

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

Masterproef

De invloed van de CEO op de effectiviteit van de raad van bestuur en de auditor

Promotor :
dr. Maarten CORTEN

Copromotor :
Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Sophie Verjans

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

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

Masterproef

De invloed van de CEO op de effectiviteit van de raad
van bestuur en de auditor

Promotor :
dr. Maarten CORTEN

Copromotor :
Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Sophie Verjans

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

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding toegepaste economische wetenschappen met afstudeerrichting accountancy aan de Universiteit Hasselt. Ik heb voor een corporate governance en auditgerelateerd onderwerp gekozen, omwille van mijn interesse in dit vakgebied. Bovendien was er bij de keuze van mijn masterproefonderwerp ook een drang om me te verdiepen in het ondernemingsgebeuren, omdat ik in oktober 2017 mijn loopbaancarrière start bij EY (Ernst & Young) als junior auditor.

Deze eindverhandeling is tot stand gekomen door een volledig academiejaar zeer intensief te werken en vrije tijd op te offeren. Het heeft me dan ook veel tijd en moeite gekost om dit resultaat tot stand te brengen, maar het was een zeer leerrijke en boeiende ervaring.

Voor de totstandkoming van deze masterproef zou ik dan ook graag een aantal personen willen danken. Een eerste dankwoord gaat uit naar promotor dr. Maarten Corten. Hij heeft gedurende het academiejaar veel tijd geïnvesteerd in het nalezen van deze eindverhandeling. Bovendien was hij ook altijd beschikbaar, indien er onduidelijk- en moeilijkheden waren. Ook zou ik graag co-promotor prof. dr. Tensie Steijvers willen danken voor het nalezen en de nuttige feedback. Zonder de opbouwende kritiek van deze personen zou dit eindresultaat niet bereikt zijn.

Daarnaast zou ik ook graag mijn ouders willen danken voor de unieke kans die ze me hebben gegeven om na mijn professionele bacheloropleiding financie- en verzekeringswezen nog verder te studeren. Ik zou hen dan ook graag samen met mijn vriend en broer willen danken voor hun geloof en steun die ze me hebben gegevens tijdens mijn masteropleiding, maar in het bijzonder tijdens het schrijven van deze masterproef. Ze hebben altijd in mij geloofd en zijn me altijd blijven motiveren tijdens mijn studies aan de universiteit. Zonder hen had ik deze masteropleiding nooit tot een goed eind kunnen brengen.

Sophie Verjans

Mei, 2017

Samenvatting

De agency theorie geeft weer dat er een relatie bestaat tussen het management en de aandeelhouders, waarbij laatstgenoemden de leiding van de onderneming delegeren aan het management. Hierbij is het mogelijk dat het gemeenschappelijk belang niet noodzakelijk samen loopt, maar dat elke belanghebbende in eigenbelang gaat handelen. Voor aandeelhouders is het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde prioriteit, maar dat geldt niet zo voor het management. Wanneer het management in eigenbelang handelt, zullen er belangenconflicten (agency problemen) ontstaan. Corporate governance, ook wel deugdelijk ondernemen genoemd, kan bijdragen aan het reduceren van deze conflicten.

Diverse mechanismen behoren tot het corporate governance systeem van de onderneming, waaronder de raad van bestuur en de externe auditor. De raad van bestuur, het hoogste leidinggevende orgaan van een onderneming, wordt in de literatuur getypeerd als het belangrijkste corporate governance mechanisme. De belangrijkste rol van de raad van bestuur is het waken over de mogelijke agency problemen, hetgeen ook wel de monitoringrol wordt genoemd. De raad van bestuur bestaat dus om het gedrag van het management te controleren en bij te sturen waar nodig. Echter, academici tonen aan dat de CEO vaak een sterke invloed lijkt te hebben op de werking van de raad van bestuur. Zo blijkt uit een kwantitatief onderzoek dat de CEO vaak een sterke invloed heeft op de samenstelling van de raad van bestuur en haar effectiviteit. Wanneer de CEO veel macht heeft, zullen bestuurders mogelijk ook minder geneigd zijn om het management te monitoren uit vrees ontslagen te worden. Hoewel dit de effectiviteit van corporate governance aanzienlijk zou beperken, werd dit nog nooit eerder kwantitatief onderzocht. Dit aspect vormt dan ook het eerste topic van deze masterproef.

De externe auditor vormt het tweede corporate governance mechanisme, waarop de focus wordt gelegd in deze masterproef. De externe auditor waakt over de betrouwbaarheid van de financiële rapportering en zal controleren of de financiële staten een getrouw beeld geven van de werkelijkheid. Hierbij is het van essentieel belang dat de externe auditor onafhankelijk tewerk gaat. Ook hier tonen academici aan dat de CEO aanzienlijke druk kan uitoefenen op de auditor, aangezien de CEO vaak de beslissingen neemt inzake het aanwerven en het ontslaan van de auditor. Zeker wanneer de CEO in dergelijke situaties veel macht heeft, kan de effectiviteit van de externe auditor aangetast worden. Maar ook dit fenomeen werd zelden onderzocht en vormt dan ook het tweede topic van deze masterproef.

Deze masterproef onderzoekt dus in welke mate de CEO een invloed kan uitoefenen op de effectiviteit van beide corporate governance mechanismen en beantwoordt de volgende centrale onderzoeksvraag:

'Heeft de CEO een invloed op de effectiviteit van de raad van bestuur en de externe auditor?'

Deze centrale onderzoeksvraag wordt onderzocht in een context van Belgische private ondernemingen. Het ziet er naar uit dat de CEO in deze ondernemingen een extra grote invloed lijkt

te hebben op zowel de raad van bestuur als de externe auditor, aangezien private ondernemingen in mindere mate onderworpen zijn aan corporate governance regelgeving.

Uit de literatuurstudie volgt de verwachting dat de macht van de CEO een negatieve invloed zal uitoefenen op zowel de raad van bestuur (hypothese 1) als de auditor (hypothese 2). Om deze hypothesemodellen te toetsen, is het noodzakelijk om diverse variabelen te definiëren in de onderzoeksmethodologie. De effectiviteit van de raad van bestuur wordt bepaald aan de hand van de schaal van Minichilli et al. (2009), die de controle-effectiviteit meet. De effectiviteit van de externe auditor wordt daarentegen gemeten aan de hand van *earnings management*. Om de invloed van de CEO in dit gebeuren te kunnen testen, wordt de macht van de CEO gemeten. Daarbij wordt er een onderscheid gemaakt tussen de structurele macht, de eigendoms-, expertise- en prestigemacht. In deze masterproef worden de volgende maatstaven gebruikt in de analyse: het aantal afhankelijke bestuursleden in de raad van bestuur voor het meten van de structurele macht, het aantal aandelen in eigendom van de CEO voor de eigendomsmacht, de ervaring voor de expertisemacht en het opleidingsniveau van de CEO voor de prestigemacht.

Met behulp van een dataset bestaande uit 238 Belgische private ondernemingen worden lineaire regressie-analyses uitgevoerd om de opgestelde hypothesemodellen te toetsen. Deze dataset dateert van 2015 en werd in het bijzonder voor dit onderzoek ter beschikking gesteld.

De resultaten van dit kwantitatief onderzoek leveren interessante bevindingen op. In lijn met de verwachtingen tonen de resultaten aan dat wanneer de CEO over meer aandelen bezit en dus meer eigendomsmacht heeft, de effectiviteit van de raad van bestuur erop achteruit gaat. Functionele ervaring blijkt daarentegen een positieve invloed te hebben op de effectiviteit van de raad van bestuur. Dit zou kunnen betekenen dat wanneer de CEO over meer ervaring beschikt, de waarde van de raad van bestuur beter kan ingeschat worden. Bijgevolg zal de CEO belangrijke informatie verschaffen aan de raad van bestuur, wat de wisselwerking met het management en de effectiviteit verbetert. Opvallend is ook de sterke positieve relatie tussen het aantal afhankelijke bestuursleden en de effectiviteit van de raad van bestuur. Tegenstrijdig aan de literatuur blijkt uit de resultaten dat afhankelijke bestuurders in private ondernemingen beter controleren dan onafhankelijke bestuurders. Een mogelijke reden hiervoor zou kunnen zijn dat hun persoonlijke welvaart sterk verbonden is met de prestaties van de onderneming. Dit betekent met andere woorden dat afhankelijke bestuurders er alle belang bij hebben dat de onderneming goede resultaten behaalt en daardoor dus ook sterker zal controleren. Tussen de prestigemacht van de CEO en de effectiviteit van de raad van bestuur werd geen significant verband gevonden. Uit de resultaten met betrekking tot de externe auditor kunnen voorts ook geen belangrijke conclusies getrokken worden, omdat de resultaten uit het regressiemodel geen significante waarden vertonen.

Finaal kan er dus geconcludeerd worden dat de macht van de CEO niet noodzakelijk een negatieve invloed lijkt te hebben op de effectiviteit van de raad van bestuur. De invloed van de CEO lijkt dus met andere woorden afhankelijk te zijn van de machtsvorm. De bevindingen van deze masterproef vormen dan ook een interessante basis voor verder onderzoek.

Inhoudsopgave

Woord vooraf.....	
Samenvatting	
Figurenlijst	
Tabellenlijst.....	
Hoofdstuk I: Inleiding	1
1.1 Probleemstelling.....	1
1.2 Onderzoeksvragen.....	5
1.2.1 Centrale onderzoeksvraag	5
1.2.2 Deelvragen.....	5
Hoofdstuk II: Corporate governance	9
2.1 Definiëring.....	9
2.2 Corporate governance in een algemeen theoretisch kader	10
2.3 De voordelen	11
2.4 Corporate governance in België.....	12
2.4.1 Code voor beursgenoteerde ondernemingen	13
2.4.2 Code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen.....	14
Hoofdstuk III: De raad van bestuur	17
3.1 Definiëring.....	17
3.2 Rol van de raad van bestuur	18
3.3 Elementen die de effectiviteit beïnvloeden	19
3.3.1 Uitvoerende versus niet-uitvoerende bestuurders	19
3.3.2 Afhankelijke versus onafhankelijke bestuurders	20
3.3.3 CEO dualiteit	22
3.3.4 Grootte van de raad van bestuur.....	24
Hoofdstuk IV: De externe auditor	27
4.1 Definiëring.....	27
4.2 Rol van de externe auditor	29
4.3 Elementen die de effectiviteit beïnvloeden	30
Hoofdstuk V: De rol van de CEO.....	33
5.1 Macht van de CEO	33
5.2 Vormen van macht	34

5.2.1 Structurele macht	34
5.2.2 Eigendomsmacht.....	35
5.2.3 Expertisemacht.....	36
5.2.4 Prestigemacht.....	36
Hoofdstuk VI: Hypotheseopbouw.....	39
6.1 Effectiviteit van de raad van bestuur.....	39
6.2 Effectiviteit van de externe auditor	40
6.3 Overzicht van de hypothesen	41
Hoofdstuk VII: Onderzoeksmethodologie.....	43
7.1 Databeschrijving	43
7.2 Variabelen	43
7.2.1 Afhankelijke variabele: effectiviteit van de raad van bestuur.....	43
7.2.2 Afhankelijke variabele: effectiviteit van de externe auditor	44
7.2.3 Onafhankelijke variabelen	45
7.2.4 Controlevariabelen	47
Hoofdstuk VIII: Empirisch onderzoek.....	51
8.1 Beschrijvende statistiek.....	51
8.1.1 Cases die verwijderd werden	51
8.1.2 Uitschieters	52
8.1.3 Multicollineariteit.....	52
8.1.4 Beschrijvende analyses.....	56
8.2 Regressieanalyse.....	60
8.2.1 Invloed van de CEO op de effectiviteit van de raad van bestuur	60
8.2.2 Invloed van de CEO op de effectiviteit van de externe auditor.....	64
Hoofdstuk IX: Conclusie	71
9.1 Besluit	71
9.2 Beperkingen van het onderzoek	74
9.3 Aanbevelingen voor verder onderzoek.....	74
Lijst van geraadpleegde werken	77

Figurenlijst

Figuur 1: Corporate governance en de voorstelling van een onderneming (Gillan, 2006)	11
Figuur 2 : Schematisch overzicht hypothesemodellen	42

Tabellenlijst

Tabel 1: Regelgeving kleine en grote ondernemingen	29
Tabel 2: Overzicht hypothesemodellen	41
Tabel 3: Overzicht van de controletaken van de raad van bestuur (Minichilli et al., 2009).....	44
Tabel 4: Overzicht van de afhankelijke en onafhankelijke variabelen.....	47
Tabel 5: Correlatietabel van de afhankelijke, onafhankelijke variabelen en controlevariabelen	54
Tabel 6: Controlerol raad van bestuur (Minichilli et al., 2009)	56
Tabel 7: Earnings management externe auditor (Jones, 1991).....	57
Tabel 8: Beschrijvende statistieken onafhankelijke en controlevariabelen	57
Tabel 9: Dummyvariabele big4_auditor	59
Tabel 10: NACE-bel code 2008, indeling in 4 sectoren.....	59
Tabel 11: Regressieanalyse effectiviteit raad van bestuur (Minichilli et al., 2009)	61
Tabel 12: Bijkomende regressieanalyse effectiviteit raad van bestuur, alternatieve maatstaven (Minichilli et al., 2009)	64
Tabel 13: Regressieanalyse effectiviteit externe auditor (Jones, 1991).....	65
Tabel 14: Bijkomende regressieanalyse effectiviteit externe auditor, alternatieve maatstaven (Jones, 1991)	67
Tabel 15: Positief earnings management (Jones, 1991).....	68
Tabel 16: Negatief earnings management (Jones, 1991)	69

Hoofdstuk I: Inleiding

1.1 Probleemstelling

De jongste decennia heeft corporate governance, ook wel deugdelijk ondernemen genoemd, sterk aan belang gewonnen. De eerste stappen naar het ontstaan dateren al van het begin van de 17^e eeuw, maar het begrip kreeg nooit eerder zoveel aandacht als vandaag (Harris, 2013). Enkele boekhoudschandalen waaronder Enron, WorldCom, Ahold en Lernout & Hauspi deden aan de alarmbel trekken (Zattoni & Cuomo, 2008). Hierdoor ontstond er in de hedendaagse maatschappij steeds meer nood aan ingrijpende maatregelen om de geloofwaardigheid en de betrouwbaarheid van financiële verslaggeving te kunnen opkrikken.

Om scenario's zoals Enron, WorldCom, Ahold en Lernout & Hauspi in de toekomst te kunnen vermijden, was er nood aan regulering. Door de jaren heen is corporate governance dan ook gaan evolueren van een systeem van zelfregulering, waar ondernemingen zelf instaan voor het implementeren en de opvolging van ingevoerde maatregelen, naar een systeem met aanbevelingen van bindende aard, ook wel *hard law* genoemd.

Het theoretisch kader dat het belang van corporate governance kan verklaren, is de agency theorie. Deze theorie wordt door Jensen en Meckling (1976) aangeduid als een relatie waarbij de aandeelhouders (principaal) de leiding van de onderneming gaan delegeren aan het management (agent). Hierbij is het mogelijk dat het gemeenschappelijk belang niet noodzakelijk samen loopt, maar dat elke belanghebbende in eigenbelang gaat handelen. De belangrijkste doelstelling van de aandeelhouders is het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde. Managers zullen deze doelstelling proberen na te streven, maar ze kunnen ook in eigenbelang handelen (bv. een goede verloning, een bedrijfswagen en andere extralegale voordelen). Hierdoor kunnen er belangenconflicten (agency problemen) ontstaan tussen de principaal en agent (Apostolov, 2016). Corporate governance zal bijdragen aan het reduceren van deze conflicten en de negatieve gevolgen ervan (i.e. de agency kosten).

Binnen het corporate governance systeem behoort de raad van bestuur tot één van de belangrijkste mechanismen. Fama en Jensen (1983) definiëren een raad van bestuur als een collegiaal orgaan dat is samengesteld uit aangewezen of verkozen leden. Hun taak bestaat erin om een gezamenlijk toezicht te houden op de kerntaken van de onderneming. Bovendien staat de raad van bestuur ook in voor het nemen van belangrijke beslissingen, de uitvoering ervan en de vertegenwoordiging van de onderneming.

Hoewel de raad van bestuur verscheidene rollen heeft, wordt de monitoringrol als de belangrijkste rol beschouwd in het kader van corporate governance. In sommige contexten wordt deze rol ook wel bestempeld als de controlerol. Het belang van deze rol kan ook verklaard worden vanuit de agency theorie (Fama, 1980, in: Jensen & Meckling, 1976). Het is immers de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur om te waken over de mogelijke agency problemen. Daar de belangen van het management niet steeds overeenstemmen met de belangen van de aandeelhouders, zal de raad van

bestuur als vertegenwoordiger van de aandeelhouders optreden en het management controleren. Deze controle brengt zelf ook kosten (ook een vorm van agency kosten) met zich mee. Toch is deze controle van essentieel belang, want zonder effectieve controle kan het management beslissingen nemen die niet zijn afgestemd op de belangen van de aandeelhouders. De raad van bestuur moet dus met andere woorden optreden als bemiddelaar om handelingen in eigenbelang tegen te gaan.

Min of meer zal de raad van bestuur instaan voor het toezicht op de alledaagse activiteiten van de onderneming. Het takenpakket kan daarbij ruim geïnterpreteerd worden: goedkeuren van de jaarrekening, evaluatie van de keuze van het management op vlak van winst- en verliesverdelingen, het opstellen van een schriftelijk verslag van deze resultaten en de presentatie ervan op de algemene vergadering en de benoeming en ontslag van bestuurders en zaakvoerders (Glinkowska & Kaczmarek, 2015).

In de uitoefening van haar monitoringrol zal onafhankelijkheid een belangrijke rol spelen. Ook dit komt voort vanuit de agency theorie, want de essentie van deze theorie ligt namelijk op de scheiding tussen controle en eigendom. Het is net vanuit dat opzicht dat de raad van bestuur onafhankelijk van het management dient te functioneren (Masson, 1971; Saltaji, 2013). Anders bestaat het gevaar dat de raad van bestuur wel eens meer in functie van de managers zou gaan handelen in plaats van op te treden als vertegenwoordiger van de aandeelhouders. Volgens de agency theorie is het dus net de onafhankelijkheid van het bestuursorgaan samen met de noodzakelijke expertise op vlak van toezicht én controle, dat één van de belangrijkste elementen van een 'goed' corporate governance systeem vormt (Cohen, Krisnamoorthy, & Wright, 2002).

Omwille van het belang van onafhankelijkheid wordt er in de literatuur veel aandacht besteed aan CEO dualiteit, waarbij de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur éénzelfde persoon is. Zo kan CEO dualiteit aanzet geven tot machtsmisbruik, aangezien de *Chief Executive Officer* (CEO) net wordt aangesteld en gecontroleerd door de raad van bestuur. Daarenboven is er ook een duidelijk onderscheid in de uit te voeren taken: daar waar de CEO verantwoordelijk is voor de uitvoering van het beleid van de onderneming en de onderneming draaiende moet houden, staat de voorzitter van de raad van bestuur in voor het monitoren en evalueren van de bestuurlijke activiteiten en het management (Jensen, 1993; Patricof, Henderson, Marcus, Smale, & Johnson, 1995; Shrivastav & Kalsie, 2016).

Vanwege eerder genoemde redenen pleiten de corporate governance codes dan ook voor een functiescheiding en goede taakverdeling tussen de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur. Dit werkt de macht van een raad van bestuur in de hand en zal op haar beurt aanzet geven tot een verhoging van de capaciteit van de raad van bestuur. Bovendien kan deze aanpak zelfs de controle over besluitvormingsprocessen verhogen (Fama & Jensen, 1983; Zajac & Westphal, 1996). Jensen (1993) gaat in dit opzicht verder en suggereert dat een scheiding tussen de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur een essentieel element is, opdat er kan gesproken worden van een effectieve raad van bestuur.

Het is echter maar de vraag of de corporate governance regels voldoende nageleefd worden om een 'goede' corporate governance te kunnen garanderen. Zeker in een private context bestaat het risico op een ondermaats presterende raad van bestuur. Er zijn immers duidelijke verschillen in de corporate governance regels van beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen. De richtlijnen voor beursgenoteerde ondernemingen worden uitgebreid opgenomen in de code Lippens. Hier treedt het *comply or explain principe* prominent op de voorgrond. Dit principe laat toe om een referentiecode op te leggen die beursgenoteerde ondernemingen moeten naleven, hetzij door de bepalingen integraal toe te passen, hetzij door het geven van een afdoende uitleg wanneer ze afwijken van bepaalde elementen. Ondanks deze flexibele benadering lijkt toch de grote meerderheid van deze ondernemingen de code integraal na te leven, namelijk 95,8% (Voordeckers & Torfs, 2015).

In tegenstelling tot de code Lippens kent de code Buysse voor private ondernemingen geen *comply or explain principe*. De ondernemingen in de private sector zijn dan ook niet verplicht om een onderbouwde reden te geven, wanneer ze afwijken van de code. Een aanzienlijk deel van de ondernemingen uit het doelpubliek is daardoor wellicht minder vertrouwd met de noodzaak en de concrete invulling van corporate governance. Bovendien maken deze ondernemingen een belangrijk deel uit van de Belgische economie. Er is dus nood aan onderzoek waar de corporate governance regels in een private context worden geanalyseerd.

Corporate governance is echter ook niet noodzakelijk effectief als de corporate governance codes worden nageleefd en er dus een duidelijke functiescheiding is tussen de raad van bestuur en het management. Een studie van Cohen et al. (2002) heeft immers aangetoond dat de CEO steeds een sterke invloed lijkt te hebben op de samenstelling van de raad van bestuur en haar effectiviteit. Deze academici suggereren dan ook dat corporate governance gedoemd is om te falen, wanneer het management niet wil gemonitord worden door de raad van bestuur (Cohen et al., 2002). Dit risico op falen zou nog groter kunnen zijn in een private context, aangezien beursgenoteerde ondernemingen ook nog gemonitord worden door externe partijen (bv. analisten, beurzen, enzovoorts). Verder heeft de CEO vaak veel meer macht in private ondernemingen, waardoor deze ondernemingen het governance proces nog meer zouden kunnen beïnvloeden. Het is net daarom dat er kwantitatief onderzoek vereist is, die de invloed van de CEO in dit gebeuren grondig analyseert.

Naast een effectieve raad van bestuur is er nog een ander controlemechanisme dat de agency problemen tussen principaal en agent beduidend kan verminderen. Het gaat daarbij om de externe auditor. Het is immers de verantwoordelijkheid van de auditor om te controleren of de jaarrekening al dan niet een getrouw beeld weergeeft van de onderneming.

Bij deze controle is het de bedoeling om een getrouwheidsverklaring af te leveren, die een redelijke mate van zekerheid biedt dat er geen materiële afwijkingen aanwezig zijn in de financiële staten van de onderneming (Mercken, 2016). Op deze manier kan een auditor bijdragen aan de effectiviteit van de raad van bestuur. Om het management te beoordelen, zal de raad van bestuur zich immers vaak beroepen op de financiële staten. Dit omdat het rechtstreeks controleren van het management vaak moeilijk is vanwege de complexiteit van haar taken.

Omwille van het bestaan van belangenconflicten zou het management deze overzichten wel eens beter kunnen voorstellen dan ze in werkelijkheid zijn. Een auditor zal deze zogenaamde asymmetrische informatie tussen het management en de raad van bestuur reduceren, waardoor de raad van bestuur het management weer beter kan beoordelen. Bovendien zal het management ook minder geneigd zijn om zaken foutief voor te stellen. Om deze rol te kunnen vervullen, is het uiteraard noodzakelijk dat ook de auditor volledig onafhankelijk van het management functioneert.

Hoewel de externe auditor dus ook een belangrijke rol vervult in de controle van het management, waarbij onafhankelijkheid uiterst belangrijk is, blijkt uit een studie van Cohen et al. (2002) dat het vaak de CEO is die in feite over de aanstelling en het ontslag van de auditor beslist. De kans is dan ook bestaande dat de auditor eerder in functie van het management zal handelen om haar mandaat niet te verliezen, hetgeen de onafhankelijkheid en dus de effectiviteit aanzienlijk kan verlagen. Ook dit risico is mogelijk nog groter in een private context wegens de afwezigheid van effectenbeurzen en financiële analisten, die de resultaten van ondernemingen ook in het oog houden en daardoor sneller een auditfaling zullen ontdekken (Lennox, 2005).

Bovendien is er geen wettelijke erkenning van het auditcomité voor private ondernemingen. Aangezien dit comité moet toezien op de juistheid en eerlijkheid van financiële informatie én de opvolging van de externe audit, leidt de afwezigheid van dit orgaan in private ondernemingen tot een nog groter risico op een ondermaatse kwaliteit van de externe audit. Zeker indien het management dan ook nog weigert om gemonitord te worden, lijkt corporate governance volledig gedoemd om te falen. Naast onderzoek naar de potentiële invloed van de CEO op de effectiviteit van de raad van bestuur, is er dus ook nood aan onderzoek dat de invloed van de CEO op de effectiviteit van de auditor onderzoekt in een private context. Dit onderzoek is vereist om een voldoende mate van corporate governance in de toekomst te kunnen garanderen.

