is:

- Large and listed (1)
- Large and non-listed (2)
- Mid-cap listed (3)
- SME and non-listed (4)
- Other (5) _____

Display This Question:

If Do you have multiple directorships? Yes Is Selected

Q5 The largest company where you are a board member is:

- Large and listed (1)
- Large and non-listed (2)
- Mid-cap listed (3)
- SME and non-Listed (4)
- Other: (5) _____

Q6 How long have you been serving as a board member?

- Less than 1 year (1)
- 1 year (2)
- 2 years (3)
- 3 years (4)
- 4 years (5)
- 5 years (6)
- 6 years (7)
- 7 years (8)
- 8 years (9)
- 9 years (10)
- 10 years (11)
- More than 10 years (12)

Q7 To which extent do you think the voluntary disclosure of financial information is important? (e.g. financial ratios, shareprice trend, financial history)

- Extremely important (1)
- Very important (2)
- Moderately important (3)
- Slightly important (4)
- Not at all important (5)

Q8 To which extent do you think the voluntary disclosure of strategic information is important? (e.g. statement of strategy and objectives, information of the most important activities and products)

- Extremely important (1)
- Very important (2)
- Moderately important (3)
- Slightly important (4)
- Not at all important (5)

Q9 To which extent do you think the voluntary disclosure of non-financial information is important? (e.g. employee policy, sustainability policy, corporate governance information, corporate social responsibility)

- Extremely important (1)
- Very important (2)
- Moderately important (3)
- Slightly important (4)
- Not at all important (5)

Display This Question:

If To which extent do you think the voluntary disclosure of non-financial information is important? (e.g. employee policy, sustainability policy, corporate governance information, corporate social res... Very important Is Selected

Or To which extent do you think the voluntary disclosure of non-financial information is important? (e.g. employee policy, sustainability policy, corporate governance information, corporate social res... Extremely important Is Selected

Or To which extent do you think the voluntary disclosure of non-financial information is important? (e.g. employee policy, sustainability policy, corporate governance information, corporate social res... Moderately important Is Selected

Q10 Which aspects of non-financial information do you think are important for disclosure?

- Personnel matters (1)
- Social aspects (e.g. CSR) (2)
- Environmental matters (3)
- Social capital/External relations (4)
- Corporate governance (5)
- Product responsibility (6)
- Respect for human rights (7)
- Anti-corruption and bribery issues (8)
- Other: (9) _____

Display This Question:

If Do you have multiple directorships? No Is Selected

Q11 Does the company where you are a board member discloses voluntary non-financial information in the annual report or a separate report (e.g. sustainability report)?

- Yes (1)
- No (2)
- Indecisive (3)

Display This Question:

If Do you have multiple directorships? Yes Is Selected

Q12 Does at least one company where you are a board member discloses voluntary non-financial information in the annual report or a separate report (e.g. sustainability report)?

- Yes (1)
- No (2)
- Indecisive (3)

Q13 The scientific literature states that the board of directors has an influence on the degree of voluntary disclosure by a firm. What is your opinion on this statement?

- Agree (1)
- Disagree (2)
- Indecisive (3)

Q14 To which extent do you think women board directors can have a positive influence on the degree of voluntary disclosure of financial information by a firm?

- A great deal (1)
- A lot (2)
- A moderate amount (3)
- A little (4)
- None at all (5)
- Indecisive (6)

Q15 To which extent do you think women board directors can have a positive influence on the degree of voluntary disclosure of strategic information by a firm?

- A great deal (1)
- A lot (2)
- A moderate amount (3)
- A little (4)
- None at all (5)
- Indecisive (6)

Q16 To which extent do you think women board directors can have a positive influence on the degree of voluntary disclosure of non-financial information by a firm?

- A great deal (1)
- A lot (2)
- A moderate amount (3)
- A little (4)
- None at all (5)
- Indecisive (6)

Q17 Do you think there needs to be a critical mass (e.g. three or more women) of women board directors so as to have a positive influence on the degree of voluntary disclosure?