De invloed die de CEO kan uitoefenen op zowel de raad van bestuur als de auditor zal uiteraard afhangen van de macht van de CEO, in de literatuur aangeduid als *CEO power* (Finkelstein, 1992). Een CEO met veel macht kan er bijvoorbeeld voor zorgen dat de raad van bestuur weinig controle heeft over de bepaling van de agendapunten. Bijgevolg wordt de effectiviteit in het controleren van het management hierdoor aangetast. Daarenboven heeft een CEO met veel macht een grote invloed op de samenstelling van de raad van bestuur. Door deze macht kan de CEO gemakkelijker leden aanwijzen die persoonlijk gekend zijn, hetgeen de onafhankelijkheid reduceert. Bovendien zal de raad van bestuur zich ook minder hard gaan inzetten om het management te monitoren, wanneer de CEO veel macht heeft (Cohen et al., 2002; Zajac & Westphal, 1996).

Afrondend kan er dus gesteld worden dat er een onderlinge wisselwerking is tussen de verschillende corporate governance mechanismen. Een effectief corporate governance systeem is de belangrijkste eis van elke onderneming wereldwijd (Alam & Butel, 2016). Wel is er nood aan een evenwichtige balans tussen de CEO, de raad van bestuur en de auditor om effectieve prestaties te kunnen garanderen (Pearce II & Zahra, 1991).

Zeker in een private context zou deze balans wel eens verstoord kunnen zijn en wordt er verwacht dat het vooral de CEO is die het al dan niet slagen van corporate governance kan bepalen. Daarom is er nood aan kwantitatieve studies die onderzoeken in welke mate de CEO de effectiviteit van de raad van bestuur en de externe auditor kan beïnvloeden.

1.2 Onderzoeksvragen

1.2.1 Centrale onderzoeksvraag

In de hedendaagse maatschappij is er een stijgend belang aan corporate governance. Het wordt zelfs door velen beschouwd als een noodzaak voor een bloeiende ondernemingsactiviteit. Alam & Butel (2016) wijzen een effectief governance systeem toe als de belangrijkste eis van elke onderneming.

Onder corporate governance wordt de totstandkoming van bepaalde structuren verstaan, die bijdragen aan de controle en het bestuur van een onderneming. De wisselwerking tussen de raad van bestuur, auditor en het management draagt bij aan dit proces. Zoals Pearce & Zahra (1991) definiëren, is er nood aan een evenwichtige balans tussen de CEO, de raad van bestuur en de auditor om effectieve prestaties te kunnen garanderen voor een onderneming.

Uit de wetenschappelijke literatuur is echter gebleken dat het vaak de CEO is die een sterke invloed lijkt te hebben op de samenstelling van de raad van bestuur en haar effectiviteit, waardoor er van een evenwichtige balans niet altijd sprake zal zijn (Cohen et al., 2002; Zajac & Westphal, 1996). Corporate governance lijkt gedoemd om te falen wanneer de CEO weigert om gemonitord te worden door de raad van bestuur. Bovendien wordt er in de literatuur aangetoond dat de CEO een belangrijke invloed heeft op de externe auditor (Cohen et al., 2002). Zo is het vaak de CEO die verantwoordelijk is voor de aanstelling en het ontslag van de auditor. Aangezien de beslissingsbevoegdheid bij de CEO ligt, bestaat de mogelijkheid dat de auditor eerder in functie van het management zal handelen. Dit heeft een negatieve invloed op de onafhankelijkheid en dus de effectiviteit van de externe auditor.

De CEO lijkt dus met andere woorden het al dan niet slagen van corporate governance in handen te hebben. Het is omwille van deze reden dat er nood is aan kwantitatief onderzoek, waar de invloed van de CEO op de effectiviteit van de raad van bestuur en de externe auditor wordt geanalyseerd. De centrale onderzoeksvraag van deze masterproef luidt dus als volgt:

'Heeft de CEO een invloed op de effectiviteit van de raad van bestuur en de externe auditor?'

1.2.2 Deelvragen

Het is de centrale onderzoeksvraag die in het middelpunt staat van deze masterproef. Echter, om deze vraag op een zo volledig mogelijke manier te kunnen beantwoorden, is het noodzakelijk om bijkomende elementen te onderzoeken. Hiervoor dienen er nog enkele bijkomende deelvragen gesteld te worden. Deze vragen vloeien rechtstreeks voort uit de centrale onderzoeksvraag.

De eerste deelvraag die in deze masterproef wordt behandeld, is:

'Wat is corporate governance?'

De uitwerking van deze masterproef situeert zich binnen het corporate governance raamwerk. Het spreekt dan ook voor zich dat er in eerste instantie gekeken moet worden naar de betekenis en invulling van dit begrip in een Belgische context.

Corporate governance is een interdisciplinair begrip, waarvan de betekenis niet door iedereen wordt aanvaard (Cohen et al., 2002). Het is dus van essentieel belang om de betekenis en de impact ervan op Belgische private ondernemingen af te toetsen. Daarom zal de meest elementaire definitie gebruikt worden in deze masterproef. Een definitie die gericht is op de positieve impact van een effectief corporate governance systeem lijkt daarbij voor de hand liggend.

In de wetenschappelijke literatuur kunnen tal van definiëringen teruggevonden worden. Het comité van Cadbury (1992) formuleert corporate governance als een systeem van processen om ondernemingen te besturen en controleren (Lannoo, 1999). Dit betekent dus dat corporate governance een zeer belangrijke impact kan hebben in het ondernemingsgebeuren.

Na een korte definiëring van het begrip wordt er ingezoomd op de belangrijkste theorie waaruit corporate governance kan verklaard worden. Dit is de agency theorie, ook wel het principaal-agent probleem genoemd, en zal in deze masterproef een centrale rol vervullen.

Na een beschrijving van het algemeen theoretisch kader, worden de voordelen van een corporate governance systeem toegelicht. De code Buysse haalt in haar codering enkele voordelen aan, wanneer er een corporate governance systeem aanwezig is in een private onderneming. Deze voordelen worden hieronder stapsgewijs opgesomd:

"Corporate governance:

- *Verschaft de onderneming een professioneel imago naar alle betrokken partijen, inzonderheid banken en financiers;*
- *Is een troef naar de rekruteringsmarkt toe;*
- *Speelt een belangrijke rol om de continuïteit van de onderneming te verzekeren, inzonderheid in familiebedrijven;*
- *Kan bijdragen tot een verhoogde rentabiliteit van de onderneming".*

(Buysse, 2009, p.8)

Het hoofdstuk rond corporate governance wordt afgerond worden met een korte bespreking van de corporate governance codes in de Belgische context, met de nadruk op niet-beursgenoteerde ondernemingen.

Het corporate governance systeem van een onderneming bestaat uit diverse mechanismen, die elk hun eigen rol en impact vervullen in de onderneming en haar omgeving. De onderlinge samenwerking van deze elementen zal de effectiviteit van corporate governance in een onderneming bepalen (Rediker & Seth's, 1995, in: Misangyi & Acharya, 2014).

De centrale onderzoeksvraag geeft aan dat er in deze masterproef twee topics zullen behandeld worden, namelijk de raad van bestuur en de externe auditor. Dit zijn twee belangrijke corporate governance mechanismen en worden in deze masterproef individueel behandeld in de literatuurstudie. Een volgende deelvraag wordt als volgt gedefinieerd:

'Wat is een raad van bestuur en wat bepaalt haar effectiviteit?'

Een tweede hoofdstuk van de literatuurstudie wordt toegewijd aan de raad van bestuur, het belangrijkste corporate governance mechanisme. Er wordt een kritische doorlichting gemaakt van een effectieve raad van bestuur en de elementen die hiertoe bijdragen. Het is immers voor elke onderneming van essentieel belang dat er een performant bestuursorgaan aanwezig is. Verder zal in deze masterproef geanalyseerd worden welke rollen de raad van bestuur vervult in de uitoefening van haar dagdagelijkse activiteiten. In de wetenschappelijke literatuur wordt de monitoringrol, ook wel de controlerol genoemd, als de belangrijkste rol getypeerd. Deze rol is ook gebaseerd op de uitwerking van de agency theorie.

Naast de controlerol kent de raad van bestuur nog een tweede rol met name de servicerol. Uit de literatuur blijkt echter dat daar waar veel aandacht wordt geschonken aan de controlerol, er weinig tot geen aandacht uit gaat naar de servicerol (Krause, Semadeni, & Cannella, 2013). Laatstgenoemde richt zich tot de verbetering van de reputatie van een onderneming, het leggen van onderlinge relaties met de externe omgeving en het geven van raad en advies aan leidinggevenden (Carpenter, 1988, Loudon, 1982, in: Zahra & Pearce Ii, 1989).

In sommige literatuur wordt er nog van een derde rol gesproken, namelijk de strategische rol (Zahra & Pearce Ii, 1989). De raad van bestuur is een gecentraliseerd orgaan dat verantwoordelijk is voor de strategische leiding van de onderneming. Deze rol is in tegenstelling tot de financiële controle van een onderneming kwalitatief georiënteerd en richt zich tot het lange termijn denken (Nielsen & Huse, 2010).

Een volgend hoofdstuk van deze masterproef is gelijkaardig opgebouwd en omvat het tweede corporate governance mechanisme, namelijk de externe auditor. De derde deelvraag luidt bijgevolg als volgt:

'Wat is een externe auditor en wat bepaalt zijn/haar effectiviteit?'

De externe auditor, ook wel de financiële auditor genoemd, richt zich tot de betrouwbaarheid van de financiële rapportering. Bij de uitvoering van zijn/haar taken dient de auditor onafhankelijk te werken van de onderneming.

Maar uit een onderzoek van Cohen et al. (2002) blijkt echter dat het vaak de CEO is die beslissingen neemt inzake het aanwerven en het ontslaan van de auditor. Hierdoor wordt de onafhankelijkheid van de externe auditor aangetast.

De effectiviteit van de externe auditor wordt bepaald door twee elementen, namelijk de onafhankelijkheid en de expertise (Carcello, Hermanson, & Zhongxia, 2011). Er is dus met andere woorden nood aan kwantitatief onderzoek waarin de invloed van de CEO in dit gebeuren wordt geanalyseerd.

De drie deelvragen die hierboven werden aangehaald, worden behandeld in de literatuurstudie. Echter, er rest zich nog een vierde en laatste onderzoeksvraag in deze masterproef. Deze vraag zal geanalyseerd en verwerkt worden in het empirisch gedeelte van deze eindverhandeling. De laatste deelvraag luidt als volgt:

'In welke mate heeft de CEO invloed op de effectiviteit van de raad van bestuur en de externe auditor in Belgische private ondernemingen?'

Na de bespreking van de literatuurstudie zullen hypothesemodellen vooropgesteld worden, die in het empirisch onderdeel geanalyseerd zullen worden. Daarbij zal in eerste instantie een duidelijk onderscheid gemaakt worden tussen de afhankelijke variabele(n), de onafhankelijke variabele(n) en eventuele controlevariabele(n). Vervolgens zal aan de hand van een tabel duidelijk weergegeven worden welke verbanden er worden verwacht. Naast tal van beschrijvende statistieken zullen er ook diverse regressiemodellen *gerund* worden. Deze modellen dienen een inzicht te geven in de vooropgestelde hypothesemodellen (hoe en wanneer) de CEO een invloed kan uitoefenen op de effectiviteit van de raad van bestuur enerzijds en de externe auditor anderzijds. Deze masterproef wordt afgerond met een concreet besluit op de centrale onderzoeksvraag met een terugblik op de deelvragen.

Hoofdstuk II: Corporate governance

In een eerste onderdeel van de literatuurstudie wordt het concept corporate governance behandeld. Vooreerst wordt het begrip gedefinieerd, gevolgd door een toelichting van het algemeen theoretisch kader. Het belang van corporate governance kan verklaard worden vanuit diverse theorieën, waarbij de agency theorie een centrale positie inneemt. Vervolgens worden de voordelen van een 'goed' corporate governance systeem toegelicht. Tot slot wordt corporate governance in een Belgische context besproken, waarbij de nadruk wordt gelegd op niet-beursgenoteerde ondernemingen.

2.1 Definiëring

Corporate governance is een interdisciplinair begrip dat meestal wordt vertaald als deugdelijk bestuur of deugdelijk ondernemen. Deze gangbare vertaling geeft echter geen nader inzicht in de concrete betekenis van het begrip. Bovendien verschilt de invulling van corporate governance sterk naargelang de regio en situatie. Hierdoor kan het concept dus een totaal andere betekenis gaan vervullen voor belanghebbenden en instanties (Lannoo, 1999).

Uit het literatuuronderzoek is gebleken dat er geen unieke definitie bestaat voor corporate governance (Cohen et al., 2002). Bovendien toont de wetenschappelijke literatuur rond corporate governance aan dat de verschillende begripsomschrijvingen min om meer dezelfde draagwijdte hebben, ook al vallen er kleine nuanceverschillen te bemerken.

In eerste instantie kan er vermeld worden dat corporate governance verwijst naar de onderneming, meer bepaald de relatie tussen het management en de aandeelhouders (Lannoo, 1999). Dit betekent dat corporate governance bestaat uit twee verschillende componenten, namelijk *corporate* en *governance*. De eerste component verwijst naar de onderneming, terwijl de tweede component wordt gedefinieerd als de handelingen en de manier waarop er wordt bestuurd in een onderneming (Lannoo, 1999).

Daar er geen unieke definitie bestaat voor corporate governance, lijkt het voor de hand liggend om het begrip te benaderen vanuit de centrale onderzoeksvraag. Een eerste mogelijke definiëring wordt geformuleerd door het comité van Cadbury (1992), een comité in het Verenigd Koninkrijk dat verantwoordelijk is voor de beoordeling van de standaarden van financiële rapportering. Corporate governance wordt gedefinieerd als een systeem van processen om ondernemingen te besturen en controleren (Lannoo, 1999).

De definiëring van Larcker et al. (2007) sluit aan bij de begripsomschrijving van het Cadbury Comité (1992). Deze onderzoekers formuleren het corporate governance systeem als een geheel van mechanismen die de beslissingen van het management beïnvloeden, wanneer er een onderscheid is tussen controle en eigendom (Alabede, 2012). In volgende paragraaf wordt duidelijk in kaart gebracht dat deze definiëring nauw aansluit bij de agency theorie, de belangrijkste theorie om het belang van corporate governance te verklaren. Omwille van deze reden zal de definitie van Larcker et al. (2007) gebruikt worden in deze masterproef.

2.2 Corporate governance in een algemeen theoretisch kader

Corporate governance is een begrip dat in de hedendaagse maatschappij niet meer weg te denken is. Het belang van corporate governance kan verklaard worden vanuit drie verschillende theorieën, namelijk de agency theorie, de stewardship theorie en de resource dependency theorie. In deze masterproef wordt enkel de agency theorie besproken, omdat het de meest besproken theorie is. Bovendien is de agency theorie de meest toepasbare theorie binnen dit onderzoeksdomein. Doordat er een scheiding is tussen controle en eigendom kunnen er problemen (agency problemen) op de voorgrond treden. Deze problemen kunnen verholpen worden door corporate governance mechanismen (bv. de raad van bestuur en de externe auditor). Beide mechanismen gaan uit van een agency perspectief en worden in deze masterproef behandeld.

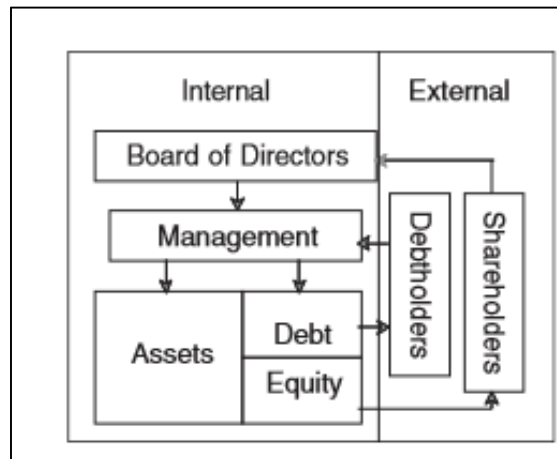
De agency theorie, ook wel het principaal-agent probleem genoemd, wordt gedefinieerd als een contract waarbij één of meerdere personen (de principaal) een andere persoon (de agent) gaat aanwerven om diensten uit te voeren, waarbij laatstgenoemde de bevoegdheid krijgt om bepaalde beslissingen te nemen (Jensen & Meckling, 1976).

De relatie tussen het management en de aandeelhouders is een typisch voorbeeld van het principaal-agent probleem. De primaire doelstelling van elke onderneming is om de aandeelhouderswaarde te maximaliseren. Deze waarde wordt bekomen doordat aandeelhouders kapitaal gaan verschaffen en vervolgens hopen om een mooi rendement te behalen op hun investeringen. Het is echter mogelijk dat het management (de agent) niet in het belang van de aandeelhouders (de principaal) zal handelen, maar in haar eigenbelang (Jensen & Meckling, 1976). Volgens Berle en Means (1932) kunnen managers zo uit zijn op geld, macht en prestige. Dergelijke situatie toont dus aan dat de belangen van het management en de aandeelhouders niet meer parallel loopt. Hierdoor bevindt het management zich in een positie waarin ze zichzelf kan verrijken ten koste van de aandeelhouders (Mueller, 2014). De scheiding tussen controle en eigendom kan dus aanleiding geven tot dergelijke problemen, ook wel de agency problemen genoemd. Zoals verder zal blijken, kunnen corporate governance mechanismen hiervoor een oplossing bieden (cfr. Hoofdstuk III: De raad van bestuur en Hoofdstuk IV: De externe auditor).

De scheiding tussen controle en eigendom kan schematisch worden voorgesteld in een eenvoudig model (Gillan, 2006). In figuur 1 wordt duidelijk weergegeven dat er een onderscheid is tussen diegene die de controle heeft en diegene die de eigendom heeft in een onderneming. Aan de linkerzijde van het model worden de basiselementen weergegeven van het intern bestuur. Het is immers de verantwoordelijkheid van het management om in opdracht van de aandeelhouders te beslissen in welke middelen er wordt geïnvesteerd en hoe deze investeringen zullen gefinancierd worden. De raad van bestuur is het hoogste leidinggevende orgaan van de onderneming en is verantwoordelijk voor het adviseren en monitoren van het management. Daarnaast is de raad van bestuur ook verantwoordelijk voor het aanwerven, ontslaan en nemen van beslissingen omtrent het management (Jensen, 1993, in: Gillan, 2006).

Naast de basiselementen van het intern bestuur maken ook elementen van het extern bestuur deel uit van het model. Aan de rechterzijde van het model worden de kapitaalverschaffers geplaatst. Om investeringen te kunnen financieren is de onderneming genoodzaakt om externe middelen aan te trekken. Deze voorstelling geeft dus duidelijk aan dat er een onderscheid is tussen controle en eigendom in de onderneming (Gillan, 2006).

Figuur 1: Corporate governance en de voorstelling van een onderneming (Gillan, 2006)



De oplossing van de zogenaamde agency problemen kan gezocht worden bij corporate governance, meer bepaald de corporate governance mechanismen. In een volgende paragraaf wordt duidelijk dat corporate governance tal van voordelen kan bieden in een onderneming (cfr. 2.3 De voordelen). Naast de invulling van corporate governance kunnen er ook een aantal stappen opgenomen worden in het beslissingsproces, opdat de agency problemen verminderen. Volgens Fama en Jensen (1983) wordt dit proces onderverdeeld in vier stappen:

1. Initiatie: genereren van voorstellen voor beslissingen en het structureren van contracten;
2. Ratificatie: keuze van de beslissingen die geïmplementeerd moeten worden;
3. Implementatie: uitvoeren van de geratificeerde beslissingen;
4. Monitoring: het meten van de prestaties van de genomen beslissingen en het geven van beloningen.

2.3 De voordelen

Een belangrijk voordeel van corporate governance en haar mechanismen is dat agency problemen kunnen verminderd worden. Deze problemen ontstaan wanneer er een onderscheid is tussen controle en eigendom. Uit onderzoek van de wetenschappelijke literatuur kan er gesteld worden dat er tot op heden weinig aandacht werd besteed aan de voordelen en de gevolgen van een 'goed' corporate governance systeem. Dit is mogelijk te wijten aan de immateriële aard en de moeilijkheid om te kunnen bepalen of het om een 'goed' bestuur gaat.

Volgens de OESO, de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling is een 'goed' governance systeem geen doel op zich (OECD, 2004). Het kan eerder beschouwd worden als een sleutelement om de economische efficiëntie, duurzame groei en het investeringsklimaat te verbeteren. Daarenboven brengt een corporate governance systeem heel wat relaties tot stand tussen het management, de raad van bestuur, de aandeelhouders en andere stakeholders (bv. investeerders, klanten en leveranciers). Dit betekent dat corporate governance niet alleen gunstig is voor beursgenoteerde ondernemingen, maar dat ook (kleine) private ondernemingen hun voordeel ermee creëren.

Bij de totstandkoming van deze relaties kan een 'goed' corporate governance systeem ervoor zorgen dat de toegang van kapitaaltoetreders op lange termijn wordt vergemakkelijkt, maar ook dat aandeelhouders en andere belangenpartijen op een eerlijke manier worden behandeld. Daarnaast draagt een 'goed' corporate governance systeem ook bij aan het behalen van doelstellingen, die van belang zijn voor de onderneming en de aandeelhouders. Zo blijkt uit de Corporate Citizenship studie van 2014 dat een 'goed' corporate governance systeem bijdraagt aan de aandeelhouderswaarde op korte, middellange en lange termijn ("The advantage of good governance", 2015).

Naast eerder genoemde voordelen wordt er in de wetenschappelijk literatuur ook gesproken over het concurrentievoordeel dat kan nagestreefd worden door de aanwezigheid van corporate governance ("The advantage of good governance", 2015). Zo kunnen ondernemingen met een 'goed' corporate governance systeem een bepaalde strategie ontwikkelen, waardoor er een competitief voordeel kan gecreëerd worden ten opzichte van de concurrentie. Daarenboven kunnen er ook superieure resultaten behaald worden.

Ook de corporate governance codes benadrukken het belang van een 'goed' corporate governance systeem (Buisse, 2009). Deze voordelen werden eerder opgesomd (cfr. 1.2.2 Deelvragen).

Ervaring leert echter dat er geen perfect systeem van corporate governance bestaat. Het belang van een 'goed' corporate governance systeem is onmiskenbaar, maar we moeten ons ook bewust zijn van de beperkingen van dergelijk systeem. Het is immers een systeem dat continu moet afgestemd worden op de omgeving, daar er continu veranderingen plaatsvinden in de huidige maatschappij. Daarenboven veranderen individuen ook voortdurend. Vandaag de dag worden beleidsmakers en toezichhouders dan ook uitgedaagd om het corporate governance systeem aan te passen aan de veranderingen in de omgeving.

2.4 Corporate governance in België

In een laatste sectie van dit hoofdstuk wordt de wet- en regelgeving in een Belgische context behandeld. In België wordt er een onderscheid gemaakt naargelang de onderneming effecten verhandeld op een gereguleerde markt. Er wordt dus met andere woorden een onderscheid gemaakt tussen beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen, voor wat betreft een deugdelijk ondernemingsbestuur.

Naast de wetgeving bestaan er nog de zogenaamde corporate governance codes in België. Deze codes gaan uit van een totaalbeeld van de onderneming, in tegenstelling tot de wetgever die slechts specifieke deelaspecten behandelt. Bovendien werden de corporate governance codes ingevoerd om veranderingen in de omgeving op de voet te kunnen volgen en om bepaalde problematieken in het beleid van de onderneming tegen te gaan. Er kan dus gesteld worden dat diverse boekhoudschandalen in het verleden aanzet hebben gegeven tot de invoering van corporate governance codes (bv. Enron, WorldCom, Ahold en Lernout & Hauspi).

2.4.1 Code voor beursgenoteerde ondernemingen

Belgische genoteerde ondernemingen zijn verplicht om de code voor beursgenoteerde ondernemingen aan te duiden als referentiecodel in de zin van artikel 96 §2,1° van het Wetboek van Venootschappen. Deze code wordt ook wel de Belgische corporate governance code 2009 genoemd, ofwel kortweg de Code 2009 of de code Lippens (Corporate Governance Committee, 2017).

De code werd voor het eerst gepubliceerd in 2004 door de Commissie Corporate Governance. Deze commissie werd op initiatief van verschillende instanties opgericht, namelijk de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten (FSMA), het Verbond van Belgische Ondernemingen (VBO) en de Euronext Brussel. De doelstelling van deze oprichting was om een unieke referentiecodel tot stand te brengen die van toepassing is voor beursgenoteerde ondernemingen in België (Corporate Governance Committee, 2017).

De code 2009 is een herziening van de code die in 2004 in het leven werd geroepen. Maar ook vandaag de dag dient deze code regelmatig herzien en bijgewerkt te worden. De meest recente wijziging werd door de voorzitter van de commissie eind vorig jaar aangekondigd, die in de loop van 2017 in werking zal treden. Herzieningen zijn nodig om rekening te kunnen houden met de veranderende omgeving en regelgeving. Zo is het de bedoeling om de corporate governance code overeen te stemmen met het Wetboek van Venootschappen. Bovendien dient er ook rekening gehouden te worden met de ervaringen en verwachtingen van de samenleving ten opzichte van de onderneming, het management en de raad van bestuur (Corporate Governance Committee, 2017).

De code 2009 is gebaseerd op het *comply or explain principe*, ook wel het pas-toe of leg-uit principe genoemd. Dit principe laat toe om een referentiecodel op te leggen die genoteerde ondernemingen moeten naleven, hetzij door de bepalingen integraal toe te passen, hetzij door het geven van een afdoende uitleg wanneer er wordt afgeweken van bepaalde elementen. De code 2009 heeft dus met andere woorden een zeer flexibele benadering. Dankzij deze flexibiliteit kunnen de verschillende regels door zelfregulering tot stand komen. Vandaar dat er soms ook wordt gesproken van *soft law*. De doelstelling van dit raamwerk is om bepaalde governance strategieën te implementeren in de onderneming zonder nadeel te hebben van de aanbevelingen die van bindende aard zijn. Dit wordt ook wel *hard law* genoemd.

2.4.2 Code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen

Corporate governance belangt niet alleen beursgenoteerde ondernemingen aan, maar ook niet-beursgenoteerde ondernemingen creëren voordelen door het naleven van een corporate governance code. In 2005 ging de eerste versie van de code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen van kracht, de code Buysse I genoemd. De in 2009 geactualiseerde versie wordt de code Buysse II genoemd, hier gewoonweg vermeld als de code Buysse.

De belangrijkste doelstelling van de code Buysse was om specifieke aanbevelingen te implementeren voor wat betreft deugdelijk bestuur, maar dan voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Zo kent de code Buysse in tegenstelling tot de code Lippens geen *comply or explain principe*. Hierdoor zijn private ondernemingen niet verplicht om een onderbouwde reden te geven, in geval er wordt afgeweken van de corporate governance code. In de code Buysse wordt er duidelijk gesproken van aanbevelingen die vrijblijvend kunnen gevolgd worden (Buysse, 2009).

Bij de implementatie van een corporate governance systeem voor niet-beursgenoteerde ondernemingen dient er rekening gehouden te worden met de aard, omvang en de groeifase van de onderneming. In de code Buysse wordt melding gemaakt dat corporate governance afhankelijk is van de groeifase van de onderneming. Deze evolutie wordt in vier verschillende fasen onderverdeeld (Buysse, 2009):

- Fase 1: deugdelijk ondernemen

Deze fase kan omschreven worden als de beginfase van de onderneming. Het is dus de fase waarin de onderneming voor belangrijke beslissingen staat (bv. de rechtsvorm van de onderneming).

- Fase 2: de raad van advies

De raad van advies is een extern klankbord voor de onderneming. Het doel van deze raad is om de dienstverlening van de onderneming te behouden op een zeer hoog kwaliteitsniveau.

- Fase 3: de actieve raad van bestuur

De code Buysse benadrukt net zoals de code Lippens het belang van een actieve raad van bestuur. De werking van de raad van bestuur wordt geoptimaliseerd wanneer er niet-uitvoerende bestuurders deel van gaan uitmaken.

- Fase 4: de verdere uitbouw van de bestuursorganen

Deze fase omvat aanbevelingen omtrent de verdere uitbouw van corporate governance, meer specifiek voor het uitbouwen van specifieke comités.

De corporate governance code geeft aan dat er naast deze fases nog enkele andere aanbevelingen geplaatst kunnen worden onder de code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Het gaat daarbij onder meer over: Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen (MVO), een performant (senior) management, betrokken aandeelhouders, controle en risicobeheer. Ook wordt er een afzonderlijke rubriek toegewezen aan specifieke aanbevelingen voor familiale ondernemingen (bv. het familiaal charter) (Buysse, 2009).

Hoofdstuk III: De raad van bestuur

Het corporate governance systeem van een onderneming bestaat uit diverse mechanismen, die elk hun eigen rol en impact vervullen in de onderneming en haar omgeving. Misangyi en Acharya (2014) formuleren deze mechanismen als **de corporate governance bundel**. De onderlinge samenwerking van deze mechanismen bepaalt de effectiviteit van corporate governance (Rediker & Seth's, 1995, in: Misangyi & Acharya, 2014).

Opdat er kan gesproken worden van een 'goed' corporate governance systeem, is het noodzakelijk om de corporate governance mechanismen te bestuderen en toe te lichten. Zoals meermaals werd vermeld, is er een scheiding tussen controle en eigendom waarbij de belangen van het management en die van de aandeelhouders niet altijd overeenkomen met elkaar. Hierdoor kunnen er belangenconflicten ontstaan, ook wel *conflicts of interests* genoemd (Nikolic & Erk, 2011).

Corporate governance mechanismen bieden oplossingen om dergelijke problemen op te lossen. De belangrijkste doelstelling van de implementatie van zulke mechanismen is om de belangen van de manager en de aandeelhouders in evenwicht te brengen, maar ook om het gedrag van het management te controleren en waar nodig bij te sturen (Nikolic & Erk, 2011).

De raad van bestuur is een eerste corporate governance mechanisme dat in deze masterproef wordt bestudeerd en is meteen ook de belangrijkste. Zo beweert Fama (1980) dat de raad van bestuur kan beschouwd worden als een centraal element binnen corporate governance (Mousa & Desoky, 2012). In dit hoofdstuk wordt een gepaste definiëring gezocht voor het begrip. Verder kan er ook tal van informatie teruggevonden worden in de wetenschappelijke literatuur voor wat betreft de rollen en de samenstelling van de raad van bestuur. De meest belangrijke studies worden hieronder behandeld. Tot slot worden ook de elementen toegelicht die bijdragen aan de effectiviteit van de raad van bestuur.

3.1 Definiëring

De raad van bestuur is een collegiaal orgaan dat verantwoordelijk is voor de strategische leiding van de onderneming. Deze controle is kwalitatief georiënteerd en gericht op de lange termijn (Nielsen & Huse, 2010). Dit betekent dat de raad van bestuur verantwoordelijk is voor de instandhouding van de organisatie op lange termijn. Naast de raad van bestuur zijn er in naamloze vennootschappen (nv) nog twee andere belangrijke organen, namelijk de algemene vergadering der aandeelhouders en het management (Glinkowska & Kaczmarek, 2015).

Fama en Jensen (1983) definiëren de raad van bestuur als een collegiaal orgaan dat is samengeteld uit aangewezen of verkozen leden. De bestuurders staan in voor het gezamenlijk toezicht op de activiteiten van de onderneming. Daarenboven is de raad van bestuur ook bevoegd voor het nemen van belangrijke beslissingen, de uitvoering ervan maar ook de vertegenwoordiging van de onderneming.

Als belangrijkste corporate governance mechanisme is de raad van bestuur een belangrijke schakel tussen het management en de aandeelhouders. Dit betekent dat de raad van bestuur nodig is, omdat er een onderscheid is tussen controle en eigendom. De impact en de gevolgen hiervan werden eerder al in kaart gebracht. De aandeelhouders zijn eigenaar van de onderneming terwijl het management bevoegd is voor het dagelijks bestuur van de onderneming. De raad van bestuur wordt aangesteld door de algemene vergadering der aandeelhouders, de hoogste instantie van de onderneming, en dient aan deze vergadering ook verantwoording af te leggen. Dit kunnen we ook terugvinden in artikel 522, §1 van het Wetboek van Vennootschappen. Hier wordt wel melding gemaakt dat de bevoegdheden kunnen beperkt worden in de statuten van de onderneming. In principe is de raad van bestuur bevoegd om **alle** handelingen uit te voeren, behalve die bevoegd zijn voor de algemene vergadering der aandeelhouders (bv. statutenwijziging).

3.2 Rol van de raad van bestuur

In de wetenschappelijke literatuur wordt er veel onderzoek verricht naar de rol van de raad van bestuur. Vanuit het perspectief van de agency theorie is de raad van bestuur verantwoordelijk voor de goedkeuring van de beslissingen of strategieën die het management wenst door te voeren. Nadien wordt deze beslissing door het management geïmplementeerd en gecontroleerd door de raad van bestuur (Fama & Jensen, 1983, in: Hung, 1998).

In de literatuur worden drie verschillende rollen gedefinieerd, namelijk de monitoring- en servicerol en de strategische rol. Zahra en Pearce Ii (1989) bepalen dat deze rollen onderling gerelateerd zijn aan elkaar (Hung, 1998). In tegenstelling tot deze indeling wordt er in andere literatuur gesproken van zes rollen. Daarbij wordt er een onderscheid gemaakt naargelang de intrinsieke of extrinsieke invloed (Hung, 1998). In deze masterproef onderscheiden we slechts drie rollen, namelijk de monitoring- en servicerol en de strategische rol (Zahra & Pearce Ii, 1989).

De eerste rol van de raad van bestuur is de monitoringrol, ook wel de controlerol genoemd. Hoewel de raad van bestuur meerdere rollen vervult, wordt deze rol als de belangrijkste rol bestempeld. De raad van bestuur, zoals gedefinieerd door Fama en Jensen (1983), is gebaseerd op de agency theorie (Fama, 1980, in: Jensen & Meckling, 1976). De rol van de raad van bestuur bestaat erin om handelingen in eigenbelang tegen te gaan. Het gedrag van de manager wordt met andere woorden gecontroleerd, zodat deze in het belang van de aandeelhouders gaat handelen (Hung, 1998).

Het is dus de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur om te waken over de mogelijke agency problemen, daar de belangen van het management niet zozeer de belangen zijn van de aandeelhouders. Een controlemechanisme zoals de raad van bestuur kan hierin een oplossing bieden. Ondanks het feit dat deze controle kosten met zich mee brengt (agency kosten), is de monitoringrol van essentieel belang. Zonder effectieve controle kan het management immers beslissingen nemen die niet zijn afgestemd op deze van de aandeelhouders. Het is dus de plicht van de raad van bestuur om op te treden als bemiddelaar om handelingen in eigenbelang tegen te gaan.

Naast de monitoringrol vervult de raad van bestuur nog een tweede rol, namelijk de servicerol. Uit literatuuronderzoek blijkt echter dat daar waar er enorm veel aandacht wordt gegeven aan de monitoringrol, er weinig tot geen aandacht uitgaat naar de servicerol (Krause et al., 2013). De servicerol richt zich tot de verbetering van de reputatie van de onderneming, het leggen van onderlinge relaties met de externe omgeving, het geven van raad en het verlenen van advies aan het topmanagement (Carpenter, 1988, Loudon, 1982, in: Zahra & Pearce II, 1989).

In sommige literatuur wordt er nog van een derde rol gesproken, namelijk de strategische rol (Zahra & Pearce II, 1989). Deze rol houdt in dat de raad van bestuur helpt bij het formuleren van een missie, het ontwikkelen van een strategie, maar ook bij het geven van richtlijnen om deze strategie te implementeren.

Uit bovenstaande uiteenzetting kan er gesteld worden dat de focus in deze masterproef enkel zal gelegd worden op de monitoringrol. Voor deze keuze zijn verschillende redenen. Ten eerste wordt de monitoringrol verklaard vanuit de agency theorie, de theorie die in deze masterproef centraal staat. Ten tweede is de monitoringrol van cruciaal belang in het corporate governance gebeuren van de onderneming. Tot slot wordt deze rol als de belangrijkste rol bestempeld in de wetenschappelijke literatuur.

3.3 Elementen die de effectiviteit beïnvloeden

Een volgend element dat in deze masterproef wordt behandeld, zijn de elementen die bijdragen aan de effectiviteit van de raad van bestuur. We weten nu wat een raad van bestuur is en wat haar rollen zijn, maar wat bepaalt nu haar effectiviteit? De drijfveren kunnen gezocht worden in de samenstelling van de raad van bestuur. Zo dient er in eerste instantie een evenwicht gezocht te worden tussen de uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. In een raad van bestuur worden beslissingen immers op collegiale wijze genomen, waardoor een optimaal evenwicht tussen de verschillende bestuursleden van essentieel belang is. Ten tweede wordt er in de wetenschappelijke literatuur bijzonder veel aandacht besteed aan de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Dit aspect is van belang om de kwaliteit en integriteit van het orgaan te kunnen verzekeren. Ook CEO dualiteit, de situatie waarin de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur dezelfde persoon zijn, wordt beschouwd als een belangrijk element voor de effectiviteit van de raad van bestuur. Een laatste element dat een invloed heeft op de effectiviteit van de raad van bestuur, is de grootte van de raad van bestuur.

3.3.1 Uitvoerende versus niet-uitvoerende bestuurders

Alle beslissingen dienen door de raad van bestuur op een collegiale wijze te gebeuren. Deze collegialiteitsregel houdt in dat alle beslissingen binnen de raad van bestuur in principe bij meerderheid worden genomen. Hoewel individuele bestuurders kunnen tegenstemmen, wordt het besluit toch genomen door de gehele raad van bestuur. De samenstelling van de raad van bestuur speelt dus een essentiële rol in het nemen van zulke beslissingen.

Volgens de code Buysse dient de raad van bestuur samengesteld te worden met de nodige aandacht voor diversiteit en complementariteit inzake bekwaamheden, ervaring en kennis van de bestuurders (Buysse, 2009).

Hierdoor moet er een evenwichtige balans gezocht worden tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur. Een uitvoerende bestuurder is elk bestuurslid van de raad van bestuur dat belast is met uitvoerende taken binnen de onderneming. Een niet-uitvoerende bestuurder is daarentegen iemand die geen uitvoerende taken vervult. In private ondernemingen hebben deze bestuurders de rol als toezichthouder. De uitvoerende bestuurders vormen samen met de niet-uitvoerende bestuurders een monistisch bestuursmodel waarin de toezichthouders deel uitmaken van het bestuur. Dit bestuursmodel wordt ook wel *een one-tier board* genoemd en is het gekende systeem voor Belgische ondernemingen. Dit betekent dat er in deze ondernemingen maar één bestuur voorkomt, waarin zowel het management als de toezichthouders zetelen.

Een groot deel van het wetenschappelijk onderzoek werd gevoerd naar de samenstelling van de raad van bestuur, meer bepaald de verhouding tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Zoals meermaals vermeld, is het de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur om controle uit te oefenen op de manager om te vermijden dat de manager in eigenbelang gaat handelen. Vanuit het standpunt van de agency theorie dient de raad van bestuur onafhankelijk en objectief te handelen (Jensen & Meckling, 1976). Vanuit dit standpunt kan de voorkeur voor niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur verklaard worden. Wanneer de raad van bestuur voldoende onafhankelijk is, is deze in staat om objectief te oordelen over de prestaties van het management.

Het is dus aangewezen om een evenwicht te zoeken tussen het aantal uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Dit evenwicht kan gezocht worden in de Belgische wetgeving en de corporate governance codes. Zo bepaalt de code Lippens dat minstens de helft van de raad van bestuur moet bestaan uit niet-uitvoerende bestuurders, waarvan er drie onafhankelijk moeten zijn (Corporate Governance Committee, 2017).

Maar ook bij niet-beursgenoteerde ondernemingen dient er voldoende aandacht besteed te worden aan de opname van niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur. In de zin van de code Buysse wordt er onder niet-uitvoerende bestuurders het volgende begrepen: bestuurders die niet tot het management en de controlerende aandeelhouders behoren (Buysse, 2009).

3.3.2 Afhankelijke versus onafhankelijke bestuurders

Onafhankelijke bestuurders zijn niet-uitvoerende bestuurders die naast hun mandaat geen enkele relatie hebben met de onderneming. Onafhankelijke bestuurders hebben met andere woorden geen band met de meerderheidsaandeelhouders van de onderneming en hun familie en mogen geen leidinggevende functie uitoefenen binnen de onderneming. Bovendien is het ook niet toegelaten om een commerciële functie uit te oefenen in de onderneming (bv. dienstverlening) (New Business, z.j.).

Onafhankelijke bestuurders vervullen dezelfde rol als de niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur met het verschil dat de onafhankelijke bestuurders volledig onafhankelijk functioneren van het management en de aandeelhouders. Deze verstandhouding kan verschillende acties teweegbrengen in de onderneming. Hierbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan niet-uitvoerende bestuurders die afhankelijk zijn van het management en de aandeelhouders. Deze bestuurders zijn mogelijk minder geneigd om een onbekwame CEO te ontslaan, omdat afhankelijke bestuurders nauwe relaties hebben met het management.

Uit voorgaande bespreking kan er verondersteld worden dat alle onafhankelijke bestuurders niet-uitvoerende bestuurders zijn, maar niet dat alle niet-uitvoerende bestuurders onafhankelijk zijn. De vraag die hieruit volgt is: "waarom worden onafhankelijke bestuurders aangesteld?" Het doel voor het aanwerven van niet-uitvoerende onafhankelijke bestuurders is om ervoor te zorgen dat de raad van bestuur bestuursleden bezit die effectief kunnen oordelen in het belang van de onderneming. Het oordeel van de bestuurders mag met andere woorden niet beïnvloed worden door eventuele belangenconflicten in de onderneming. De voordelen van het aanstellen van niet-uitvoerende onafhankelijke bestuurders zijn zeer uiteenlopend: (New Business, z.j.)

- Neutrale en objectieve kijk op het beheer van het bestuur;
- Onpartijdig advies van een persoon met de nodige deskundigheid inzake compliance, ethiek en goede praktijken in de sector;
- Meer geloofwaardigheid bij financiële instellingen.

Vanwege de uiteenlopende voordelen die niet-uitvoerende onafhankelijke bestuurders kunnen geven aan een onderneming, kan de nood aan deze bestuurders in de raad van bestuur vanuit de wetgeving verklaard worden. Het Wetboek van Vennootschappen heeft hieromtrent zelfs een verplichting ingevoerd in verschillende wetsartikelen, waarin wordt vermeld dat er onafhankelijke bestuurders moeten zetelen in de raad van bestuur. Deze verplichting wordt vermeld in artikelen 523-526, 526bis en 526ter van het Wetboek van Vennootschappen.

De wetenschappelijke literatuur biedt daarentegen geen eenduidig antwoord betreffende de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Vast en zeker is dat er een optimaal evenwicht dient gezocht te worden tussen de afhankelijke en onafhankelijke bestuurders. Zo is het mogelijk dat onafhankelijke bestuurders belangrijke informatie kunnen missen, waar afhankelijke bestuurders wel over beschikken. Bovendien hebben onafhankelijke bestuurders ook geen aandelen in de onderneming, omdat ze volledig onafhankelijk fungeren van de onderneming. Hierdoor kan er belangrijke informatie en kennis geïntegreerd worden in de raad van bestuur. Het belang van een evenwicht tussen afhankelijke en onafhankelijke bestuurders wordt verklaard in een onderzoek van Baysinger en Butler (1985). Deze onderzoekers verklaren dat er kan gesproken worden van een optimale raad van bestuur, wanneer er een optimaal evenwicht is tussen de onafhankelijke en de afhankelijke bestuurders. Dit omdat ze enkel in deze situatie kennis en vaardigheden kunnen bijdragen aan elkaar (Baysinger & Butler, 1985). Dit betekent dat een raad van bestuur nood heeft aan vakkundige interne bestuurders, maar ook aan onafhankelijke bestuurders die goed geïnformeerd worden.

In tegenstelling tot Baysinger en Butler (1985) zijn er ook wetenschappelijke onderzoekers die suggereren dat onafhankelijke bestuurders een negatieve invloed uitoefenen op de onderneming en haar corporate governance mechanismen. Zo wordt er in een kwantitatief onderzoek aangetoond dat wanneer er geen niet-uitvoerende bestuurders aanwezig zijn in de raad bestuur er minder agency problemen zijn en dat er een betere afstemming is tussen de belangen van de aandeelhouders en het management (Fernandes, 2008). Bovendien suggereren andere onderzoekers dat wanneer een raad van bestuur wordt gedomineerd door onafhankelijke bestuurders, er slechts een beperkte invloed kan geuit worden op de doelstellingen van de onderneming. Deze bestuurders hebben vaak niet de tijd en het vermogen om de hoeveelheid aan informatie te verwerken om de interne werking van de onderneming te kunnen begrijpen, daar deze geen belangen hebben met de onderneming (Baysinger et al., 1991, Hill & Snell, 1988, in: Zahra, 1996).

Opmerkelijk is dat ook de code Buysse onafhankelijkheid minder belangrijk acht in vergelijking met de competentie voor kleine en middelgrote ondernemingen. De code Buysse (2009) haalt aan dat onafhankelijkheid van bestuursleden wordt aanbevolen voor kleine en middelgrote ondernemingen. Echter, voor deze type ondernemingen is de competentie belangrijker dan onafhankelijkheid in strikte zin. Dit betekent dat deze ondernemingen mogelijk beter kunnen functioneren met afhankelijke bestuursleden (Buysse, 2009).

Ongeacht het standpunt van de academici kan er gesuggereerd worden dat het aantal en type bestuurders in de raad van bestuur een rechtstreekse invloed heeft op de prestaties van de raad van bestuur, maar ook op de controle ten opzichte van de CEO. De samenstelling van de raad van bestuur heeft dus met andere woorden een invloed op de monitoringrol, maar ook op de manier waarop er advies wordt gegeven betreffende de strategische beslissingen van de onderneming.

3.3.3 CEO dualiteit

Omwille van de nood aan een onafhankelijke raad van bestuur wordt er in de wetenschappelijke literatuur veel belangstelling gegeven aan CEO dualiteit. Dit is de situatie waarin de functie van de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur wordt uitgeoefend door dezelfde persoon. In zulke situaties kan er dus gesproken worden van *duaal leiderschap*, in de literatuur ook wel *dual board leadership structure* genoemd (Daily & Johnson, 1997).

De CEO, ook wel gedelegeerd bestuurder genoemd, is de persoon met de hoogste operationele functie in de onderneming. De CEO staat aan het hoofd van het uitvoerend management. Het is de verantwoordelijkheid van de CEO om het uitvoerend management te organiseren en te leiden. Bovendien staat de CEO ook in voor het geven van voorstellen aan de raad van bestuur omtrent de samenstelling, taken en bevoegdheden van het uitvoerend management (Guberna, z.j.). De CEO wordt vaak beschouwd als het uithangbord van de onderneming. Zo blijkt uit onderzoek dat maar liefst 65% van de CEO's gelooft dat de verantwoordelijkheid bij hen ligt om de reputatie van de onderneming te managen in tegenstelling tot de raad van bestuur, namelijk 14% ("CEOs watch their reputation", 2003).

Eerder werd duidelijk dat de raad van bestuur een collegiaal orgaan is dat verantwoordelijk is voor het nemen van beslissingen, waardoor de agency problemen verminderen. Deze problemen vloeien voort uit de scheiding van controle en eigendom. Echter, wanneer er sprake is van CEO dualiteit komt de CEO aan de top van de onderneming te staan voor het nemen van belangrijke beslissingen.

Dit kan aanleiding geven tot afbreuk aan de doeltreffendheid van controle, waardoor bijgevolg belangenconflicten kunnen blijven bestaan. CEO dualiteit kan zelfs zo ver gaan dat uiteindelijk de macht van de raad van bestuur er ook op achteruit gaat (Fama & Jensen, 1983).

Hieruit volgt dat er nood is aan een duidelijk afgelijnde taakverdeling en scheiding van de taakbevoegdheden tussen de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur. De argumenten hiervan kunnen verklaard worden op basis van de agency theorie. Zo wordt er in deze theorie gesuggereerd dat CEO dualiteit een negatieve impact heeft op de prestaties van de onderneming, omdat CEO dualiteit aanzet kan geven tot machtsmisbruik. Zo is in principe de raad van bestuur verantwoordelijk om de CEO te controleren met behulp van haar monitoringrol, maar wanneer er sprake is van CEO dualiteit kan deze controle de bovenhand krijgen door de CEO (Fama & Jensen, 1983).

Naast de agency theorie kan het belang van een scheiding tussen de functies van de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur ook gezocht worden in de corporate governance codes. In de code Buysse wordt er aanbevolen om een duidelijk onderscheid te maken tussen enerzijds de verantwoordelijkheden van de raad van bestuur en anderzijds de verantwoordelijkheden voor het leiden van de ondernemingsactiviteiten. In niet-beursgenoteerde ondernemingen is dit sterk afhankelijk van de aard, omvang en groeifase van de onderneming. Daarnaast wordt er ook steun en advies verleend door de voorzitter van de raad van bestuur in de uitvoering van de taken van de CEO. Daarom wordt er aanbevolen dat de CEO de nauwe relaties met de voorzitter zal onderhouden (Buysse, 2009).