- Yes (1)
- No (2)
- Indecisive (3)

Q18 To which extent do you think the impact as a board member on the degree of voluntary disclosure is greater when you are a member of the audit committee?

- A great deal (1)
- A lot (2)
- A moderate amount (3)
- A little (4)
- None at all (5)
- Indecisive (6)

Q19 To which extent do you think the impact as a board member on the degree of voluntary disclosure is greater when you have multiple directorships?

- A great deal (1)
- A lot (2)
- A moderate amount (3)
- A little (4)
- None at all (5)
- Indecisive (6)

Q20 To which extent do you think the influence of women board directors on the degree of voluntary disclosure is greater when you are an independent board member?

- A great deal (1)
- A lot (2)
- A moderate amount (3)
- A little (4)
- None at all (5)
- Indecisive (6)

Q21 To which extent do you think the influence of women board directors on the degree of voluntary disclosure is greater when the chair of the board is a woman?

- A great deal (1)
- A lot (2)
- A moderate amount (3)
- A little (4)
- None at all (5)
- Indecisive (6)

Q22 Which specific values and characteristics do you think women can contribute to the board of directors in general?

- Human capital (education, experiences, knowledge, ...) (1)
- Social capital (network, ...) (2)
- Monitoring (3)
- Different views/opinions (4)
- Stakeholder-oriented (5)
- Social-oriented (6)
- Environmental-oriented (7)
- Ethical-oriented (8)
- Creative ideas, innovation (9)
- Communication (10)
- Better quality of decisions (11)
- None (12)

Q23 What is your age?

- 21-30 (1)
- 31-40 (2)
- 41-50 (3)
- 51-60 (4)
- 61-70 (5)
- 71-80 (6)

Q24 What is your highest degree?

- Less than high school (1)
- High school graduate (2)
- Professional bachelor (3)
- Academic bachelor (4)
- Academic master (5)
- Doctorate (6)
- Other: (7) _____

Q25 What is your educational background?

- Economics (1)
- Engineering (2)
- Law (3)
- Communication (4)
- Psychology (5)
- Medicine (6)
- Science (7)
- Other: (8) _____

Q26 Do you have any remarks?

Bijlage 2: Voluntary Disclosure Index

| Schaal vrijwillige informatieverstrekking | | Ja | Nee | NvT |
|---|---|----|-----|-----|
| A | Strategische informatie | | | |
| 1 | Algemene bedrijfsinformatie | | | |
| 1 | <i>Korte geschiedenis van het bedrijf</i> | | | |
| 2 | <i>Missie</i> | | | |
| 3 | <i>Algemene beschrijving van het bedrijf/activiteiten</i> | | | |
| 4 | <i>Organisatiestructuur</i> | | | |
| 5 | <i>Belangrijkste producten/merken</i> | | | |
| 6 | <i>Belangrijkste markten/klanten (geografisch of type)</i> | | | |
| 2 | Bedrijfsstrategie | | | |
| 7 | <i>Verklaring van doelen en doelstellingen (afzonderlijk)</i> | | | |
| 8 | <i>Verklaring van huidige strategie</i> | | | |
| 9 | <i>Verklaring van strategie en doelstellingen - financieel</i> | | | |
| 10 | <i>Verklaring van strategie en doelstellingen - marketing</i> | | | |
| 11 | <i>Verklaring van strategie en doelstellingen - sociaal</i> | | | |
| 12 | <i>Toekomstige strategie (vooruitzichten?)</i> | | | |
| 13 | <i>Impact van de strategie op de resultaten (huidige/toekomstige)</i> | | | |
| 3 | Analyse en discussie van het management | | | |
| 14 | <i>Review of operations</i> | | | |
| 15 | <i>Competitieve omgeving</i> | | | |
| 16 | <i>Belangrijkste gebeurtenissen van het jaar</i> | | | |
| 4 | Overnames en desinvesteringen | | | |
| 17 | <i>Informatie over overnames</i> | | | |
| 18 | <i>Informatie over desinvesteringen</i> | | | |
| 5 | Onderzoek en ontwikkeling | | | |
| 19 | <i>Beleid O&O</i> | | | |
| 20 | <i>Huidige Innovatieprojecten</i> | | | |
| 21 | <i>Locatie van de R&D-activiteiten</i> | | | |
| 22 | <i>Aantal werknemers in R&D</i> | | | |
| 6 | Toekomstige vooruitzichten | | | |
| 23 | <i>Voorspelling van de verkopen/winst</i> | | | |
| 24 | <i>Assumpties onderliggend aan de vooruitzichten</i> | | | |
| 25 | <i>Nieuwe ontwikkelingen</i> | | | |
| B | Niet-financiële informatie | | | |
| 7 | Corporate Governance en Raad van Bestuur | | | |
| 26 | <i>Leeftijd bestuurders</i> | | | |
| 27 | <i>Duur van het behoren tot het bedrijf</i> | | | |
| 28 | <i>Ervaring bestuurders</i> | | | |
| 29 | <i>Opleidingskwalificaties bestuurders (professioneel/academisch)</i> | | | |
| 30 | <i>Andere bestuursmandaten gehouden door de bestuurders</i> | | | |
| 31 | <i>Foto's van de leden van de Raad van Bestuur</i> | | | |
| 8 | Werknemers | | | |