Shrivastav en Kalsie (2016) zijn echter van mening dat effectief management wordt gestuurd vanuit dual leiderschap. Dit betekent dat verantwoordelijkheden en beslissingen genomen moeten worden door één en dezelfde persoon. Bovendien kan ook dubbelzinnigheid omtrent het leiding geven verminderd worden door CEO dualiteit in te voeren (Shrivastav & Kalsie, 2016). Er zijn nog andere academici die pleiten voor CEO dualiteit. Volgens Vafeas en Theodorou (1998) dienen er minder kosten betaald te worden aan leidinggevend personeel in geval van dual leiderschap (Shrivastav & Kalsie, 2016). Andere academici pleiten voor CEO dualiteit, omdat dit positief bijdraagt aan de kennis en het begrijpen van elkaar (Donaldson & Davis, 1991).

In tegenstelling tot de bespreking van de voorstanders en de tegenstanders van CEO dualiteit kan er in de wetenschappelijke literatuur ook een kwantitatief onderzoek teruggevonden worden waar onderzoekers geen oordeel hebben over de impact van CEO dualiteit. Finkelstein en D'Aveni (1994) formuleren dit als een *double-edged sword*, oftewel dat CEO dualiteit zowel voor- als nadelen met zich kan meebrengen. Het tweezijdig karakter van CEO dualiteit maakt onderzoek binnen corporate governance zeer interessant.

De onderzoekers zijn van mening dat een waakzame raad van bestuur zal optreden als centraal orgaan om tegenstrijdige krachten te balanceren, zodat de belangen van de aandeelhouders niet nadelig worden beïnvloed door de CEO (Finkelstein & D'Aveni, 1994).

3.3.4 Grootte van de raad van bestuur

Een laatste element dat de effectiviteit van de raad van bestuur kan beïnvloeden, is de grootte van de raad van bestuur. Uit de wetenschappelijke literatuur blijkt dat de grootte van de raad van bestuur in twee richtingen kan werken. Enerzijds kan de effectiviteit van de raad van bestuur bevorderd worden, omdat de diversiteit aan vaardigheden en expertise wordt verhoogd. Anderzijds is een te grote raad van bestuur niet efficiënt, omdat het zorgt voor communicatie- en coördinatieproblemen. Dit beïnvloedt de effectiviteit in een negatieve richting (Jensen, 1993; Yermack, 1996; Eisenberg et al., 1998, in: Gonzalez & André, 2014).

Om de ideale grootte te kunnen bepalen, moeten de voor- en nadelen afgewogen worden. Bij deze bepaling moet rekening gehouden worden met de wettelijke minimumvereisten van het aantal bestuurders in de raad van bestuur. Zo bepalen artikel 518 §1 en 255 van het Wetboek van Vennootschappen dat er minstens drie bestuurders moeten zetelen in de raad van bestuur van een naamloze vennootschap (nv), voor de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid (bvba) volstaat één bestuurder. Naast de wetgeving geven ook de corporate governance codes aanbevelingen omtrent de grootte van de raad van bestuur. In tegenstelling tot de wetgeving wordt er geen concreet cijfer weergegeven hoeveel bestuurders er moeten zetelen in de raad van bestuur. Wel wordt er in de code Buysse de aanbeveling gegeven om bij de samenstelling rekening te houden met de nodige complementariteit inzake ervaring, expertise, kennis en diversiteit (Buysse, 2009).

Omwille van deze reden lijkt het voor de hand liggend om de raad van bestuur te vergroten. Doordat er bijvoorbeeld gebrek is aan diversiteit en expertise is het niet eenvoudig om goede beslissingen te nemen in een kleine raad van bestuur. Daarom kan het zinvol zijn om de raad van bestuur te vergroten. Echter, een (te) grote raad van bestuur werkt ook niet optimaal. Een onderzoek van Lipton en Lorsch (1992) toont aan dat een grote raad van bestuur geen efficiënt corporate governance mechanisme is omwille van drie verschillende redenen. Een eerste element is dat het veel langer duurt om beslissingen te nemen wanneer de raad van bestuur groot is, omdat deze een consensus probeert te bereiken. Als tweede argument worden de communicatie- en coördinatieproblemen aangehaald, die in een grote raad van bestuur frequenter kunnen voorkomen. De derde en laatste reden bepaalt dat het management of een dominante CEO een grote raad van bestuur gemakkelijker kan beïnvloeden (Bliss, 2011). Dit kan bijgevolg de monitoringrol beperken.

Naast deze argumenten kunnen er in de literatuur nog tal van redenen teruggevonden worden die gekoppeld zijn aan de grootte van de raad van bestuur. Diverse empirische onderzoeken tonen daarbij aan dat er een negatief verband bestaat tussen een grote raad van bestuur en de ondernemingsprestaties.

Eén van de belangrijkste redenen is dat grote groepen vaak beslissingen gaan nemen die gebaseerd zijn op de besluitvormingen van individuen (Eisenberg et al., 1998; Mashayekhi & Bazaz, 2008; Moscovici & Zavalloni, 1996; Sah & Stiglitz, 1991; Yermack, 1996, in: Bliss, 2011). Dit betekent dus met andere woorden dat er meer agency problemen voorkomen in een grote raad van bestuur in vergelijking met een kleine raad van bestuur. Er zijn ook onderzoekers die beweren dat de grootte van de raad van bestuur geen factor is die de effectiviteit van de raad beïnvloedt. Zo suggereren sommige academici dat de effectiviteit niet afhangt van de hoeveelheid bestuurders, maar dat wel een minimum aantal bestuursleden met adequate ervaring en expertise vereist is om taken tot een goed eind te kunnen brengen (Dalton & Dalton, 2005). Hiervan wordt ook melding gemaakt in de code Buysse, zoals eerder al werd toegelicht.

Er kan dus geconcludeerd worden dat de raad van bestuur groot genoeg moet zijn om de nodige kennis, expertise en diversiteit te omvatten. Toch is een te grote raad van bestuur niet efficiënt. Dit betekent dat de grootte van de raad van bestuur in twee richtingen kan werken. Het is dus met andere woorden van groot belang om een evenwicht te zoeken in de grootte van de raad van bestuur.

Hoofdstuk IV: De externe auditor

De externe auditor, ook wel de financiële auditor genoemd, is een tweede corporate governance mechanisme. Auditdiensten worden gevraagd als controlemiddel, omdat er belangenconflicten kunnen ontstaan tussen het management en de aandeelhouders (DeAngelo, 1981). Zo kan een onafhankelijk deskundig oordeel van een externe auditor oplossing bieden om het principaal-agent probleem te verhelpen. Cohen et al. (2002) classificeert de externe auditdiensten onder de corporate governance mechanismen, omdat de externe auditor verantwoordelijk is voor het monitoren van het financieel rapporteringsproces.

4.1 Definiëring

Alvorens er een antwoord kan geformuleerd worden op wat een externe auditor is en wat zijn/haar effectiviteit bepaalt, is het nuttig om te weten wat een audit inhoudt en wie de auditor is. Eén van de meest voorkomende begripsomschrijvingen wordt geformuleerd door het Committee on Basic Auditing Concepts van de American Accounting Association (AAA) (Dries, Van Brussel, & Willekens, 2011):

"Auditing is a systematic process of objectively obtaining and evaluating evidence regarding assertions about economic actions and events to ascertain the degree of correspondence between those assertions and established criteria and communicating the results to interested users".

(Dries et al., 2011, p.26)

Uit deze definiëring volgt dat een audit kan beschouwd worden als een systematisch proces voor het controleren van beweringen en gebeurtenissen. De financiële staten worden opgesteld door het management en moeten overeenstemmen met de vastgelegde normen en criteria. Het is de verantwoordelijkheid van de auditor om te waken over de betrouwbaarheid van de financiële rapportering en om bovendien te controleren of de financiële staten een getrouw beeld weergeven van de werkelijkheid. Het is de verantwoordelijkheid van de externe auditor om op een onafhankelijke én objectieve wijze informatie te verzamelen in de onderneming, te controleren en finaal te rapporteren (Dries et al., 2011).

Deze verantwoordelijkheden gelden voor de externe auditor, maar niet voor de interne auditor die deel uitmaakt van het interne controlesysteem van de onderneming. In tegenstelling tot de interne auditor is de externe auditor verplicht om in volledige onafhankelijkheid én objectiviteit te werken bij elke audit (Dries et al., 2011; Mercken, 2016).

De controle door de externe auditor wordt uitgevoerd nadat de gebeurtenissen en beweringen hebben plaatsgevonden. Dit wordt dan ook een audit van de tweede orde genoemd (Dries et al., 2011). Tot deze orde behoort ook de interne auditor, maar dit governance mechanisme wordt in deze masterproef niet behandeld.

Nadat de informatie werd verzameld en er een evaluatie heeft plaatsgevonden, zal de auditor zijn/haar bevindingen rapporteren aan alle belanghebbenden (bv. investeerders, leveranciers, werknemers en het management). Bij deze beoordeling wordt de focus gelegd op het vermogen, de financiële toestand en de resultaten van de onderneming. Alle bevindingen worden vervolgens gerapporteerd in een verslag, ook wel het commissarisverslag genoemd. Bij deze verslaggeving wordt er rekening gehouden met een redelijke mate van zekerheid, omdat het voor de auditor onmogelijk is om alles te controleren in een onderneming (bv. voorraadtellings). Omwille van deze reden zal de externe auditor allerhande steekproefmethoden toepassen (Mercken, 2016).

Afhankelijk van de bevindingen van de externe auditor wordt er een goedkeurende, onthoudende of afkeurende verklaring gegeven in het commissarisverslag. De goedkeurende verklaring kan een oordeel met of zonder voorbehoud omvatten (bv. weerhouden van bepaalde boekhoudregels). De auditor zal een afkeurend oordeel geven in geval het getrouw beeld van de jaarrekening zodanig wordt aangetast dat er geen verklaring met voorbehoud kan gegeven worden (bv. afwijkingen van materiële aard die een diepgaande invloed hebben op het getrouw beeld van de jaarrekening).

De controlerol en de verantwoordelijkheden van de externe auditor worden in België wettelijk gereguleerd. De titel van bedrijfsrevisor is dan ook beschermd in België. Zo mogen enkel en alleen leden van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren (IBR) deze titel voeren. Volgens het instituut is een bedrijfsrevisor een onafhankelijke en onpartijdige deskundige die diensten verleend voor ondernemingen, publieke overheden en talrijke ondernemingen uit de non-profitsector (IBR, z.j.). De belangrijkste doelstelling van de auditor is om de betrouwbaarheid van de financiële staten te waarborgen voor belanghebbenden. Maar ook in artikel 142 van het Wetboek van Vennootschappen wordt melding gemaakt wat er concreet wordt verwacht van de auditor: "de controle in vennootschappen, op de financiële toestand, op de jaarrekening en op de regelmatigheid, ten aanzien van dit wetboek en de statuten, van de in de jaarrekening weergegeven verrichtingen, wordt opgedragen aan een of meer commissarissen".

Aangezien belanghebbenden zich baseren op het oordeel van de auditor is een onafhankelijk en onpartijdig advies noodzakelijk in elke onderneming. Ondernemingen kunnen beroep doen op gespecialiseerde diensten van bedrijfsrevisoren, ofwel omdat ze daartoe verplicht zijn door de wetgeving, ofwel op vrijwillige basis. De verplichting om een externe auditor aan te stellen, wordt bepaald in artikel 15 van het Wetboek van Vennootschappen. Dit artikel bepaalt bovendien ook dat de bedrijfsrevisor ook wel een commissaris wordt genoemd.

Er worden drie verschillende criteria bepaald die aangeven wanneer er sprake is van een kleine of grote onderneming, namelijk het balanstotaal, de omzet en het personeelsbestand (Zie tabel 1). Wanneer meer dan één van deze criteria wordt overschreden, is er sprake van een grote onderneming.

Echter, onder de nieuwe regelgeving¹ is de vennootschap slechts groot vanaf het boekjaar dat volgt op het boekjaar waarin de criteria voor de tweede maal werden overschreden. Bovendien is een onderneming ook niet meer automatisch groot wanneer er meer dan 100 personeelsleden in dienst werken.

Tabel 1: Regelgeving kleine en grote ondernemingen

	Voormalige regeling	Huidige regeling (vanaf 2016)
Balanstotaal	€ 3 650 000,00	€ 4 500 000,00
Omzet	€ 7 300 000,00	€ 9 000 000,00
Personeelsbestand	50	50

Het zijn de ondernemingen die onder deze regelgeving worden getypeerd als 'groot', die wettelijk verplicht zijn om een externe auditor aan te stellen. Uit artikel 141 van het Wetboek van Vennootschappen volgt dat beursgenoteerde ondernemingen in elk geval gehouden zijn om een commissaris aan te stellen. Kleine ondernemingen daarentegen mogen op vrijwillige basis bepalen of ze een externe auditor als commissaris willen aanstellen.

In elk geval, de benoeming van de externe auditor gebeurt door de algemene vergadering der aandeelhouders. Artikel 131/1, §1 van het Wetboek van Vennootschappen bepaalt dat de auditor wordt aangesteld voor een termijn van drie jaar en dat hij/zij enkel kan ontslaan worden omwille van ernstige tekortkomingen (bv. nalatigheid of lichamelijke ongeschiktheid).

4.2 Rol van de externe auditor

Naast grote en beursgenoteerde ondernemingen, die wettelijk verplicht zijn om een externe auditor aan te stellen, hebben ook kleinere private ondernemingen er alle belang bij om een onafhankelijke en onpartijdige deskundige aan te stellen. Zo kan een onafhankelijk deskundig oordeel een oplossing bieden om het principaal-agent probleem te verhelpen.

Het belang van het aanstellen van een externe auditor kan dus ook verklaard worden vanuit de agency theorie. Vanuit deze theorie is een (wettelijke) controle nodig, daar er een scheiding is tussen controle en eigendom (DeAngelo, 1981). Diegene die de onderneming bestuurt, is niet altijd dezelfde persoon als de eigenaar van de onderneming. Aandeelhouders zullen daarom het management willen controleren, maar kunnen dit enkel doen op basis van de financiële staten van de onderneming. Deze financiële overzichten worden opgesteld door het management. Dit betekent dat het management enkel kan gecontroleerd worden door de aandeelhouders op basis van de financiële staten. De manager kan dus mogelijk de financiële staten gaan beïnvloeden, want uit een onderzoek van Beasley et al. (2010) blijkt dat de CEO in 89% van de gevallen betrokken is bij fraudegevallen (Carcello et al., 2011). Dit heeft als gevolg dat de jaarrekening niet meer de werkelijke situatie representeert van de onderneming. Er is dus met andere woorden nood aan een externe financiële audit die hierop controle zal uitoefenen.

¹ Regelgeving van kracht geworden sinds 1 januari 2016

Bovendien kunnen aandeelhouders het management ook gemakkelijker controleren, wanneer er een externe auditor aanwezig is, die controleert of de financiële staten een getrouw beeld geven van de werkelijkheid.

Naast de agency theorie kan het belang van de externe auditor ook verklaard worden vanuit het corporate governance systeem van de onderneming. Zo neemt de vraag naar een externe auditor toe, wanneer er een 'goed' corporate governance systeem aanwezig is in de onderneming (Carcello et al., 2002, in: Carcello et al., 2011). Wat dit systeem bepaalt en inhoudt, werd eerder al toegelicht.

4.3 Elementen die de effectiviteit beïnvloeden

De externe auditor kan pas toegevoegde waarde leveren aan een onderneming, wanneer er sprake is van een effectieve audit. Uit wetenschappelijk onderzoek blijkt dat de effectiviteit van de externe auditor door twee factoren wordt beïnvloed. Zo suggereert DeAngelo (1981) dat zowel de onafhankelijkheid als de competentie van de externe auditor de auditkwaliteit zullen bepalen. Deze kwaliteit wordt door DeAngelo (1981) als volgt gedefinieerd:

"The quality of audit services is defined to be the market-assessed joint probability that a given auditor will both (a) discover a breach in the client's accounting system, and (b) report the breach".

DeAngelo, (1981), p. 186

De onafhankelijkheid van de externe auditor is dus een eerste aspect dat bijdraagt aan de effectiviteit van het controlemechanisme. Zo wordt de onafhankelijkheid van de externe auditor als een essentieel element beschouwd in de uitoefening van het beroep. Dat blijkt ook uit een onderzoek van Power (1999), die suggereert dat de audit zelfs zinloos is in een onderneming wanneer er geen onafhankelijkheid is (Guénin-Paracini, Malsch, & Tremblay, 2015).

De onafhankelijkheid van de externe auditor moet beoordeeld worden op twee verschillende domeinen, namelijk de onafhankelijkheid qua geesteshouding en schijn. Dit aspect wordt in artikel 12, §2 van de Wet tot organisatie van het beroep en het publiek toezicht op de bedrijfsrevisoren bepaald. Onafhankelijkheid qua geesteshouding is een morele houding waarbij de bedrijfsrevisor enkel overwegingen in rekening mag brengen die van belang zijn bij het nemen van beslissingen tijdens de revisorale opdracht. Dit wordt ook wel de onafhankelijkheid in wezen genoemd. Daarnaast is er ook de onafhankelijkheid in schijn, waar de bedrijfsrevisor situaties en feiten dient te vermijden die de bekwaamheid om objectief te handelen in gedrang kunnen brengen.

Bij de uitvoering van een revisorale opdracht is de bedrijfsrevisor verplicht om redelijkerwijs maatregelen te nemen om ervoor te zorgen dat zijn/haar onafhankelijkheid tijdens de uitvoering ervan niet in gevaar komt (bv. bestaand of potentieel belangenconflict, zakelijke relatie of een andere directe of indirecte relatie). Dit betekent dat de controleprocedures volledig onafhankelijk van het management en de raad van bestuur moeten uitgevoerd worden.

Wanneer een zakelijke, arbeids- of andere relatie bestaat, mag de bedrijfsrevisor geen revisorale opdracht aanvaarden of verderzetten. Dit wordt bepaald in artikel 12 §4 van de wet tot organisatie van het beroep en het publiek toezicht op de bedrijfsrevisoren.

Een tweede en laatste element zijn de technische vaardigheden van de externe auditor (DeAngelo, 1981). Logischerwijze zullen fouten in de financiële staten sneller gedetecteerd kunnen worden, wanneer de auditor over meer deskundigheid bezit. Opdat de auditor een correct oordeel kan geven van de jaarrekening, dient hij/zij volstrekt onafhankelijk en deskundig te functioneren.

Hoofdstuk V: De rol van de CEO

In de hedendaagse maatschappij wordt er veel aandacht besteed aan de onafhankelijkheid van zowel de raad van bestuur als de externe auditor. Echter, tot op heden werd er geen focus gelegd op de invloed van de CEO in dit gebeuren. Dit betekent dat de rol van de CEO vaak wordt onderschat, terwijl Cohen et al. (2002) stellen dat de CEO vaak een grote invloed lijkt te hebben op de effectiviteit van de raad van bestuur en de externe auditor.

Corporate governance blijkt niet noodzakelijk effectief te zijn, ook al worden de corporate governance codes nageleefd en is er een duidelijke functiescheiding tussen de raad van bestuur en het management. Een studie van Cohen et al. (2002) toont aan dat de CEO steeds een sterke invloed lijkt te hebben op de samenstelling van de raad van bestuur en de effectiviteit. Daarnaast toont het onderzoek ook aan dat de CEO een invloedrijke rol lijkt te hebben op de externe auditor. Zo is het vaak de CEO die beslist over de aanstelling en het ontslag van de auditor. Hierdoor bestaat de kans dat de auditor afhankelijk van het management zal handelen uit vrees om zijn/haar mandaat niet te verliezen, wat de onafhankelijkheid en dus de effectiviteit van de externe auditor negatief kan beïnvloeden. Bovendien bestaat de mogelijkheid dat de onafhankelijkheid op papier ook niet noodzakelijk hetzelfde is als de onafhankelijkheid in realiteit.

Er is dus nood aan onderzoek om de invloed van de CEO op de effectiviteit van de raad van bestuur en de externe auditor te analyseren. Zo stellen academici zelfs dat het management kan beschouwd worden als de belangrijkste driver van corporate governance (Carcello et al., 2011; Cohen et al., 2002). Wat de invloed van de CEO kan zijn, wordt bepaald door de macht van de CEO, ook wel *CEO power* genoemd (Finkelstein, 1992).

5.1 Macht van de CEO

In de meeste gevallen wordt de CEO bestempeld als de meest invloedrijke persoon in een onderneming (Daily & Johnson, 1997). Het is immers de CEO die verantwoordelijkheid heeft over de prestaties van de onderneming. Bovendien staat de CEO ook in voor de eindverantwoordelijkheid van het management van de onderneming. Hieruit volgt dus dat de macht van de CEO kan toegewezen worden aan het management en de kennis die ze hebben over de onderneming. Daily en Johnson (1997) suggereren dan ook dat de CEO een zeer invloedrijke rol speelt in het ondernemingsgebeuren.

Haleblian en Finkelstein (1993) en Finkelstein (1992) definiëren macht als de capaciteit van een individu om hun eigen wil uit te kunnen oefenen (Finkelstein, 1992; Haleblian & Finkelstein, 1993). Opdat er kan gesproken worden van een machtige CEO, dienen twee voorwaarden voldaan te zijn. Een eerste voorwaarde is dat macht toe komt aan een CEO wanneer deze met onzekere situaties kan omgaan. Een tweede voorwaarde is dat de CEO zich ook in unieke positie moet bevinden om dit te kunnen waarmaken (Crozier, 1964; Thompson, 1967, in: Finkelstein, 1992).

Verschillende academici tonen aan dat de CEO over unieke kwaliteiten beschikt, waardoor er duidelijke verschillen kunnen opgemerkt worden met de andere leden in het topmanagementteam (Cohen et al., 2002; Daily & Johnson, 1997).

Deze verschillen situeren zich op verschillende domeinen. Zo uiten CEO's een bepaalde invloed op het gebeuren van de onderneming, ook wel *corporate influence* genoemd, en hebben CEO's bepaalde opleidingen en burgerlijke staat genoten, ook wel *domestic influence* genoemd. Een laatste voorbeeld is het *self-concept* en kunnen we onder andere terugvinden in de managementstijl van de CEO (Daily & Johnson, 1997).

Toch blijkt dat het niet altijd de CEO is die de meeste macht heeft in het topmanagementteam. Zo kunnen managers met belangrijke deelnemingen in de onderneming bijvoorbeeld meer macht hebben dan een CEO. Hierdoor zal de CEO zijn/haar macht moeten delen met andere leden (Finkelstein, 1992).

5.2 Vormen van macht

De invloed van de CEO wordt gemeten aan de hand van *CEO power* (Finkelstein, 1992). Echter, een CEO kan op verschillende manieren macht verkrijgen. In een onderzoek van Finkelstein (1992) wordt er onderscheid gemaakt tussen vier verschillende machtsvormen. De belangrijkste bevindingen van dit onderzoek worden hieronder uiteengezet.

5.2.1 Structurele macht

Finkelstein (1992) definieert de eerste vorm van macht als de structurele macht. Deze machtsvorm is gebaseerd op de formele organisatiestructuur en hiërarchisch gezag. Omwille van deze reden wordt de structurele macht als de hiërarchische of legitieme macht getypeerd (Daily & Johnson, 1997, in: Pi & Lowe, 2011). Managers zijn invloedrijker wanneer ze het recht hebben om invloed uit te oefenen in de onderneming. Vandaar dat een CEO over een hogere structurele macht beschikt dan andere leden van het managementteam, omdat ze zich op een hogere formele organisatiepositie bevinden. Deze bevoegdheid stelt CEO's in staat om onzekerheden te managen door via deze macht het gedrag van hun ondergeschikten te controleren tot op een bepaald niveau (Finkelstein, 1992).

Naast een hiërarchische component bevat de structurele macht ook een sociaal element. De structurele macht is immers een vorm van macht dat gemakkelijk wordt herkend in een onderneming. Zo luisteren ondergeschikten naar superieuren, omdat laatstgenoemden het recht hebben om deze macht uit te oefenen door hun positie (Daily & Johnson, 1997). De raad van bestuur is het hoogste leidinggevende orgaan in een onderneming. Daily, Dalton en Cannella Jr (2003) stellen dan ook dat de raad van bestuur juridisch gesproken meer macht heeft dan de CEO. Toch zijn verschillende academici van mening dat verschillende elementen kunnen bijdragen aan de structurele macht van de CEO (Daily, Dalton, & Cannella Jr, 2003; Daily & Johnson, 1997; Finkelstein, 1992; Pi & Lowe, 2011).

Een eerste voorbeeld daarbij is de samenstelling van de raad van bestuur. Zoals meermaals werd vermeld in deze masterproef, is de monitoringrol de belangrijkste rol van de raad van bestuur en kan het belang van deze rol verklaard worden vanuit de agency theorie. De monitoringrol houdt in dat de bestuursleden van de raad van bestuur de CEO moeten controleren. Volgens Daily en Dalton (1994) kan deze rol beïnvloed worden door de samenstelling van de raad van bestuur, meer bepaald de verdeling tussen de afhankelijke versus de onafhankelijke bestuurders. Uit de praktijk blijkt dat het vaak de CEO is, die verantwoordelijk is voor de benoeming van de bestuurders (Mizruchi, 1983, in: Daily & Johnson, 1997). Daar waar onafhankelijke bestuurders geen andere functie vervullen in de onderneming, kunnen afhankelijke bestuurders nog een andere functie bekleden in de betrokken onderneming. Bovendien worden afhankelijke bestuurders ook benoemd door de CEO (Wade, O'Reilly & Chandratat, 1990, in: Daily & Johnson, 1997). Zo stellen Daily en Johnson (1997) dat de CEO enige macht kan uitoefenen op afhankelijke bestuurders. Hierdoor lijken onafhankelijke bestuurders eerder in staat te zijn om de CEO te controleren dan de afhankelijke bestuurders.

Een tweede manier waarop de CEO zijn/haar structurele macht kan verhogen, is de situatie waarin de functie van de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur wordt uitgeoefend door éénzelfde persoon. Diverse wetenschappelijke onderzoekers halen aan dat de CEO in dergelijke situatie de agenda van de raad van bestuur kan beheren, bepalen welke informatie de bestuurders zullen ontvangen voor vergaderingen en discussies leiden in de raad van bestuur (Firstenberg & Maliel, 1994; Herman, 1981; Mace, 1971, in: Daily & Johnson, 1997). CEO dualiteit zorgt er dus met andere woorden voor dat de raad van bestuur haar monitoringrol niet meer effectief kan uitoefenen. Zo kan de CEO de raad van bestuur domineren en dus gaan handelen in eigenbelang, waardoor agency problemen kunnen ontstaan. Hierdoor zal de CEO zijn/haar macht kunnen verhogen wat mogelijk een negatieve impact kan hebben op de effectiviteit van de raad van bestuur.

5.2.2 Eigendomsmacht

De tweede vorm van macht die Finkelstein (1992) definieert, is de eigendomsmacht. Daily en Johnson (1997) bepalen dat deze machtsvorm kan verkregen worden op twee verschillende manieren. De eerste mogelijkheid is door de status als oprichter of de relatie die de CEO heeft met de oprichter(s). De oprichter(s) van een onderneming hebben immers een invloedrijke weerslag op het bestaan van de onderneming (Boeker, 1989; Eisenhardt & Schoonhoven, 1988, in: Daily & Johnson, 1997). De oprichter(s) van een onderneming hebben dus een belangrijke invloed op het ondernemingsgebeuren. Wanneer de oprichter ook de CEO is van de onderneming, zal deze persoon in een zeer machtige positie terecht komen. Hierdoor zal de CEO een zekere mate van controle kunnen uitoefenen op de raad van bestuur, wat het management in een zeer machtige positie kan brengen. Dit lijkt bijgevolg een negatieve invloed te hebben op de effectiviteit van de raad van bestuur.

Een tweede manier waardoor de CEO eigendomsmacht kan verkrijgen, is de macht die wordt verkregen door eigenaarschap. Wanneer de CEO aandelen bezit van de onderneming zal hij/zij zowel het management als de aandeelhouders kunnen vertegenwoordigen (Daily & Johnson, 1997).

CEO's met een significant aandeel in functie van het vermogen van de onderneming lijken machtiger te zijn in vergelijking met CEO's zonder enige deelneming in de onderneming. In dergelijke situaties kan de CEO belangrijke beslissingen nemen in het belang van de onderneming en dat vanuit een positie als CEO én meerderheidsaandeelhouder. Zo kunnen deze CEO's bijvoorbeeld in staat zijn om de leden van de raad van bestuur zelf te selecteren. Dit lijkt bijgevolg de effectiviteit van de raad van bestuur te beperken.

5.2.3 Expertisemacht

De derde machtsvorm die door Finkelstein (1992) wordt gedefinieerd, is de expertisemacht (Daily & Johnson, 1997; Finkelstein, 1992). De capaciteit van de CEO om met onzekerheden in de omgeving om te gaan en deze kennis te delen met de onderneming, is een belangrijke vorm van macht. Een onderneming wordt immers met diverse onzekerheden geconfronteerd (bv. klanten, leveranciers, concurrenten en de overheid) en macht komt net voort uit het managen van deze onzekerheden. De CEO kan deze onzekerheden aanpakken door contacten en relaties te ontwikkelen. Finkelstein (1992) suggereert dat hoe meer netwerken er worden uitgebouwd, hoe groter de kans is om onzekerheden in de omgeving aan te pakken, hoe groter de expertisemacht uiteindelijk zal worden. Yetton en Botger (1982) gaan hierin nog verder en suggereren dat managers met relevante expertise een significante invloed kunnen hebben op de strategische keuze van de onderneming en bijgevolg de expertisemacht ook zal toenemen (Finkelstein, 1992).

Een andere manier om de expertisemacht van de CEO te verhogen, is de ervaring van de CEO. Wanneer een CEO kennis heeft opgebouwd binnen verschillende afdelingen, zal hij/zij een ruime waaier aan kennis hebben wat een positieve invloed lijkt te hebben op de deskundigheid van de CEO. Een CEO die zijn/haar opgebouwde kennis integreert in de onderneming komt geloofwaardiger over bij de raad van bestuur en zal er dus mogelijk in slagen om de raad van bestuur te beïnvloeden en te overtuigen in het nemen van bepaalde beslissingen.

Ook de ambtstermijn van de CEO kan een invloed hebben op de expertisemacht van de CEO. Zo zal een CEO meer macht hebben wanneer hij/zij langer de functie als CEO mag uitoefenen. Finkelstein (1992) stelt in een onderzoek dat CEO's die deze functie langer bekleeden, ook meer macht zullen verkrijgen in de raad van bestuur. Bovendien hebben deze CEO's ook een bepaalde invloed op de samenstelling van de raad van bestuur en worden ze minder gemonitord door de raad van bestuur, omdat laatstgenoemde deze CEO's meer vertrouwd omwille van hun opgebouwde expertise. Hierdoor hebben de CEO's meer macht, waardoor de effectiviteit van de raad van bestuur wordt beperkt.

5.2.4 Prestigemacht

De vierde en laatste bron van macht die door Finkelstein (1992) wordt gedefinieerd, is de prestigemacht of de status van de CEO. Net zoals de voorgaande bronnen van macht, kan ook deze macht verkregen worden op verschillende manieren (Daily & Johnson, 1997; Finkelstein, 1992). Een eerste mogelijkheid daarbij is de reputatie die de CEO heeft in de institutionele omgeving en bij de stakeholders.

Scott en Meyer (1983) definiëren de institutionele omgeving als een systeem waarvan verschillende actoren deel uitmaken die extern van de onderneming fungeren (bv. de overheid en financiële instellingen) (Finkelstein, 1992). De invloed die de CEO kan uiten op deze institutionele omgeving is afkomstig van de status van de CEO. Een CEO zal meer prestigemacht kunnen uitoefenen wanneer hij/zij een goede reputatie heeft buiten de onderneming (Finkelstein, 1992). Wanneer een CEO daarenboven een uitgebreide vriendenkring heeft, kan zijn/haar prestigemacht nog verhoogd worden (Finkelstein, 1992).

Een tweede manier om prestigemacht te verkrijgen, is wanneer de CEO deel uitmaakt van het managementeliteteam. Hieronder wordt het volgende begrepen: CEO's die een autoritaire positie vervullen aan het hoofd van sociale organisaties of instituties. CEO's die behoren tot dergelijke elites gaan sterke boodschappen versturen naar andere topmanagers (Useem, 1979, in: Finkelstein, 1992). Aangezien deze boodschappen gericht zijn op de persoonlijke belangen van de CEO, willen ze aantonen aan andere leidinggevenden welke status ze bezitten om bijgevolg meer macht te verkrijgen (Finkelstein, 1992). Een derde en laatste manier om prestigemacht te verkrijgen, is het opleidingsniveau van de CEO. CEO's die hoogopgeleid zijn, kunnen gemakkelijker toetreden tot het eliteteam. Hierdoor krijgen ze de mogelijkheid om sterke boodschappen uit te sturen naar andere topmanagers, wat hun prestigemacht zal verhogen.

Afrondend tot de bespreking van de vier machtsvormen kan vermeld worden dat er nog andere manieren zijn om de macht van de CEO te verhogen (Finkelstein, 1992). Zo wordt er in een onderzoek van Finkelstein (1992) bijvoorbeeld aangehaald dat de persoonlijkheid van de CEO ook een rol kan spelen in het verkrijgen van macht.

Hoofdstuk VI: Hypotheseopbouw

In dit hoofdstuk worden de hypothesemodellen opgebouwd die rechtstreeks voortvloeien uit de literatuurstudie. Deze modellen worden statistisch getest in het tweede onderdeel van deze masterproef, namelijk het empirisch onderzoek. In dit onderdeel wordt de centrale onderzoeksvraag geanalyseerd in een context van Belgische private ondernemingen. Zo is uit de literatuurstudie gebleken dat de CEO in deze ondernemingen een extra grote invloed lijkt te hebben op zowel de raad van bestuur als de externe auditor. Private ondernemingen zijn immers in mindere mate onderworpen aan de corporate governance regelgeving.

De opbouw van de hypothesemodellen wordt in dit hoofdstuk uiteengezet en toegelicht en is tot stand gekomen op basis van bevindingen uit de klassieke literatuur. Na deze bespreking volgt er een schematische voorstelling waarin de hypothesemodellen en de verbanden tussen de onafhankelijke variabelen en de afhankelijke variabelen worden weergegeven.

6.1 Effectiviteit van de raad van bestuur

De agency theorie geeft weer dat er een relatie bestaat tussen het management en de aandeelhouders, waarbij het gemeenschappelijk belang niet zozeer samen loopt. Zo kan elke belanghebbende in eigenbelang gaan handelen, waardoor er belangenconflicten kunnen ontstaan.

Corporate governance mechanismen, waaronder de raad van bestuur, kunnen bijdragen aan het reduceren van deze conflicten. De raad van bestuur heeft verschillende rollen, maar de belangrijkste rol is het waken over de mogelijke agency problemen. Deze rol wordt ook wel de monitoringrol genoemd en is vereist om handelingen in eigenbelang te kunnen tegen gaan. Hung (1998) suggereert dat het gedrag van de manager wordt gecontroleerd, zodat deze in belang van de aandeelhouders gaat handelen. De raad van bestuur bestaat dus met andere woorden om het gedrag van het management te controleren en bij te sturen waar nodig.

Echter, academici tonen aan dat de CEO vaak een sterke invloed heeft op de werking van de raad van bestuur. Zo blijkt uit een onderzoek van Cohen et al. (2002) dat de CEO vaak een sterke invloed lijkt te hebben op de samenstelling van de raad van bestuur en haar effectiviteit. Bovendien suggereren Zajac en Westphal (1996a) dat bestuursleden minder geneigd zijn om het management te monitoren, wanneer de CEO veel macht heeft. De belangrijkste rol van de raad van bestuur lijkt dus in dergelijke situaties belangrijke tekortkomingen te kennen. Zo stellen Cohen et al. (2002) dat corporate governance gedoemd is om te falen, wanneer de CEO weigert om gemonitord te worden door de raad van bestuur.

"If top management does not want to 'be governed' other mechanisms such as the board are unlikely to be effective".

Cohen et al., (2002), p.582

Het eerste hypothesemodel luidt dus als volgt:

'Een CEO met **veel** macht zal een **negatieve** invloed uitoefenen op de effectiviteit van de raad van bestuur'

Welke invloed de CEO precies zal kunnen uitoefenen op de raad van bestuur, hangt af van zijn/haar macht. Deze invloed kan gemeten worden aan de hand van *CEO power* (Finkelstein, 1992). Daarbij wordt er een onderscheid gemaakt tussen vier verschillende machtsvormen: de structurele macht (hypothese 1a), de eigendoms- (hypothese 1b), expertise- (hypothese c) en de prestigemacht (hypothese 1d). Er wordt voor elke machtsvorm een negatief effect verwacht op de effectiviteit van de raad van bestuur.

6.2 Effectiviteit van de externe auditor

Naast de raad van bestuur kan ook de externe auditor een oplossing bieden om de agency problemen op te lossen in een onderneming. Zo waakt de externe auditor over de betrouwbaarheid van de financiële rapportering en zal er gecontroleerd worden of de financiële staten een getrouw beeld geven van de werkelijkheid. Hierbij is het van essentieel belang dat de externe auditor volledig onafhankelijk te werk gaat. Echter, uit de praktijk blijkt dat het vaak de CEO is die de keuze van de auditor zal bepalen, hetgeen de onafhankelijkheid beperkt. Hierdoor wordt de effectiviteit mogelijk negatief beïnvloed. Bovendien tonen academici aan dat de CEO aanzienlijke druk kan uitoefenen op de auditor, aangezien de CEO vaak beslissingen neemt inzake het aanwerven en het ontslaan van de auditor (Cohen et al., 2002). Ook dit fenomeen lijkt een negatieve invloed op de effectiviteit van de externe auditor te hebben, omdat de onafhankelijkheid wordt aangetast.

Wanneer de CEO in dergelijke situaties veel macht heeft, kan de effectiviteit van de externe auditor beperkt worden. Het management speelt dus met andere woorden een cruciale rol in het corporate governance gebeuren van een onderneming. Levitt (1999) formuleert het belang van het management als volgt:

"The link between a company's directors and its financial reporting system has never been more crucial".

Cohen et al., (2002), p. 577

Een CEO die veel macht heeft, lijkt dus een negatieve invloed te hebben op de effectiviteit van de raad van bestuur. Het tweede hypothesemodel ziet er dus als volgt uit:

'Een CEO met **veel** macht zal een **negatieve** invloed uitoefenen op de effectiviteit van de raad van bestuur'

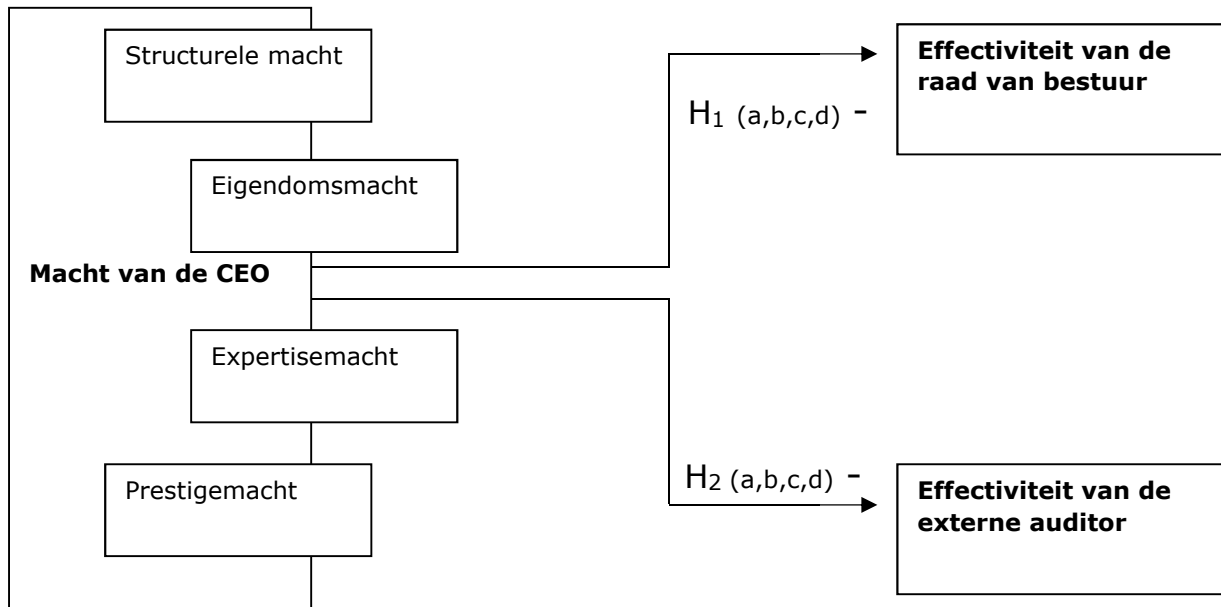
Welke invloed de CEO zal uitoefenen op de effectiviteit van de externe auditor is ook hier afhankelijk van de machtsvorm. Zo kunnen CEO's met veel macht de CFO overtuigen om de financiële overzichten te manipuleren. Bovendien kunnen CEO's met veel macht er ook voor zorgen dat de onderneming meer risico's zal nemen. Er wordt dan ook verwacht dat de CEO zijn/haar macht zodanig zal gebruiken om de auditkwaliteit te beïnvloeden, waardoor de CEO meer de leiding zal nemen over beslissingen inzake de financiële staten. Er wordt dan ook voor zowel de structurele macht (hypothese 2a), de eigendoms- (hypothese 2b), expertise- (hypothese 2c) als de prestigemacht (hypothese 2d) een negatieve relatie vooropgesteld.

6.3 Overzicht van de hypothesen

Tabel 2: Overzicht hypothesemodellen

Hypothesemodellen	Verwachte relatie
<u>Hypothese 1:</u>	Een CEO met veel macht zal een negatieve invloed uitoefenen op de effectiviteit van de raad van bestuur
Hypothese 1a	Er bestaat een negatieve relatie tussen de structurele macht van de CEO en de effectiviteit van de raad van bestuur
Hypothese 1b	Er bestaat een negatieve relatie tussen de eigendomsmacht van de CEO en de effectiviteit van de raad van bestuur
Hypothese 1c	Er bestaat een negatieve relatie tussen de expertisemacht van de CEO en de effectiviteit van de raad van bestuur
Hypothese 1d	Er bestaat een negatieve relatie tussen de prestigemacht van de CEO en de effectiviteit van de raad van bestuur
<u>Hypothese 2:</u>	Een CEO met veel macht zal een negatieve invloed uitoefenen op de effectiviteit van de raad van bestuur
Hypothese 2a	Er bestaat een negatieve relatie tussen de structurele macht van de CEO en de effectiviteit van de externe auditor
Hypothese 2b	Er bestaat een negatieve relatie tussen de eigendomsmacht van de CEO en de effectiviteit van de externe auditor
Hypothese 2c	Er bestaat een negatieve relatie tussen de expertisemacht van de CEO en de effectiviteit van de externe auditor
Hypothese 2d	Er bestaat een negatieve relatie tussen de prestigemacht van de CEO en de effectiviteit van de externe auditor

Figuur 2: Schematisch overzicht hypothesemodellen



Hoofdstuk VII: Onderzoeksmethodologie

7.1 Databeschrijving

Voor het empirisch onderzoek werd er zowel gebruik gemaakt van primaire als secundaire bronnen. De primaire gegevens werden in het kader van een doctoraat verzameld door dr. Maarten Corten. Deze vragenlijst werd in 2015 verstuurd naar CEO's van private ondernemingen in België. In totaal werden er 8 662 e-mails verstuurd om uiteindelijk tot een respons van 740 ondernemingen te komen.

Naast de dataset die voor dit onderzoek ter beschikking werd gesteld, werd er ook gebruik gemaakt van secundaire data. Zo werd er voor het berekenen van de controlevariabelen gebruik gemaakt van de Bel-first databank. De Bel-first databank bevat zeer gediversifieerde informatie voor ruim twee miljoen ondernemingen in België en Luxemburg van de afgelopen tien jaren (bv. aandeelhoudersstructuur, cashflows, financiële ratio's, balans en resultatenrekening, verslag van de commissaris, gedetailleerde ondernemingsstructuren, juridische informatie, enzovoorts) (Bureau van Dijk, 2017). De financiële en juridische gegevens die vereist waren voor dit onderzoek werden uit deze databank geselecteerd en toegevoegd aan de dataset.

Naast de Bel-first databank werd er ook informatie gehaald uit de Balanscentrale van de Nationale Bank van België (NBB). Hun taak bestaat erin om jaarrekeningen van bijna alle in België actieve rechtspersonen te verzamelen, verwerken en beschikbaar te stellen voor het publiek (NBB, z.j.). Ook hier kunnen de nodige gegevens inzake reglementering en financiële gegevens geraadpleegd worden. Sommige gegevens, meer bepaald de NACE-bel 2008 code en de Big4 auditor, waren onvolledig in de Bel-first databank. Door de balanscentrale te raadplegen werden deze gegevens aangevuld in de dataset, waardoor *missing values* vermeden konden worden. De secundaire gegevens die geraadpleegd werden in de Bel-first databank en de balanscentrale zijn gebaseerd op het boekjaar 2015, omdat de vragenlijst werd verstuurd in 2015 (bv. cashflow, ROA, algemene schuldgraad, enzovoorts).

7.2 Variabelen

7.2.1 Afhankelijke variabele: effectiviteit van de raad van bestuur

In deze masterproef wordt er een onderscheid gemaakt tussen twee afhankelijke variabelen. Sekaran en Bougie (2014) definiëren een afhankelijke variabele als de meest belangrijke variabele in het empirisch onderzoek. Het is met andere woorden de variabele waar alles rond draait, de variabele die centraal staat in het onderzoek.

De eerste afhankelijke variabele wordt gedefinieerd als de effectiviteit van de raad van bestuur en wordt geanalyseerd in het eerste hypothesemodel. In het kwantitatief onderzoek van Minichilli et al. (2009) wordt de effectiviteit van de raad van bestuur ook als een afhankelijke variabele beschouwd.

Deze academici geven aan dat er een belangrijk onderscheid wordt gemaakt tussen de controletaken enerzijds en de servicetaken van de raad van bestuur anderzijds. Beide taken worden op hun beurt nog eens verder onderverdeeld in drie taken (Minichilli, Zattoni, & Zona, 2009).

De effectiviteit van de raad van bestuur kan dus gemeten worden aan de hand van de invulling van de controle- en servicetaken (Minichilli et al., 2009; Westphal, 1999). Echter, deze masterproef is uitsluitend gericht tot de belangrijkste rol van de raad van bestuur, namelijk de controlerol. Minichilli et al. (2009) suggereren dat deze rol bestaat uit *behavioural control*, *output control* en *strategic control*. Dit betekent dat de controlerol gebaseerd is op gedrag, output en de controle van strategische beslissingen.

De effectiviteit van de raad van bestuur wordt gemeten **aan de hand van zeven vragen, die gebaseerd zijn op de schaal van Minichilli** (Zie tabel 3). In de vragenlijst werd de vraag gesteld in welke mate de raad van bestuur de vermelde taken uitvoert, waarbij 1 duidt op een prestatie in minimale mate en 5 in zeer grote mate. De mate waarin de CEO's de controlerol van de raad van bestuur in hun onderneming beoordelen, wordt voor onderstaande taken gesommeerd.

Tabel 3: Overzicht van de controletaken van de raad van bestuur (Minichilli et al., 2009)

Mate waarin de raad van bestuur deze taak uitvoert					
(1= minimale mate, 5= in zeer grote mate)					
	1	2	3	4	5
Actief strategische beslissingen controleren/evalueren					
Ervoor zorgen dat de bedrijfsactiviteiten goed georganiseerd worden					
Opstellen van plannen en budgetten voor bedrijfsactiviteiten					
Opstellen van richtlijnen voor bedrijfsactiviteiten					
Op de hoogte blijven van de financiële positie van het bedrijf					
Ervoor zorgen dat de activiteiten goed gecontroleerd worden					
Toezicht houden op de bedrijfsleider					

7.2.2 Afhankelijke variabele: effectiviteit van de externe auditor

De tweede afhankelijke variabele meet de effectiviteit van de externe auditor. De maatstaf die gebruikt wordt om deze variabele te meten is **earnings management**, omdat de financiële staten in overeenstemming moeten zijn met de werkelijkheid. Zo kan het management de inkomsten van de onderneming beter voorstellen dan ze in werkelijkheid zijn. Deze cijfers kunnen zowel opwaarts als neerwaarts gemanipuleerd worden.

Verschillende academici suggereren dat het Modified Jones model het meest effectief is om *earnings management* op te sporen (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995; Guay, Kothari, & Watts, 1996). Dit model leunt aan bij het originele Jones model (Jones, 1991).

Het verschil met het originele Jones model is gebaseerd op een andere berekeningswijze: de verandering in de netto-inkomsten wordt aangepast aan de verandering in de netto-vorderingen voor de desbetreffende periode. De variabele van *earnings management* in deze masterproef is gebaseerd op het originele Jones model en wordt berekend door de absolute waarde te nemen van alle resultaten, omdat zowel winstverhogend als winstverlagend *earnings management* slecht is voor de onderneming.