| | | | | |
|-----------|---|--|--|--|
| 32 | <i>Beschrijving van het werknemersbeleid</i> | | | |
| 33 | <i>Totaal aantal werknemers</i> | | | |
| 34 | <i>Werknemers per geslacht</i> | | | |
| 35 | <i>Werknemers per leeftijd</i> | | | |
| 36 | <i>Geografische verdeling van de werknemers</i> | | | |
| 37 | <i>'Line-of-business' verdeling van de werknemers</i> | | | |
| 38 | <i>Trainingsbeleid</i> | | | |
| 39 | <i>Aard van opleiding</i> | | | |
| 40 | <i>Aantal werknemers getraind</i> | | | |
| 41 | <i>Arbeidsongevallen</i> | | | |
| 42 | <i>Beleid omtrent veiligheid en gezondheid</i> | | | |
| 43 | <i>Welzijn</i> | | | |
| 44 | <i>Beleid gelijke kansen</i> | | | |
| 45 | <i>Communicatiebeleid</i> | | | |
| 46 | <i>Rekruteringsbeleid en bijhorende problemen</i> | | | |
| 47 | <i>Redenen voor veranderingen in personeelsaantal</i> | | | |
| 9 | Sociaal en milieu | | | |
| 48 | <i>Productveiligheid en kwaliteit</i> | | | |
| 49 | <i>Duurzaamheidsbeleid (milieu)</i> | | | |
| 50 | <i>Duurzaamheidsbeleid (sociaal)</i> | | | |
| 51 | <i>Prestatie-indicatoren (milieu)</i> | | | |
| 52 | <i>Prestatie-indicatoren (sociaal)</i> | | | |
| 53 | <i>Milieubeschermingsprogramma's</i> | | | |
| 54 | <i>Donaties aan goede doelen (bedrag)</i> | | | |
| 55 | <i>Maatschappelijke programma's/initiatieven</i> | | | |
| 56 | <i>Toegevoegde waarde</i> | | | |
| C | Financiële informatie | | | |
| 10 | Gesegmenteerde informatie | | | |
| 57 | <i>Geografische investeringen (kwantitatief)</i> | | | |
| 58 | <i>Geografische productie (kwantitatief)</i> | | | |
| 59 | <i>'Line-of-business' omzet (kwantitatief)</i> | | | |
| 60 | <i>Concurrentieanalyse (kwalitatief/kwantitatief)</i> | | | |
| 61 | <i>Marktaandeelanalyse (kwalitatief/kwantitatief)</i> | | | |
| 11 | Financieel overzicht | | | |
| 62 | <i>Prestatie-indicatoren</i> | | | |
| 63 | <i>Winstgevendheidsratio's (winstmarge/ROA/ROE/ROCE)</i> | | | |
| 64 | <i>Cash flow ratio's</i> | | | |
| 65 | <i>Liquiditeitsratio's</i> | | | |
| 66 | <i>Schuldgraad ratio's</i> | | | |
| 67 | <i>Solvabiliteitsratio</i> | | | |
| 68 | <i>Andere ratio's (bv. Productiviteit)</i> | | | |
| 69 | <i>Dividendpolitiek</i> | | | |
| 70 | <i>Financiële geschiedenis of samenvatting (vijf jaren)</i> | | | |
| 71 | <i>Invloed van inflatie op resultaten/activa</i> | | | |
| 72 | <i>Invloed van interestschommelingen op resultaten</i> | | | |