7.2.3 Onafhankelijke variabelen

Naast de bespreking van de afhankelijke variabelen is het ook nodig om de onafhankelijke variabelen toe te lichten. Eerder werd duidelijk in kaart gebracht wat het begrip *CEO power* inhoudt, waar en op welke manier de CEO macht kan bekomen (cfr. Hoofdstuk V: De rol van de CEO). Hier worden de maatstaven toegelicht, waarmee de macht van de CEO wordt gemeten.

Er worden tal van maatstaven aangehaald om de macht van de CEO te meten (Adams, Almeida, & Ferreira, 2005; Daily & Johnson, 1997; Finkelstein, 1992; Haynes & Hillman, 2010). Finkelstein (1992) en Daily en Johnson (1997) hebben in hun studies gebruik gemaakt van dezelfde maatstaven. In dit onderzoek zullen de maatstaven van Finkelstein (1992) worden gebruikt om de macht van de CEO te meten en wordt er één maatstaf per machtsvorm gebruikt in de regressieanalyses. Het gaat daarbij om de volgende maatstaven: het aantal afhankelijke bestuurders in de raad van bestuur voor de structurele macht, het aandelen in eigendom van de CEO voor de eigendomsmacht, de ervaring van de CEO voor de expertisemacht en het opleidingsniveau van de CEO voor de prestigemacht. Naast deze maatstaven bestaan er nog andere maatstaven om de macht van de CEO te meten (cfr. Hoofdstuk V: De rol van de CEO).

Hieronder volgt een overzicht van de maatstaven met een toelichting van de berekeningswijze. De structurele macht is de eerste machtsvorm en wordt gemeten door **het percentage van het aantal afhankelijke bestuurders** te berekenen in de raad van bestuur. Voor deze berekening wordt gebruik gemaakt van volgende formule:

$$\frac{(\text{grootte van de raad van bestuur} - \text{aantal onafhankelijke bestuurders})}{\text{grootte van de raad van bestuur}}$$

7.1

Daarbij zijn de onafhankelijke bestuurders de leden die geen deel uitmaken van het managementteam én ook niet in bezit zijn van aandelen van de desbetreffende onderneming. De berekeningswijze volgens formule 7.1 is vergelijkbaar met de methode die Daily en Johnson (1997) hebben toegepast in hun onderzoek.

De tweede machtsvorm is de eigendomsmacht en zal berekend worden aan de hand van **het totaal percentage van aandelen dat in handen is van de CEO** Daily & Johnson, 1997; Finkelstein, 1992) Deze variabele werd rechtstreeks bevraagd in de vragenlijst en kan een percentage aannemen tussen de 0 en 100%.

De expertisemacht is de derde machtsvorm van de CEO en wordt gemeten aan de hand van **het aantal functies waarin de CEO werkzaam is geweest**. In deze berekening worden functies waarin de CEO werkzaam is geweest in andere ondernemingen buiten beschouwing gelaten. Zo werd er in de vragenlijst rechtstreeks gepeild naar de volgende functionele domeinen waarin de CEO werkzaam is geweest: marketing of verkoop, financiën, juridisch, productie, *human resource management*, aankoop/logistiek, ICT, onderzoek en ontwikkeling. Bijkomend werd er plaats voorzien om nog andere functies te vermelden (bv. audit, verzekeringen, gedelegeerd bestuurder, media, engineering, enzovoorts).

Het aantal cijfers bij deze variabele duidt op het totaal aantal functionele gebieden waarin de CEO werkzaam is geweest. Zo geeft een cijfer 0 aan dat de CEO in geen enkele andere functie werkzaam is geweest. Deze CEO's zijn dus met andere woorden rechtstreeks als CEO gestart in de onderneming. CEO's die daarentegen een cijfer 9 hebben ingevuld, geven aan dat ze ervaring hebben binnen alle opgegeven domeinen. Deze methode is in lijn met de methode van Daily en Johnson (1997) en Finkelstein (1992) die een gelijkaardige methode hebben gebruikt om de expertisemacht van de CEO te meten.

De vierde en laatste machtsvorm is de prestigemacht van de CEO. Deze vorm wordt gemeten aan de hand van **het opleidingsniveau van de CEO**. Deze variabele werd ook rechtstreeks bevraagd in de vragenlijst, maar in de vorm van een 4-punts Likertschaal. Daarbij duidt 1 op een diploma van lager of middelbaar onderwijs, 2 op een diploma hoger onderwijs buiten de universiteit van het korte type, 3 op een diploma hoger onderwijs buiten de universiteit van het lange type en 4 op een universitair diploma.

Tabel 4: Overzicht van de afhankelijke en onafhankelijke variabelen

Variabelen		Omschrijving	Afkorting	Verwacht teken	Hypothese
Afhankelijke variabelen	Effectiviteit van de raad van bestuur	Som van <i>behavioural control</i> , <i>output control</i> en <i>strategic participation</i>	control_Minichilli		H ₁
	Effectiviteit van de externe auditor	<i>Absolute waarde van earnings management (Jones, 1991)</i>	earningsmgmt_Jones		H ₂
Onafhankelijke variabelen	Structurele macht	Verhouding van het aantal afhankelijke bestuurders op het totaal aantal bestuurders	dependent_board_memb_N	-	H _{1,a} , H _{2,a}
	Eigendoms macht	Het percentage aandelen dat de CEO bezit in de onderneming	ceo_own	-	H _{1,b} , H _{2,b}
	Expertise macht	Aantal functionele gebieden in de betreffende onderneming, waarde tussen 0 en 9	ceo_exp_in	-	H _{1,c} , H _{2,c}
	Prestige macht	Opleidingsniveau gemeten op een schaal van 1 tot 4, waarbij 1 een diploma van lager of middelbaar onderwijs is en 4 een universitair diploma	educ	-	H _{1,d} , H _{2,d}

7.2.4 Controlevariabelen

Naast de onafhankelijke variabelen kunnen ook de controlevariabelen een mogelijke invloed uitoefenen op de afhankelijke variabelen (Sekaran & Bougie, 2014). Het zijn variabelen die in rekening worden gebracht bij de analyse van de hypothesemodellen, maar waar in het bijzonder geen aandacht aan wordt besteed. Alle controlevariabelen werden geraadpleegd in de Bel-first databank en zijn gebaseerd op het boekjaar 2015.

Een eerste controlevariabele is de industrie. Er zijn tal van wetenschappelijke onderzoeken waar de industrie in rekening wordt genomen in de analyse van de prestaties van de raad van bestuur (Haynes & Hillman, 2010; Minichilli et al., 2009; Peng-hua & Fung, 2016; Westphal & Zajac, 1995). Maar ook in de beoordeling van de activiteiten van de externe auditor, kan de industrie een belangrijke rol spelen.

Zo zullen auditors die gespecialiseerd zijn in een specifieke industrie, meer expertise hebben in deze sector (Francis, 2004). Daar waar de meeste academici gebruikmaken van de zogenaamde SIC-code (*Standard Industrial Classification code*), wordt in deze masterproef de NACE-bel 2008 code gebruikt in de analyse van de hypothesemodellen. Dit is een code waarin economische activiteiten in België worden verdeeld. Zo behoren alle codes beginnende met een cijfer 1-39 tot de productie-, 41-43 tot de bouw-, 45-47 tot de handels- en 49-93 tot de dienstensector. Naargelang deze indeling wordt er een onderscheid gemaakt tussen de volgende variabelen: **productie_ind**, **bouw_ind**, **handel_ind** en **diensten_ind**. Dit zijn dummyvariabelen en geven voor elke sector een waarde 1 weer, wanneer de onderneming tot deze sector behoort en een cijfer 0 in alle andere gevallen.

De tweede controlevariabele is de grootte van de onderneming. Deze variabele is een zeer belangrijke component, omdat sommige academici suggereren dat de agency kosten toenemen wanneer de onderneming groter is (Fama & Jensen, 1983). Dit betekent dat er nood is aan een efficiënte raad van bestuur en auditor om deze problemen te reduceren. Bovendien blijkt dat de grootte van de onderneming ook een belangrijke impact kan hebben op de werking van de raad van bestuur en de externe auditor (Becker, Defond, Jiambalvo, & Subramanyam, 1998; Haynes & Hillman, 2010; Minichilli et al., 2009; Peng-hua & Fung, 2016; Pi & Lowe, 2011; Schnatterly & Johnson, 2008; Vander Bauwhede & Willekens, 2004). In deze masterproef wordt de grootte van de onderneming gemeten door het natuurlijk logaritme van het totaal der activa te nemen, gekenmerkt als **log_TA** (Pi & Lowe, 2011).

De winstgevendheid van de onderneming, gemeten aan de hand van de Return On Assets (ROA), vormt de derde controlevariabele. Deze controlevariabele wordt aangeduid als **ROA_2015**. In het verleden hebben tal van onderzoeken plaatsgevonden waarin bijkomend werd gecontroleerd voor de winstgevendheid van de onderneming. Er werd meer bepaald gebruik gemaakt van de ROA om de prestaties van de raad van bestuur te analyseren (Westphal & Zajac, 1995; Zajac & Westphal, 1996). Maar ook voor de analyse van de effectiviteit van de externe auditor kan de ROA een belangrijke variabele zijn. Zo zijn er academici die suggereren dat ondernemingen met hoge winsten onderworpen worden aan een intensievere controle door de externe auditor (Al-Bastaki & Joshi, 2000). De reden van deze controle is om *earnings management* tijdig te kunnen opsporen, omdat zowel positieve als negatieve winststuring slecht is voor de onderneming.

Een volgende controlevariabele is de schuldgraad van de onderneming, aangeduid als **(leverage_2015)**. Er bestaan verschillende manieren om de agency kosten in een onderneming te reduceren. Zo suggereren Modigliani en Miller (1963) dat een optimaal schuldniveau kan bijdragen aan het reduceren van agency kosten (Atumwa, 2013).

Een vijfde controlevariabele is het natuurlijk logaritme van het aantal aandeelhouders in de onderneming, **log_shareholders_N**, en wordt als volgt berekend:

$$\ln(1 + \text{het aantal aandeelhouders in de onderneming})$$

7.2

Deze formule geeft aan dat we bijkomend kunnen controleren voor belangenconflicten in de onderneming.

Naast voorgaande controlevariabelen zijn er nog twee bijkomende controlevariabelen die in het tweede hypothesemodel moeten opgenomen worden. In dit model wordt de effectiviteit van de externe auditor getest. Aangezien de cashflow van de onderneming een belangrijke invloed kan spelen op *earnings management*, moet er bijkomend gecontroleerd worden voor **cashflow_2015**.

Een andere controlevariabele die een belangrijke invloed kan hebben op earnings management is de **big4_auditor**. Zo wordt er verwacht dat Big4 kantoren een betere auditkwaliteit zullen leveren, omdat Big4 kantoren toonaangevend zijn in de auditindustrie. Het gaat daarbij om de volgende ondernemingen: Pricewaterhouse Coopers (PwC), Ernst & Young (EY), Deloitte en KPMG.

De controlevariabele big4_auditor is in tegenstelling tot alle andere controlevariabelen gebaseerd op gegevens van het boekjaar 2014. Er wordt verondersteld dat zich enkel kleine wijzigingen hebben voorgedaan ten opzichte van het boekjaar 2015. Deze variabele wordt in de analyse opgenomen als een dummyvariabele, waarbij 1 staat voor een Big4 auditor en 0 verwijst naar alle andere auditoren.

Hoofdstuk VIII: Empirisch onderzoek

8.1 Beschrijvende statistiek

8.1.1 Cases die verwijderd werden

Zoals meermaals aangehaald, wordt er in het empirisch onderzoek gebruik gemaakt van een dataset die ter beschikking werd gesteld door dr. Maarten Corten. Echter, deze gegevens werden niet allemaal verwerkt in deze masterproef. Doorheen het empirisch onderzoek werden tal van ondernemingen verwijderd uit de steekproef. De steekproefgrootte van de dataset omvatte oorspronkelijk 740 ondernemingen. Deze vragenlijsten werden door de CEO's minstens gedeeltelijk ingevuld.

Omwille van verscheidene redenen waren we genoodzaakt om de dataset in te perken. Een eerste controle was gericht op de raad van bestuur. Bij deze analyse werd er gekeken naar het aantal ondernemingen met een raad van bestuur in 2015, maar uit deze resultaten bleek dat tal van CEO's deze vraag niet hadden ingevuld. Omwille van deze reden waren we genoodzaakt om al deze ondernemingen uit de dataset te verwijderen. Ook alle ondernemingen zonder raad van bestuur werden uit de dataset verwijderd. Zo werden er in totaal 262 ondernemingen definitief verwijderd.

Na deze controle werd er gecontroleerd voor *missing values* in de dataset (De Vocht, 2010; Sekaran & Bougie, 2014). Zo was het van essentieel belang dat alle nodige gegevens voor het berekenen van de variabelen werden ingevuld door de CEO's. In eerste instantie werd er gekeken naar de berekening van de effectiviteit van der raad van bestuur. Hierbij werden de zeven controletaken gebaseerd op de schaal van Minichilli et al. (2009) beoordeeld op volledigheid. Op basis van deze controle werden er nog eens 48 ondernemingen definitief verwijderd uit de dataset.

Verder werd er ook gecontroleerd voor *missing values* bij de onafhankelijke variabelen. Uit deze controle bleek dat het vooral de gegevens waren met betrekking tot de raad van bestuur die slecht werden ingevuld door de respondenten. Een mogelijke reden hiervoor kan zijn dat de vragen omtrent de raad van bestuur werden opgenomen in een laatste categorie van de vragenlijst en daardoor werden 'overgeslagen'. Ook deze ondernemingen werden verwijderd uit de dataset. Overigens werden er nog twee ondernemingen verwijderd, omdat deze niet voldeden aan de sectorindeling bepaald in deze masterproef (cf. 7.2.4 Controlevariabelen). Beide ondernemingen behoorden tot sector 96, de sector van overige persoonlijke diensten (bv. haar- en schoonheidsverzorging, begrafeniswezen, sauna's, solaria, baden, enzovoorts).

Uiteindelijk bedroeg de sample 310 ondernemingen, maar er werd bijkomend ook rekening gehouden met *outliers* in de dataset (cfr. 8.1.2 Uitschieters). Dit heeft het aantal ondernemingen in de dataset gebracht op 292 ondernemingen, maar omdat we één dataset gebruiken voor alle hypothesemodellen werden er nog eens 31 cases verwijderd. De maatstaf om de effectiviteit van de externe auditor te meten, *earningsmgt_Jones*, was voor deze ondernemingen immers niet beschikbaar.

Tot slot werden er nog eens 23 ondernemingen verwijderd, omdat er in de controlevariabelen *missing values* zaten. De finale *sample* bedraagt dus 238 ondernemingen.

8.1.2 Uitschieters

Hierboven werd kort uiteengezet dat er bij de samenstelling van de sample rekening werd gehouden met mogelijke uitschieter, ook wel *outliers* genoemd. Met behulp van een residuenanalyse kan er gecontroleerd worden voor cases die extreem hoge of negatieve waarden aannemen. In de meeste gevallen betreft het cases die relatief ver verwijderd zijn van de rest in de dataset (De Vocht, 2010). *Outliers* kunnen dan ook een nefaste invloed hebben op de regressieanalyses.

In deze masterproef werd er gekozen om de uitschieters weg te filteren. In het softwareprogramma SPSS wordt bij het bepalen van de uitschieters de grens gelegd op een standaarddeviatie van 3. De Vocht (2010) daarentegen raadt aan om een standaarddeviatie toe te passen van 2. De werkwijze van deze masterproef is gebaseerd op het principe van SPSS, omdat deze norm hoger ligt dan de gestandaardiseerde residuwaarde van 2.

Bij het onderzoek naar uitschieters werd enkel en alleen rekening gehouden met de continue variabelen, omdat dummyvariabelen enkel de waarde 0 of 1 kunnen aannemen. Aan de hand van *de residuals statistics* en *casewise diagnostics* bleek dat er 18 cases werden getypeerd als uitschieters. Deze ondernemingen hadden immers een gestandaardiseerde residuwaarde van meer dan 3.

8.1.3 Multicollineariteit

Naast het controleren voor uitschieters werd er in deze masterproef ook rekening gehouden met multicollineariteit. Een eerste mogelijke vorm is de perfecte multicollineariteit, dat voorkomt wanneer twee of meerdere onafhankelijke of controlevariabelen perfect met elkaar gecorreleerd zijn (Stock & Watson, 2015). Een typisch voorbeeld hiervoor is de *dummy variable trap*. Echter, in deze masterproef is er geen sprake van een *dummy variable trap*, waardoor perfecte multicollineariteit wordt uitgesloten (bv. industriecomponenten worden niet samen opgenomen in éénzelfde regressieanalyse).

Naast perfecte multicollineariteit kan er ook sprake zijn van imperfecte multicollineariteit. Dit houdt in dat er twee of meerdere onafhankelijke variabelen of controlevariabelen sterk met elkaar gecorreleerd zijn (Stock & Watson, 2015). De collineariteit van deze variabelen moet minstens een absolute waarde hebben die kleiner is dan 0,8. Andere auteurs spreken dan weer van een maximumwaarde van 0,9 (De Vocht, 2010). Variabelen die een imperfecte multicollineariteit met zich meebrengen, mogen niet in éénzelfde model worden opgenomen, ongeacht de maximumwaarde. De reden hiervoor is dat er onnauwkeurige schattingen kunnen voortvloeien uit deze regressiemodellen (Stock & Watson, 2015).

In het softwareprogramma SPSS wordt multicollineariteit gemeten aan de hand van correlatietabellen. In deze masterproef werd geopteerd voor de *bivariate correlations* om te controleren voor imperfecte multicollineariteit. De waarde van de Pearson correlatiecoëfficiënt kan variëren tussen -1 en +1. Een coëfficiënt gelijk aan 0 betekent dat er geen enkel lineair verband is tussen beide stochastische variabelen. Een waarde van +1 of -1 daarentegen duidt op een lineair verband (De Vocht, 2010).

De correlatietabel in tabel 5 geeft een overzicht van alle variabelen inclusief de afhankelijke variabelen. In deze correlatietabel kunnen we geen enkele absolute waarde terugvinden met een waarde gelijk aan of meer dan 0,9. De hoogste absolute waarde die we kunnen terugvinden, bedraagt 0,511 en komt twee maal voor in deze tabel. De kleinste absolute waarde is gelijk aan 0,001 en komt vier maal voor.

Tabel 5: Correlatietabel van de afhankelijke, onafhankelijke variabelen en controlevariabelen

	control_Minichilli	earningsmgt_Jones	dependent_board_memb_N	ceo_own	ceo_exp_in	educ	ROA_2015	log_TA	leverage_2015	log_shareholders_N	cashflow_2015	big4_auditor
control_Minichilli	1	0,004	0,198*	0,067	0,333**	-0,139*	0,047	0,051	0,038	-0,072	0,078	-0,047
earningsmgt_Jones	0,004	1	0,052	-0,061	-0,086	0,118	0,272**	-0,062	0,150*	-0,042	0,111	-0,042
dependent_board_memb_N	0,198**	0,052	1	0,187**	0,110	-0,070	0,020	-0,062	0,057	-0,061	0,001	-0,165*
ceo_own	0,067	-0,061	0,187**	1	0,416**	-0,313**	-0,129*	-0,221**	0,085	-0,116	-0,056	-0,370**
ceo_exp_in	0,333**	-0,086	0,110	0,416**	1	-0,338**	-0,069	-0,272**	0,047	-0,051	-0,076	-0,272**
educ	-0,139*	0,118	-0,070	-0,313**	-0,338**	1	0,098	0,162*	-0,007	0,032	0,098	0,165*
ROA_2015	0,047	0,272**	0,020	-0,129*	-0,069	0,098	1	0,016	-0,155*	0,005	0,269*	0,039
log_TA	0,051	-0,062	-0,062	-0,221**	-0,272**	0,162*	0,016	1	-0,078	0,185**	0,270**	0,295**
leverage_2015	0,038	0,150*	0,057	0,085	0,047	-0,007	-0,155*	-0,078	1	-0,044	-0,057	-0,081
log_shareholders_N	-0,072	-0,042	-0,061	-0,116	-0,051	0,032	0,005	0,185**	-0,044	1	-0,248**	0,154*
cashflow_2015	0,078	0,111	0,001	-0,056	-0,076	0,098	0,269**	0,270**	-0,057	-0,248**	1	0,080
big4_auditor	-0,047	-0,042	-0,165*	-0,370**	-0,272**	0,165*	0,039	0,295**	-0,081	0,154*	0,080	1
productie_ind	-0,032	-0,033	-0,040	0,076	0,001	0,127	-0,070	0,037	-0,164*	-0,061	0,068	0,114
handel_ind	-0,023	-0,010	0,072	0,013	0,075	-0,027	0,085	0,011	0,087	0,157*	-0,024	-0,144*
bouw_ind	0,075	-0,028	0,072	0,064	-0,073	-0,070	-0,059	0,014	-0,006	-0,028	-0,043	-0,046
diensten_ind	0,005	0,073	-0,094	-0,156*	-0,031	-0,063	0,031	-0,068	0,097	-0,088	-0,019	0,070

productie_ind	handel_ind	bouw_ind	diensten_ind
-0,032	-0,023	0,075	0,005
-0,033	-0,010	-0,028	0,073
-0,040	0,072	0,072	-0,094
0,076	0,013	0,064	-0,156*
0,001	0,075	-0,073	-0,031
0,127	-0,027	-0,070	-0,063
-0,070	0,085	-0,059	0,031
0,037	0,011	0,014	-0,068
-0,164*	0,087	-0,006	0,097
-0,061	0,157*	-0,028	-0,088
0,068	-0,024	-0,043	-0,019
0,114	-0,144*	-0,046	0,070
1	-0,511**	-0,267**	-0,373**
-0,511**	1	-0,255**	-0,356**
-0,267**	-0,255**	1	-0,186**
-0,373**	-0,356**	-0,186**	1

*Correlatie significant op 1%

**Correlatie significant op 5%

8.1.4 Beschrijvende analyses

Een volgende stap vooraleer we de regressieanalyses kunnen beschrijven, is de bespreking van de beschrijvende statistieken. Hierbij kunnen we van start gaan met een analyse van de afhankelijke variabelen. De beschrijvende statistieken van de effectiviteit van de raad van bestuur wordt weergegeven in tabel 6 en geeft het gemiddelde, de mediaan, de standaardafwijking, de minimum- en maximumwaarde weer voor elke controletaak van de raad van bestuur. Zoals meermaals vermeld, zijn deze controletaken gebaseerd op de schaal van Minichilli et al. (2009).

Tabel 6: Controlerol raad van bestuur (Minichilli et al., 2009)

	Mean	Median	Std. deviation	Minimum	Maximum
Actief strategische beslissingen controleren/evalueren	3,11	3	1,219	1	5
Organisatie bedrijfsactiviteiten	2,66	3	1,235	1	5
Opstellen plannen/budgetten voor bedrijfsactiviteiten	2,73	3	1,251	1	5
Opstellen richtlijnen voor bedrijfsactiviteiten	2,47	2	1,161	1	5
Op de hoogte blijven van financiële positie	3,60	4	1,157	1	5
Goede controle activiteiten	3,05	3	1,161	1	5
Toezicht op bedrijfsleider	2,97	3	1,251	1	5

Deze cijfers geven aan dat de CEO's de controletaken van de raad van bestuur kunnen beoordelen met een minimumwaarde van 1 en een maximumwaarde van 5. Dit betekent dat CEO's de controletaken van de raad van bestuur in zeer goede mate beoordelen, door een cijfer 5 toe te kennen, en in minimale mate, door een cijfer 1 toe te kennen.

Verder kunnen we zien dat de controletaak 'op de hoogte blijven van de financiële positie van de onderneming' de hoogste gemiddelde waarde vertoont. Dit betekent met andere woorden dat de meerderheid van de CEO's deze controletaak maximaal heeft beoordeeld en dus vinden dat deze taak in zeer grote mate wordt uitgevoerd in de raad van bestuur. Er wordt dus in Belgische private ondernemingen veel belang gehecht aan de financiële positie van de onderneming.

De controletaak 'opstellen van richtlijnen voor bedrijfsactiviteiten' scoort met een gemiddelde waarde van 2,47 het laagste. CEO's in private ondernemingen beoordelen dus dat de raad van bestuur deze controletaak het slechtste uitvoert. De standaardafwijking of standaarddeviatie is een maat voor de spreiding voor de variabele control_Minichilli rond het gemiddelde. De hoogste waarde bedraagt 1,251 en komt op twee plaatsen voor in tabel 6, namelijk bij de controletaken 'opstellen van plannen en budgetten voor bedrijfsactiviteiten' en 'toezicht houden op de bedrijfsleider'.

In tabel 7 worden de beschrijvende statistieken weergegeven van de afhankelijke variabele *earningsmgt_Jones*. Deze variabele meet de effectiviteit van de raad van bestuur en is gebaseerd op de berekeningswijze van het originele Jones model.

Tabel 7: *Earnings management externe auditor (Jones, 1991)*

	Mean	Median	Std. deviation	Minimum	Maximum
Jones model	0,0922	0,0617	0,8908	0,00	0,53

Deze variabele is berekend op basis van de absolute waarde van de resultaten, omdat zowel winstverhogend als winstverlagend *earnings management* slecht is voor de onderneming. Dit kunnen we zien aan de minimum- en maximumwaarde in tabel 7, omdat er geen negatieve waarden in het Jones model aanwezig zijn. Zo bedraagt de minimumwaarde 0,00 en de maximumwaarde 0,53 voor de 238 private Belgische ondernemingen. Deze ondernemingen halen een gemiddelde score van 0,0922. Er is dus met andere woorden sprake van relatief lage winststuring in de ondernemingen.

Na de analyse van de beschrijvende statistieken van de afhankelijke variabelen, kan er ook ingezoomd worden op de onafhankelijke variabelen. In deze masterproef wordt de structurele macht, de eigendoms-, expertise- en prestigemacht gebruikt om de macht van de CEO te meten. In tabel 8 worden de voornaamste beschrijvende statistieken van deze variabelen weergegeven.

Tabel 8: *Beschrijvende statistieken onafhankelijke en controlevariabelen*

	Mean	Median	Std. deviation	Minimum	Maximum
Structurele macht	0,7832	1,00	0,30515	-0,83	1,00
Eigendoms macht	22,728277	0,00	33,50877532	0,00	100,00
Expertisemacht	2,39	1,50	2,163	0	9
Prestigemacht	3,13	4,00	1,057	1	4
leverage_2015	3,17	1,83	5,136	0	47
ROA_2015	7,2065	4,9550	11,81540	-17,94	98,94
log_TA	9,7258	9,4664	1,20917	7,60	14,37
log_shareholders_N	1,6268	1,0986	1,87622	0,00	13,91
cashflow_2015	2 699,374	964,347	10 248,9427	-88 681,15	87 395,71
big4_auditor	0,38	0,00	0,487	0	1

De eerste machtsvorm, de structurele macht, duidt op het aantal afhankelijke bestuursleden in de raad van bestuur. Bovenstaande tabel toont aan dat er gemiddeld 0,7832 of afgerond 1 afhankelijke bestuurder zetelt in de raad van bestuur. Echter, de minimumwaarde geeft een negatieve waarde aan van -0,83.

Bij nader onderzoek van de dataset kunnen we zien dat er één onderneming is die een raad van bestuur heeft met 6 bestuurders, maar dat dezelfde onderneming gelijktijdig ook aangeeft dat er 11 onafhankelijke bestuurders zetelen in de raad van bestuur. Dit resulteert in een negatieve waarde van -0,83 en is dus onmogelijk. Er wordt dan ook verondersteld dat de CEO zich vergist heeft bij het invullen van de vragenlijst.

De tweede machtsvorm, de eigendomsmacht, geeft aan hoeveel aandelen de CEO's in bezit hebben. Tabel 8 geeft aan dat de CEO's gemiddeld 22,73% van de aandelen in bezit hebben als bedrijfsleider. Verder kunnen we ook zien dat er CEO's zijn die geen aandelen in handen hebben van de desbetreffende onderneming, maar dat er ook CEO's zijn die alle aandelen in bezit hebben. Er wordt verwacht dat deze CEO's veel macht hebben en dus mogelijk een negatieve invloed kunnen uitoefenen op de effectiviteit van de raad van bestuur, omdat ze belangrijke beslissingen kunnen nemen als meerderheidsaandeelhouder. De mediaanwaarde bedraagt 0 en valt te verklaren doordat de meerderheid (122 CEO's) geen aandelen in eigendom hebben van de onderneming.

De expertisemacht vormt de derde machtsvorm die wordt weergegeven in tabel 8. Zo kunnen we zien dat er CEO's zijn die werkzaam zijn geweest binnen verschillende functionele domeinen. Er komt immers een minimumwaarde voor van 0, wat duidt op geen functionele ervaring, en een maximumwaarde van 9, wat duidt op functionele ervaring binnen 9 verschillende afdelingen van de desbetreffende onderneming. Deze CEO's hebben dus ervaring op vlak van: marketing of verkoop, financiën, juridisch, productie, human resource management, aankoop/logistiek, ICT, onderzoek en ontwikkeling of een andere functie (zelf in te vullen door de CEO). Verder kan uit de tabel afgeleid worden dat de CEO's gemiddeld genomen actief zijn geweest op 2,39 afdelingen, wat aangeeft dat CEO's enige ervaring hebben in Belgische private ondernemingen.

De vierde machtsvorm is de prestigemacht en geeft het opleidingsniveau weer van de CEO's. De CEO's hebben grotendeels een diploma lager onderwijs buiten de universiteit van het lange type, omdat de gemiddelde waarde 3,13 bedraagt. Verder kunnen we zien dat er CEO's zijn met een diploma lager of middelbaar onderwijs, maar dat er ook CEO's zijn met een universitair diploma. Zo komt er een minimum- en maximumwaarde voor van 1 en 4.

Naast de beschrijvende statistieken worden ook de controlevariabelen in tabel 8 weergegeven. De gemiddelde waarden van de controlevariabelen kunnen we in de eerste kolom aflezen. Zo bedraagt bijvoorbeeld de gemiddelde waarde van de cashflow van 2015 €2 699,374. Uit de gemiddelde waarde van de variabele big4_auditor kunnen we niets concluderen, omdat het hier om een dummyvariabele gaat. Deze variabele kan enkel de waarden 0 en 1 aannemen, wat we uit de minimum- en maximumwaarde kunnen afleiden. Verder kunnen we een negatieve ROA_2015 terugvinden ten bedrage van €-17,94. Ondernemingen met een negatieve Return On Assets investeren grote hoeveelheden kapitaal in de productie van de onderneming, terwijl ze weinig inkomsten ontvangen. Een hoge ROA toont aan dat de onderneming meer winst genereert met minder vermogen of investeringen.

Verder toont de cashflow van 2015 aan dat er een minimumwaarde is van €-88 681,15. Dit betekent dat voor deze onderneming(en) de uitgaven de ontvangsten overtreffen. Bij deze ondernemingen gaat er dus meer geld buiten dan er binnenkomt. Dit kan aanzienlijke problemen betekenen voor de continuïteit van de onderneming(en).

Tabel 9 geeft meer informatie inzake de dummyvariabele *big4_auditor*. Uit deze frequentietabel kunnen we afleiden dat 38,2% van de ondernemingen beroep doen op een Big4 auditor. Deze ondernemingen laten hun financiële overzichten dus controleren door ofwel KPMG, PwC, Deloitte of EY. Van de 238 ondernemingen laat 61,8% de financiële overzichten controleren door een ander auditkantoor.

Tabel 9: Dummyvariabele *big4_auditor*

	Frequency	Percent	Cumulative Percent
VALID			
0	147	61,8	61,8
1	91	38,2	100,0
TOTAL	238	100,0	

Tot slot kunnen we weergeven in welke sectoren de ondernemingen geclassificeerd kunnen worden. Bij deze analyse werd er gebruik gemaakt van een frequentietabel, die weergeeft hoe vaak een bepaalde waarde voorkomt in de *sample* van 238 ondernemingen. Tabel 10 geeft naast deze aantallen ook het cumulatief percentage weer per ondernemingssector.

Tabel 10: NACE-bel code 2008, indeling in 4 sectoren

	Frequency	Percent	Cumulative percent
productie_ind	83	34,9	34,9
handel_ind	78	32,8	67,7
bouw_ind	28	11,8	79,5
diensten_ind	49	20,6	100,0
TOTAL	238	100,00	

Zo kunnen we zien dat er in totaal 83 ondernemingen actief zijn in de productie-, 78 in de handels-, 28 in de bouw- en 49 in de dienstensector. De meerderheid van de ondernemingen is dus actief in de productiesector, namelijk 34,9%. De minderheid werkt in de bouwsector, namelijk 11,8%. De tabel van het cumulatief percentage geeft weer dat 79,5% van alle ondernemingen actief is in de productie-, handels- en bouwsector.

8.2 Regressieanalyse

Om de hypothesemodellen te testen, wordt er gebruik gemaakt van meervoudige lineaire regressies, ook wel *multiple regression* genoemd. Bij deze regressies wordt de causale lineaire relatie tussen meerdere onafhankelijke variabelen en de afhankelijke variabele onderzocht (De Vocht, 2010). Dit betekent dat de afhankelijke variabele wordt beïnvloed door meerdere onafhankelijke variabelen. De Vocht (2010) stelt dat er van een meervoudige lineaire regressie kan gebruik gemaakt worden wanneer enkele voorwaarden worden nageleefd. Zo mag er geen multicollineariteit zijn in het regressiemodel en moet er een residuenanalyse uitgevoerd worden. Laatstgenoemde analyse houdt in dat de residuen normaal verdeeld moeten zijn en dat deze evenwichtig gespreid zijn rond het vlak. Daarnaast moet het model ook lineair zijn en moeten alle variabelen een interval- of ratioschaal hebben. Echter, er mogen ook categorische variabelen (dummyvariabelen) gebruikt worden in de regressieanalyse (De Vocht, 2010). Op deze voorwaarden werd reeds gecontroleerd (cfr 8.1.2 Uitschieters en 8.1.3 Multicollineariteit).

8.2.1 Invloed van de CEO op de effectiviteit van de raad van bestuur

Met behulp van het eerste regressiemodel zal onderzocht worden of de CEO een invloed heeft op de effectiviteit van de raad van bestuur en wat deze invloed bepaalt. Voor deze analyse wordt het volgende model opgesteld:

$$\text{control_Minichilli} = \beta_0 + \beta_1 \text{dependent_board_memb_N} + \beta_2 \text{ceo_own} + \beta_3 \text{ceo_exp_in} + \beta_4 \text{educ} + \beta_5 \text{ROA_2015} + \beta_6 \text{log_TA} + \beta_7 \text{leverage_2015} + \beta_8 \text{log_shareholders_N} + \beta_9 \text{productie_ind} + \beta_{10} \text{handel_ind} + \beta_{11} \text{bouw_ind} + \varepsilon$$

8.1

Met:

- dependent_board_memb_N: het aantal afhankelijke bestuurders in de raad van bestuur (structurele macht)
- ceo_own: het aantal aandelen in eigendom van de CEO (eigendoms macht)
- ceo_exp_in: aantal functies waarin de CEO werkzaam is geweest (expertisemacht)
- educ: opleidingsniveau van de CEO (prestigemacht)

In het regressiemodel wordt de parameter β_0 het intercept, ook wel de constante, van het regressiemodel genoemd. Het is met andere woorden de waarde van de afhankelijke variabele control_Minichilli wanneer alle onafhankelijke variabelen in het model gelijk zijn aan nul. Schematisch kan dit voorgesteld worden als het snijpunt van het vlak met de Y-as (De Vocht, 2010).

Daarnaast heeft elke onafhankelijke variabele X_i een eigen partiële regressiecoëfficiënt β_i . Zo geeft de parameter β_1 bijvoorbeeld de invloed van de structurele macht weer, waarbij er gecontroleerd wordt voor de invloed van alle andere variabelen in regressiemodel 8.1 waaronder de andere machtsvormen van de CEO (eigendoms-, expertise- en prestigemacht). Tot slot rest zich nog de ε , ook wel de *error term* of foutterm genoemd. Deze term bevat alle factoren die verantwoordelijk zijn voor het verschil tussen gemiddelde Y-variabele van het *i*de district en de waarde die wordt voorspeld door de populatie regressielijn.

Met andere woorden: het bevat alle andere factoren naast de X die de waarde van de afhankelijke variabele Y bepaalt voor een specifieke waarneming i (Stock & Watson, 2015).

In tabel 11 worden de resultaten weergegeven van het eerste hypothesemodel, waar de effectiviteit van de raad van bestuur wordt geanalyseerd. Het intercept van het regressiemodel bedraagt 7,821. Verder worden alle significante variabelen in het vetgedrukt weergegeven, meer bepaald worden alle coëfficiënten die significant zijn op 1% significantieniveau aangeduid met drie asterisken, 5% significantieniveau met twee asterisken en 10% significantieniveau met één asterisk.

De R^2 , ook wel de determinatiecoëfficiënt genoemd, van regressiemodel 8.1 bedraagt 19,3% en geeft meer informatie weer over de verklaarde variantie. Deze coëfficiënt geeft het percentage verklaarde variantie in de effectiviteit van de raad van bestuur door de macht van de CEO weer: 19,3% van de variantie van de effectiviteit van de raad van bestuur wordt dus verklaard door de macht van de CEO. De R^2 varieert altijd tussen 0 en 1. Een R^2 gelijk aan 19,3% geeft aan dat er nog andere belangrijke factoren zijn die de effectiviteit van de raad van bestuur kunnen beïnvloeden, omdat de verklaarde variantie behoorlijk laag is. Zo gaf Finkelstein (1992) in zijn onderzoek aan dat er naast de structurele macht, de eigendoms-, de expertise- en prestigemacht nog andere machtsvormen kunnen bestaan waarmee de macht van de CEO kan gemeten worden.

Naast de gekwadeerde R is er ook nog een aangepaste R^2 , die het aandeel verklaarde variantie weergeeft voor de populatie op basis van de steekproefgegevens (De Vocht, 2010). De aangepaste R^2 geeft het gecorrigeerde percentage weer voor de variantie en is dus met andere woorden een betere indicator. Voor regressiemodel 8.1 bedraagt de aangepaste R^2 slechts 15,4%.

Tabel 11: Regressieanalyse effectiviteit raad van bestuur (Minichilli et al., 2009)

	Unstandardized coefficients		Standardized coefficients	t	Sig.
	B	Std. error	Beta		
(Constant)	7,821	3,803		2,056	0,041
dependent_board_memb_N	3,616	1,295	0,172	2,792***	0,006
ceo_own	-0,022	0,014	-0,116	-1,649*	0,100
ceo_exp_in	1,184	0,207	0,398	5,727***	0,000
educ	-0,334	0,403	-0,055	-0,828	0,408
ROA_2015	0,040	0,034	0,074	1,197	0,233
log_TA	0,898	0,339	0,169	2,644***	0,009
leverage_2015	0,054	0,078	0,043	0,688	0,492
log_shareholders_N	-0,251	0,212	-0,073	-1,180	0,239
productie_ind	-0,209	1,116	-0,016	-0,187	0,852
handel_ind	-0,741	1,110	-0,054	-0,667	0,505
bouw_ind	1,531	1,436	0,077	1,066	0,288
***: significant op 1% significantieniveau				R ² : 19,3%	
**: significant op 5% significantieniveau				Adjusted R ² : 15,4%	
*: significant op 10% significantieniveau				Sig. waarde: 0,000 N: 238	

In de analyse van regressiemodel 8.1 zijn de gegevens van 238 ondernemingen opgenomen. De Sig. waarde in tabel 11 geeft de p-waarde (overschrijdingskans) weer. Deze waarde is kleiner dan of gelijk aan 0,05, wat betekent dat het regressiemodel significant is. We zijn dus met andere woorden 95% zeker dat regressiemodel 8.1 'iets' verklaart.

Tabel 11 toont verder aan dat er vier significante waarden zijn. De structurele macht heeft een t-waarde gelijk aan 2,792 en is statistisch significant op een niveau van 1%. De regressiecoëfficiënt β_1 bedraagt 3,616. Dit betekent dat een toename met 1 afhankelijke bestuurder in de raad van bestuur, de effectiviteit van de raad van bestuur doet stijgen met een waarde van 3,616. Het aantal afhankelijke bestuurders in de raad van bestuur heeft dus een **positieve** invloed op de effectiviteit van de raad van bestuur.

Dit houdt in dat afhankelijke bestuurders in private ondernemingen beter zullen controleren dan onafhankelijke bestuurders, wat de effectiviteit van de raad van bestuur ten goede komt. Een mogelijke reden hiervoor kan zijn dat de persoonlijke welvaart van afhankelijke bestuurders sterk verbonden is met de prestaties van de onderneming. Afhankelijke bestuurders lijken er dus alle belang bij te hebben dat private ondernemingen superieure resultaten kunnen behalen, waardoor de onderneming sterker wordt gecontroleerd. Een andere reden kan gevonden worden in het feit dat afhankelijke bestuurders de onderneming beter kennen, omdat onafhankelijke bestuurders volledig onafhankelijk van zowel het management als de meerderheidsaandeelhouders functioneren. Deze bestuurders hebben dus geen enkele commerciële of andere relatie met de onderneming, waardoor deze bestuurders mogelijk minder belang hechten aan de prestaties van private ondernemingen. We kunnen dus met andere woorden hypothese 1a verwerpen.

De tweede machtsvorm, de eigendoms macht, geeft ook een significante t-waarde weer maar dan op een significantieniveau van 10%. De regressiecoëfficiënt β_2 bedraagt -0,022. Dit betekent dat een toename van 1 aandeel door de CEO in de desbetreffende onderneming bijdraagt aan een afname van de effectiviteit van de raad van bestuur met een waarde gelijk aan -0,022. Het aantal aandelen in eigendom van de CEO heeft dus een **negatieve** invloed op de effectiviteit van de raad van bestuur.

In lijn met de verwachtingen kunnen we dus stellen dat de eigendoms macht van de CEO een negatieve invloed heeft op de effectiviteit van de raad van bestuur. Zo kan de CEO belangrijke beslissingen nemen op de aandeelhoudersvergadering, wanneer hij/zij een significant aantal aandelen in bezit heeft van de onderneming. In deze situatie kan de CEO dus een invloed uitoefenen op zowel het management als de aandeelhouders, waardoor de raad van bestuur haar monitoringrol niet meer optimaal kan uitoefenen. Bijgevolg wordt de effectiviteit van de raad van bestuur beperkt. Hierdoor kunnen we de vooropgestelde hypothese 1b aanvaarden.

De derde machtsvorm is de expertisemacht van de CEO. Ook deze machtsvorm vertoont een significante waarde in tabel 11, namelijk een t-waarde gelijk aan 5,727. De regressiecoëfficiënt β_3 bedraagt 1,184. Dit betekent dat wanneer de CEO binnen 1 extra afdeling werkzaam is geweest, de effectiviteit van de raad van bestuur zal toenemen met een waarde gelijk aan 1,184. De ervaring van de CEO heeft dus een sterke **positieve** invloed op de effectiviteit van de raad van bestuur.

Een mogelijke verklaring voor dit verband is dat wanneer de CEO over meer ervaring beschikt, hij/zij de waarde van de raad van beter kan inschatten in private ondernemingen. De CEO kan dus belangrijke informatie en kennis die werd opgebouwd doorheen de jaren bespreken en uitwisselen met de raad van bestuur. Dit verbetert de wisselwerking tussen het management en de raad van bestuur en leidt vervolgens tot een afname van asymmetrische informatie in de onderneming. De ervaring van de CEO zal dus positief bijdragen aan de effectiviteit van de raad van bestuur, waardoor we hypothese 1c kunnen verwerpen.

De vierde en laatste machtsvorm, de prestigemacht, geeft geen significante t-waarde aan in tabel 11. Dit betekent dat we geen belangrijke conclusies kunnen trekken voor wat betreft deze machtsvorm. We kunnen dus hypothesemodel 1d noch aanvaarden, noch verwerpen.

Naast de onafhankelijke variabelen is er ook één controlevariabele die een significante waarde vertoont in tabel 11, namelijk het natuurlijk logaritme van het totaal der activa. Deze variabele meet de grootte van de onderneming voor het boekjaar 2015 en duidt op een positief verband tussen \log_TA en de effectiviteit van de raad van bestuur. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de grootte van de raad van bestuur een invloed lijkt te hebben op de agency kosten.

Naast de maatstaven die gebruikt werken in regressiemodel 8.1, bestaan er nog andere maatstaven om de macht van de CEO te meten. Deze alternatieven worden in regressiemodel 8.2 getest:

$$\text{control_Minichilli} = \beta_0 + \beta_1 \text{dependent_board_memb_N} + \beta_2 \text{ceo_own} + \beta_3 \text{tenure} + \beta_4 \text{ext_board} + \beta_5 \text{ROA_2015} + \beta_6 \log_TA + \beta_7 \text{leverage_2015} + \beta_8 \log_shareholders_N + \beta_9 \text{productie_ind} + \beta_{10} \text{handel_ind} + \beta_{11} \text{bouw_ind} + \varepsilon$$

8.2

Met:

- $\text{dependent_board_memb_N}$: het aantal afhankelijke bestuurders in de raad van bestuur (structurele macht)
- ceo_own : het aantal aandelen in eigendom van de CEO (eigendoms macht)
- tenure : het aantal jaren dat de CEO bedrijfsleider is van de onderneming (expertisemacht)
- ext_board : het al dan niet lid zijn (prestigemacht)

In regressiemodel 8.2 wordt het aantal jaren dat de CEO actief is als bedrijfsleider gebruikt om de expertisemacht te meten. De prestigemacht van de CEO wordt gemeten aan de hand van het aantal externe raden van bestuur van andere ondernemingen of non-profitorganisaties waarin de CEO zetelt (bv. ziekenhuizen, universiteiten, enzovoorts).

Voor de prestigemacht wordt er gebruik gemaakt van een dummyvariabele, waarbij 1 aangeeft dat de CEO lid is van één of meerdere raden van bestuur van externe ondernemingen en 0 dat de CEO geen lid is van externe raden van bestuur.

Tabel 12: Bijkomende regressieanalyse effectiviteit raad van bestuur, alternatieve maatstaven
(Minichilli et al., 2009)

	Unstandardized coefficients		Standardized coefficients	t	Sig.
	B	Std. error	Beta		
(Constant)	11,982	3,878		3,089	0,002
dependent_board_memb_N	3,960	1,386	0,188	2,857***	0,005
ceo_own	-0,002	0,015	-0,012	-0,156	0,877
tenure	0,081	0,046	0,132	1,753*	0,081
ext_board	-1,227	0,863	-0,091	-1,421	0,157
ROA_2015	0,032	0,036	0,060	0,905	0,366
log_TA	0,536	0,357	0,101	1,501	0,135
leverage_2015	0,063	0,084	0,050	0,749	0,455
log_shareholders_N	-0,220	0,227	-0,064	-0,969	0,334
productie_ind	-0,548	1,178	-0,041	-0,465	0,642
handel_ind	-0,799	1,183	-0,058	-0,675	0,500
bouw_ind	0,677	1,526	0,034	0,444	0,658
***: significant op 1% significantieniveau **: significant op 5% significantieniveau *: significant op 10% significantieniveau				R ² : 8,1% Adjusted R ² : 3,6% Sig. waarde: 0,050 N: 238	

Uit de eerste bevindingen van de bijkomende regressieanalyse kan gesteld worden dat het model net significant is met een p-waarde gelijk aan 0,05. De gekwadraterde R bedraagt 8,1%, terwijl het gecorrigeerde aandeel verklaarde variantie in dit model slechts 3,6% bedraagt. Ook uit deze analyse blijkt dus dat er nog ander belangrijke factoren zijn die de effectiviteit van de raad van bestuur kunnen beïnvloeden, wat ook in lijn is met de bestaande literatuur (Finkelstein, 1992).

Verder blijkt dat zowel de structurele macht als de expertisemacht een **positieve** invloed hebben op de effectiviteit van de raad van bestuur. Een mogelijke verklaring voor het positief verband tussen de structurele macht en de effectiviteit van de raad van bestuur werd eerder al toegelicht. Het positief verband tussen de expertisemacht en de effectiviteit van de raad van bestuur kan mogelijk verklaard worden door het aantal jaren dat de CEO actief is als bedrijfsleider in de onderneming. Zo heeft een CEO die gedurende een langere looptijd actief is als bedrijfsleider meer expertise opgebouwd. Deze kennis kan hij/zij vervolgens uitwisselen met de raad van bestuur, waardoor de wisselwerking tussen het management en de raad van bestuur efficiënter zal verlopen. Daar het hier om een bijkomende regressieanalyse gaat, dienen we hier niet te concluderen of de vooropgestelde hypothesemodellen worden aanvaard of verworpen.

8.2.2 Invloed van de CEO op de effectiviteit van de externe auditor

Naast de effectiviteit op de raad van bestuur dient ook de effectiviteit van de externe auditor getest te worden. In deze rubriek wordt onderzocht of de CEO een invloed kan uitoefenen op de effectiviteit van de externe auditor in Belgische private ondernemingen.