| | | | | |
|-----------|---|--|--|--|
| 12 | Wisselkoersen | | | |
| 73 | <i>Invloed van wisselkoersschommelingen</i> | | | |
| 74 | <i>Belangrijkste wisselkoersen</i> | | | |
| 13 | Aandelenprijs | | | |
| 75 | <i>Marktkapitalisatie per jaareinde</i> | | | |
| 76 | <i>Aandelenprijs op jaareinde</i> | | | |
| 77 | <i>Aandelenprijs trend</i> | | | |
| 78 | <i>Commentaar op de evolutie van de aandelenprijs trend</i> | | | |
| 79 | <i>Vergelijking tussen de aandelenprijs van het bedrijf en de evolutie van de markt indices</i> | | | |
| 80 | <i>Evolutie van het volume transacties</i> | | | |
| 81 | <i>Grootte aandelen</i> | | | |
| 82 | <i>Beurs waarop aandelen genoteerd staan</i> | | | |
| 14 | Grafische informatie | | | |
| 83 | <i>Grafische voorstelling van financiële informatie</i> | | | |
| 84 | <i>Grafische voorstelling van niet-financiële informatie</i> | | | |
| 85 | <i>Grafische voorstelling van strategische informatie</i> | | | |

Bijlage 3: Uitschieterdetectie

Univariaat:

| Variabele | Waarde | Bedrijf | Jaar |
|-----------|--------|---------------|------|
| ROA | -8,37 | Option | 2015 |
| GROEI | -3,70 | Telenet | 2011 |
| GROEI | 3,28 | Tigenix | 2015 |
| GROEI | 4,19 | Option | 2011 |
| GROEI | 6,87 | Ablynx | 2015 |
| LIQ | 4,12 | ThromboGenics | 2011 |
| LIQ | 7,51 | ThromboGenics | 2015 |
| LEV | -3,88 | Telenet | 2011 |
| LEV | -3,06 | Fagron | 2015 |
| LEV | 3,22 | Ter Beke | 2011 |
| LEV | 8,00 | Option | 2011 |

Multivariaat:

| Bedrijf | Jaar | Mahalanobis afstand | Chi ² -verdeling |
|-----------------------|------|---------------------|-----------------------------|
| Option | 2015 | 75,92 | 0,000 |
| Option | 2011 | 66,98 | 0,000 |
| ThromboGenics | 2015 | 63,83 | 0,000 |
| Ablynx | 2015 | 61,52 | 0,000 |
| Telenet Group Holding | 2011 | 37,70 | 0,000 |

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:
Vrouwen in de Raad van Bestuur als sleutel tot transparantie: een onderzoek naar de impact op het vrijwillige rapporteringsgedrag

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen: handelsingenieur-accountancy en financiering**
Jaar: **2017**

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,

Creemers, Naomi

Datum: **29/05/2017**