Voor deze analyse wordt het volgende model opgesteld:

$$\text{earningsmg}_t \text{ Jones} = \beta_0 + \beta_1 \text{dependent_board_memb_N} + \beta_2 \text{ceo_own} + \beta_3 \text{ceo_exp_in} + \beta_4 \text{educ} + \beta_5 \text{ROA_2015} + \beta_6 \text{log_TA} + \beta_7 \text{leverage_2015} + \beta_8 \text{log_shareholders_N} + \beta_9 \text{cashflow_2015} + \beta_{10} \text{big4_auditor} + \beta_{11} \text{productie_ind} + \beta_{12} \text{handel_ind} + \beta_{13} \text{bouw_ind} + \varepsilon$$

8.3

Met:

- dependent_board_memb_N: het aantal afhankelijke bestuurders in de raad van bestuur (structurele macht)
- ceo_own: het aantal aandelen in eigendom van de CEO (eigendoms macht)
- ceo_exp_in: aantal functies waarin de CEO werkzaam is geweest (expertisemacht)
- educ: opleidingsniveau van de CEO (prestigemacht)

Het verschil met regressiemodel 8.1 is dat in bovenstaand model ook de cashflow van het boekjaar 2015 en de Big4 auditor als controlevariabelen zijn opgenomen. Zoals eerder werd aangetoond, is het van essentieel belang dat deze in de analyse worden opgenomen, omdat de cashflow en de Big4 een belangrijke invloed kunnen hebben op *earnings management*.

Tabel 13 : Regressieanalyse effectiviteit externe auditor (Jones, 1991)

	Unstandardized coefficients		Standardized coefficients	t	Sig.
	B	Std. error	Beta		
(Constant)	0,115	0,057		2,036	0,043
dependent_board_memb_N	0,013	0,019	0,046	0,721	0,472
ceo_own	-6,656E ⁻⁵	0,000	-0,025	-0,332	0,740
ceo_exp_in	-0,003	0,003	-0,075	-1,039	0,300
educ	0,007	0,006	0,080	1,165	0,245
ROA_2015	0,002	0,001	0,273	4,094***	0,000
log_TA	-0,006	0,005	-0,084	-1,180	0,239
leverage_2015	0,003	0,001	0,189	2,938***	0,004
log_shareholders_N	0,000	0,003	0,008	0,123	0,902
cashflow_2015	5,357E ⁻⁷	0,000	0,062	0,867	0,387
big4_auditor	-0,012	0,013	-0,064	-0,897	0,371
productie_ind	-0,007	0,016	-0,035	-0,411	0,681
handel_ind	-0,015	0,016	-0,082	-0,963	0,337
bouw_ind	-0,011	0,021	-0,041	-0,551	0,582
***: significant op 1% significantieniveau ** : significant op 5% significantieniveau * : significant op 10% significantieniveau				R ² : 14% Adjusted R ² : 9% Sig. waarde: 0,001 N: 238	

Tabel 13 geeft weer dat de gekwadrateerde R gelijk is aan 14% en de aangepaste R² slechts 9% bedraagt. Het regressiemodel is significant, omdat de p-waarde kleiner of gelijk is dan 0,05.

In tegenstelling tot de voorgaande regressiemodellen vertoont model 8.3 geen significante waarden voor de verschillende machtsvormen van de CEO. Er kunnen dan ook geen belangrijke conclusies getrokken worden voor wat betreft de invloed van de CEO op de effectiviteit van de raad van bestuur. Hypothesemodellen 2a, 2b, 2c en 2d kunnen bijgevolg noch aanvaard, noch verworpen worden.

Er zijn enkel twee controlevariabelen die een significante t-waarde aangeven op 1% significantieniveau, namelijk de Return On Assets en de algemene schuldgraad van het boekjaar 2015. Zo bedraagt de regressiecoëfficiënt β_5 0,002. Dit betekent dat de effectiviteit van de externe auditor zal toenemen met waarde 0,002 wanneer de Return On Assets toeneemt met €1. De regressiecoëfficiënt van de algemene schuldgraad bedraagt 0,003 en kent een gelijkaardige interpretatie.

We kunnen dus vaststellen dat beide controlevariabelen een **positieve** invloed hebben op de effectiviteit van de externe auditor. Een mogelijke reden voor het positief verband tussen de Return On Assets en de effectiviteit van de externe auditor kan verklaard worden in het feit dat private ondernemingen met hoge winsten aan strengere controles worden onderworpen. De externe auditor zal in dergelijke ondernemingen intensief tewerk gaan en fouten in de financiële staten sneller gaan rapporteren aan het management, wat de effectiviteit van de externe auditor bevordert. Het positief verband tussen de algemene schuldgraad en de effectiviteit van de externe auditor kan mogelijk verklaard worden in het reduceren van de agency kosten.

Net zoals in regressiemodel 8.1 kunnen we ook hier een bijkomende analyse uitvoeren voor alternatieve maatstaven om de macht van de CEO te meten. Het regressiemodel ziet er als volgt uit:

$$\text{earningsmgt_Jones} = \beta_0 + \beta_1 \text{dependent_board_memb_N} + \beta_2 \text{ceo_own} + \beta_3 \text{tenure} + \beta_4 \text{ext_board} + \beta_5 \text{ROA_2015} + \beta_6 \text{log_TA} + \beta_7 \text{leverage_2015} + \beta_8 \text{log_shareholders_N} + \beta_9 \text{cashflow_2015} + \beta_{10} \text{big4_auditor} + \beta_{11} \text{productie_ind} + \beta_{12} \text{handel_ind} + \beta_{13} \text{bouw_ind} + \varepsilon$$

8.4

Met:

- dependent_board_memb_N: het aantal afhankelijke bestuurders in de raad van bestuur (structurele macht)
- ceo_own: het aantal aandelen in eigendom van de CEO (eigendomsmacht)
- tenure: het aantal jaren dat de CEO bedrijfsleider is van de onderneming (expertisemacht)
- ext_board: het al dan niet lid zijn (prestigemacht)

Tabel 14 : Bijkomende regressieanalyse effectiviteit externe auditor, alternatieve maatstaven (Jones, 1991)

	Unstandardized coefficients		Standardized coefficients	t	Sig.
	B	Std. error	Beta		
(Constant)	0,128	0,055		2,336	0,020
dependent_board_memb_N	0,012	0,019	0,040	0,613	0,541
ceo_own	0,000	0,000	-0,044	-0,566	0,572
tenure	-0,001	0,001	-0,066	-0,894	0,372
ext_board	0,000	0,012	0,001	0,010	0,992
ROA_2015	0,002	0,001	0,278	4,137***	0,000
log_TA	-0,005	0,005	-0,071	-0,999	0,319
leverage_2015	0,003	0,001	0,186	2,841***	0,005
log_shareholders_N	0,000	0,003	0,004	0,055	0,956
cashflow_2015	5,453E ⁻⁷	0,000	0,063	0,874	0,383
big4_auditor	-0,011	0,013	-0,058	-0,814	0,417
productie_ind	-0,004	0,016	-0,020	-0,232	0,817
handel_ind	-0,014	0,016	-0,074	-0,872	0,384
bouw_ind	-0,008	0,021	-0,031	-0,410	0,682
***: significant op 1% significantieniveau **: significant op 5% significantieniveau *: significant op 10% significantieniveau				R ² : 13,1% Adjusted R ² : 8,1% Sig. waarde: 0,002 N: 238	

Tabel 14 geeft weer dat de analyse is gebaseerd op 238 private Belgische ondernemingen en dat het regressiemodel statistisch significant is met een waarde gelijk aan 0,002. De gekwadraterde R bedraagt 13,1% en de gecorrigeerde R² bedraagt 8,1%. Dit cijfer geeft net zoals in de voorgaande regressieanalyse aan dat er nog andere belangrijke factoren zijn die de effectiviteit van de externe auditor kunnen beïnvloeden.

Ook de alternatieve regressieanalyse in tabel 14 geeft aan dat we geen belangrijke conclusies kunnen trekken uit de machtsvormen van de CEO. Enkel de controlevariabelen Return On Assets en de algemene schuldgraad van het boekjaar 2015 vertonen significante waarden op een significantieniveau van 1%. Mogelijke verklaringen voor het verband tussen deze variabelen en de effectiviteit van de externe auditor werden eerder al gegeven.

Een laatste analyse die we kunnen uitvoeren in deze masterproef, is het testen voor positief en negatief *earnings management*. We weten immers dat zowel positieve als negatieve winststuring slecht is voor de onderneming, maar we hebben de invloed van de CEO in dit gebeuren nog niet getest.

Het regressiemodel van positief *earnings management* ziet er als volgt uit:

$$pos_earningsmgmt_Jones = \beta_0 + \beta_1 dependent_board_memb_N + \beta_2 ceo_own + \beta_3 ceo_exp_in + \beta_4 educ + \beta_5 ROA_2015 + \beta_6 log_TA + \beta_7 leverage_2015 + \beta_8 log_shareholders_N + \beta_9 cashflow_2015 + \beta_{10} big4_auditor + \beta_{11} productie_ind + \beta_{12} handel_ind + \beta_{13} bouw_ind + \varepsilon$$

8.5

Met:

- *pos_earningsmgmt_Jones*: alle ondernemingen met positief earnings management
- *dependent_board_memb_N*: het aantal afhankelijke bestuurders in de raad van bestuur (structurele macht)
- *ceo_own*: het aantal aandelen in eigendom van de CEO (eigendomsmacht)
- *ceo_exp_in*: aantal functies waarin de CEO werkzaam is geweest (expertisemacht)
- *educ*: opleidingsniveau van de CEO (prestigemacht)

Op het eerste zicht lijkt dat regressiemodel 8.5 overeenstemt met model 8.3. Echter, in dit regressiemodel werden alle ondernemingen met een negatief *earnings management* verwijderd uit de dataset. Uiteindelijk bleven er nog 121 ondernemingen over met een positief *earnings management*.

Tabel 15: Positief earnings management (Jones, 1991)

	Unstandardized coefficients		Standardized coefficients	t	Sig.
	B	Std. error	Beta		
(Constant)	0,020	0,102		0,197	0,845
dependent_board_memb_N	0,032	0,026	0,115	1,229	0,222
ceo_own	0,000	0,000	0,046	0,396	0,693
ceo_exp_in	-0,004	0,005	-0,095	-0,894	0,373
educ	0,009	0,008	0,109	1,097	0,275
ROA_2015	0,002	0,001	0,288	2,651**	0,009
log_TA	0,001	0,009	0,018	0,147	0,884
leverage_2015	0,005	0,003	0,161	1,747*	0,084
log_shareholders_N	0,001	0,004	0,027	0,281	0,780
cashflow_2015	-2,322E ⁻⁶	0,000	-0,132	-1,045	0,298
big4_auditor	-0,008	0,018	-0,045	-0,437	0,663
productie_ind	-0,016	0,026	-0,088	-0,637	0,525
handel_ind	-0,031	0,025	-0,166	-1,246	0,215
bouw_ind	-0,003	0,029	-0,012	-0,102	0,919
***: significant op 1% significantieniveau ** : significant op 5% significantieniveau * : significant op 10% significantieniveau				R ² : 14,2% Adjusted R ² : 3,8% Sig. waarde: 0,191 N: 121	

Echter, de resultaten in tabel 15 tonen aan dat het regressiemodel **niet** significant is. Dit betekent dat we geen enkele conclusies mogen trekken met betrekking tot bovenstaande tabel. Volledigheidshalve werd er voor gekozen om deze tabel wel op te nemen in deze masterproef.

In het laatste regressiemodel wordt negatief *earnings management* getest en ziet er als volgt uit:

$$\text{neg_earningsmgmt_Jones} = \beta_0 + \beta_1 \text{dependent_board_memb_N} + \beta_2 \text{ceo_own} + \beta_3 \text{ceo_exp_in} + \beta_4 \text{educ} + \beta_5 \text{ROA_2015} + \beta_6 \text{log_TA} + \beta_7 \text{leverage_2015} + \beta_8 \text{log_shareholders_N} + \beta_9 \text{cashflow_2015} + \beta_{10} \text{big4_auditor} + \beta_{11} \text{productie_ind} + \beta_{12} \text{handel_ind} + \beta_{13} \text{bouw_ind} + \varepsilon$$

8.6

Met:

- dependent_board_memb_N: het aantal afhankelijke bestuurders in de raad van bestuur (structurele macht)
- ceo_own: het aantal aandelen in eigendom van de CEO (eigendomsmacht)
- ceo_exp_in: aantal functies waarin de CEO werkzaam is geweest (expertisemacht)
- educ: opleidingsniveau van de CEO (prestigemacht)

Tabel 16: Negatief earnings management (Jones, 1991)

	Unstandardized coefficients		Standardized coefficients	t	Sig.
	B	Std. error	Beta		
(Constant)	-0,133	0,083		-1,606	0,111
dependent_board_memb_N	0,010	0,029	0,034	0,357	0,722
ceo_own	8,612E ⁻⁵	0,000	0,034	0,326	0,745
ceo_exp_in	0,003	0,004	0,065	0,621	0,536
educ	-0,003	0,009	-0,032	-0,310	0,757
ROA_2015	0,006	0,001	-0,334	-3,310***	0,001
log_TA	-0,003	0,008	0,075	-0,672	0,503
leverage_2015	-0,002	0,001	-0,237	-2,521**	0,013
log_shareholders_N	-8,100E ⁻⁷	0,006	-0,037	-0,320	0,750
cashflow_2015	0,014	0,000	-0,123	-1,083	0,281
big4_auditor	-0,005	0,020	0,075	0,701	0,485
productie_ind	0,004	0,022	-0,024	-0,201	0,841
handel_ind	0,041	0,022	0,019	0,164	0,870
bouw_ind	0,041	0,033	0,128	1,244	0,216
***: significant op 1% significantieniveau **: significant op 5% significantieniveau *: significant op 10% significantieniveau				R ² : 21% Adjusted R ² : 11% Sig. waarde: 0,020 N: 117	

Het laatste regressiemodel toont een steekproefgrootte aan van 117 ondernemingen en een gekwadraterde R van 21%. Het model is significant met een waarde kleiner dan of gelijk aan 0,05, namelijk 0,020.

Verder kunnen we zien dat er geen enkele machtsvorm statistisch significant is. We kunnen dus ook hier geen belangrijke conclusies vinden tussen de invloed van de CEO en negatief *earnings management*. Wel kunnen we zien dat de Return On Assets een **positieve** invloed heeft op negatief *earnings management* en dat de algemene schuldgraad een **negatieve** invloed heeft. Zo heeft de grootte van de onderneming een positieve invloed op negatieve winststuring. Een mogelijke reden hiervoor is dat grootte ondernemingen hun resultaten eerder beter willen voorstellen dan de werkelijkheid is, om hun continuïteit te willen verzekeren. Private Belgische ondernemingen met veel schulden lijken meer aan negatieve winststuring te doen.

Hoofdstuk IX: Conclusie

9.1 Besluit

In deze masterproef werd er onderzocht in welke mate de CEO een invloed kan uitoefenen op de effectiviteit van de raad van bestuur enerzijds en de effectiviteit van de externe auditor anderzijds. Het kwantitatief onderzoek was gericht op de volgende centrale onderzoeksvraag:

'Heeft de CEO een invloed op de effectiviteit van de raad van bestuur en de externe auditor?'

Deze onderzoeksvraag geeft aan dat er twee ruime topics werden behandeld in deze masterproef, namelijk de raad van bestuur en de externe auditor. In deze conclusie wordt een antwoord geformuleerd op bovenstaande onderzoeksvraag. Maar om deze vraag correct en volledig te kunnen beantwoorden, was het noodzakelijk om enkele bijkomende deelvragen te bestuderen (cfr. 1.2.2 Deelvragen).

De eerste deelvraag peilde naar het begrip corporate governance. Bij deze begripsomschrijving werd de nadruk op het theoretisch raamwerk gelegd. Zo is gebleken dat het belang van corporate governance kan verklaard worden vanuit drie verschillende theorieën, waarvan de agency theorie de belangrijkste is. Deze theorie geeft weer dat er een relatie bestaat tussen het management en de aandeelhouders. Aandeelhouders gaan de leiding van de onderneming delegeren aan het management, maar hierbij is het mogelijk dat het gemeenschappelijk belang niet noodzakelijk samen loopt en dat elke belanghebbende in eigenbelang gaat handelen. De primaire doelstelling van de onderneming is om de aandeelhouderswaarde te maximaliseren, maar het is mogelijk dat het management niet in het belang van de aandeelhouders zal handelen. Hierdoor zullen er belangenconflicten (agency problemen) ontstaan. Corporate governance, ook wel deugdelijk ondernemen genoemd, kan bijdragen aan het reduceren van deze conflicten.

Zo bestaat het corporate governance systeem van een onderneming uit diverse mechanismen, die elk hun eigen rol en impact vervullen in de onderneming. De raad van bestuur en de externe auditor zijn hiervan twee voorbeelden. De tweede deelvraag peilde naar de raad van bestuur en de elementen die haar effectiviteit bepalen. De raad van bestuur is een collegiaal orgaan dat waakt over de mogelijke agency problemen die op de voorgrond kunnen treden. Deze verantwoordelijkheid wordt de monitoringrol genoemd, de belangrijkste rol van de raad van bestuur. Het is dus de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur om het gedrag van het management te controleren en bij te sturen waar nodig. Echter, Cohen et al. (2010) tonen in een onderzoek aan dat de CEO vaak een sterke invloed lijkt te hebben op de werking van de raad van bestuur en haar effectiviteit. Wanneer de CEO veel macht heeft, zullen bestuurders mogelijk ook minder geneigd zijn om het management te monitoren uit vrees ontslagen te worden. Dit zou bijgevolg de effectiviteit van corporate governance kunnen beperken. Er werd dan ook een negatief verband vooropgesteld voor de invloed van de CEO op de effectiviteit van de raad van bestuur.

Het tweede corporate governance mechanisme is de externe auditor en werd behandeld in een derde deelvraag. De verantwoordelijkheid van de externe auditor is het waken over de betrouwbaarheid van de financiële rapportering en het controleren van de financiële staten of deze een getrouw beeld geven van de werkelijkheid. Maar ook hier tonen academici aan dat de CEO een aanzienlijke druk kan uitoefenen op de externe auditor, aangezien de CEO vaak beslissingen lijkt te nemen inzake het aanwerven en het ontslaan van de auditor (Cohen et al., 2002). Zeker in geval de CEO veel macht heeft, kan de effectiviteit van de externe auditor beperkt worden. Er werd dan ook een negatief verband vooropgesteld tussen de invloed van de CEO en de effectiviteit van de externe auditor.

Met deze vooropgestelde hypothesen werd het empirisch onderzoek gestart. De effectiviteit van de raad van bestuur werd gemeten aan de hand van de schaal van Minichilli et al. (2009), die de controle-effectiviteit meet. De effectiviteit van de externe auditor werd daarentegen gemeten aan de hand van *earnings management*. Welke invloed de CEO kan uitoefenen is afhankelijk van de machtsvorm. In deze masterproef werd het aantal afhankelijke bestuurders in de raad van bestuur gebruikt voor de structurele macht, het aantal aandelen in bezit van de CEO voor de eigendomsmacht, de ervaring van de CEO voor de expertisemacht en het opleidingsniveau van de CEO gebruikt voor de prestigemacht te meten. Elke machtsvorm werd geanalyseerd in een deelhypothese (a, b, c en d). Het negatief verband tussen de invloed van de CEO en de effectiviteit van de raad van bestuur en de externe auditor werd vooropgesteld voor elke machtsvorm.

De eerste hypothese (1a) stelde dat er een negatieve relatie bestaat tussen de structurele macht van de CEO en de effectiviteit van de raad van bestuur. Echter, de resultaten hebben aangetoond dat het aantal afhankelijke bestuursleden in de raad van bestuur een positieve invloed heeft op de effectiviteit van de raad van bestuur. In Belgische private ondernemingen lijken afhankelijke bestuurders dus beter te controleren dan de onafhankelijke bestuursleden. Een mogelijk reden hiervoor kan zijn dat hun persoonlijke welvaart nauw verbonden is met de prestaties van de onderneming, waardoor afhankelijke bestuurders er alle belang bij hebben dat de onderneming superieure resultaten kan behalen. Bijgevolg zal er sterker gecontroleerd worden in de raad van bestuur, wat een positieve impact heeft op de monitoringrol en dus de effectiviteit van de raad van bestuur. Hypothese 1a werd dus met andere woorden verworpen.

Hypothese 1b stelde voorop dat er een negatieve relatie bestaat tussen de eigendomsmacht van de CEO en de effectiviteit van de raad van bestuur. De resultaten hebben aangetoond dat CEO's die meer aandelen van de onderneming in bezit hebben, een belangrijke impact kunnen hebben op de effectiviteit van de raad van bestuur. Zo kunnen deze CEO's mogelijk belangrijke beslissingen nemen op de aandeelhoudersvergadering wat een negatieve invloed heeft op de effectiviteit van de raad van bestuur. De resultaten gaven aan dat we de vooropgestelde hypothese 1b konden aanvaarden.

Hypothese 1c werd verworpen, omdat in deze hypothese een negatieve relatie tussen de expertisemacht en de effectiviteit van de raad van bestuur werd vooropgesteld. De resultaten hebben aangetoond dat de ervaring van de CEO een sterk positieve invloed heeft op de effectiviteit van de raad van bestuur. CEO's die meer ervaring hebben, kunnen de waarde van de raad van bestuur mogelijk beter inschatten in Belgische private ondernemingen. Bovendien kan een ervaren CEO ook

belangrijke informatie en kennis uitwisselen met de raad van bestuur, wat de wisselwerking tussen het management en de raad van bestuur verbetert.

Ook in hypothese 1d werd er een negatieve relatie vooropgesteld tussen de invloed van de CEO en de effectiviteit van de raad van bestuur. In deze hypothese werd geanalyseerd of het opleidingsniveau (prestigemacht) een negatieve invloed heeft op de effectiviteit van de raad van bestuur. Echter, we konden geen belangrijke conclusies trekken omdat de regressiecoëfficiënten geen significante waarden vertoonden in de regressieanalyse. Hierdoor konden we hypothese 1d noch aanvaarden, noch verwerpen.

Bijkomend werd er ook nog getest voor alternatieve maatstaven om de macht van de CEO te bepalen. Deze resultaten gaven ook aan dat er een positief verband bestaat tussen de structurele macht en de effectiviteit van de raad van bestuur. Verder werd er ook een positief verband gevonden tussen de expertisemacht en de effectiviteit van de raad van bestuur. Zo heeft het aantal jaren dat de CEO werkzaam is als bedrijfsleider in Belgische private onderneming, een positieve invloed op de werking van de raad van bestuur. Een langere looptijd draagt mogelijk bij aan meer expertise en wanneer de CEO deze kennis deelt met de raad van bestuur, zal de effectiviteit van de raad van bestuur bevorderd worden.

Uit de hypothesen (2a, 2b, 2c, 2d) met betrekking tot de externe auditor konden voorts geen belangrijke bevindingen getrokken worden. De resultaten in de regressieanalyse vertoonden immers geen significante waarden.

Ook voor de externe auditor werden alternatieve maatstaven voor de macht van de CEO getest, maar ook hier konden geen belangrijke bevindingen geconstateerd worden. Bovendien werd ook een bijkomende analyse uitgevoerd voor positief en negatief *earnings management*, maar ook zonder resultaat. Zo was het regressiemodel van positief *earnings management* niet significant, waardoor we geen besluiten konden formuleren. Het regressiemodel voor negatief *earnings management* gaf ook geen significante waarden weer aan voor de machtsvormen van de CEO.

Afrondend tot het geheel kunnen we dus concluderen dat de invloed van de CEO niet noodzakelijk een negatieve invloed lijkt te hebben op de effectiviteit van de raad van bestuur. De invloed van de CEO lijkt in Belgische private ondernemingen dus afhankelijk te zijn van de machtsvorm. Zo gaven de regressieanalyses aan dat er mogelijk nog andere belangrijke elementen bestaan die de effectiviteit van de raad van bestuur en de externe auditor kunnen beïnvloeden.

9.2 Beperkingen van het onderzoek

In het onderzoek naar de invloed van de CEO op de effectiviteit van de raad van bestuur en de externe auditor kunnen enkele beperkingen aangehaald worden. Een eerste beperking is dat dit onderzoek uitsluitend gericht is tot Belgische private ondernemingen. Zoals Lannoo (1999) suggereerde in een onderzoek kan de invulling van corporate governance sterk verschillen naargelang de regio en situatie. Hierdoor kan het begrip een totaal andere betekenis gaan vervullen voor belanghebbenden van andere ondernemingen. Bovendien beschikken andere landen ook over een andere wetgeving, wat ook zijn gevolgen kan hebben op de invulling van corporate governance. De bevindingen in deze masterproef kunnen dus met andere woorden niet veralgemeend worden.

Een tweede beperking ligt in het databestand zelf. Voor de berekening van de effectiviteit van de raad van bestuur hebben we ons gebaseerd op zeven vragen uit de vragenlijst, gebaseerd op de schaal van Minichilli et al. (2009). Echter, we waren genoodzaakt om tal van cases te verwijderen uit de dataset, omdat de vragen rond de raad van bestuur zeer slecht werden ingevuld. Deze imperfecties hebben de resultaten in deze masterproef mogelijk beïnvloed.

Een derde beperking is dat er in deze masterproef werd gebruik gemaakt van een beperkt aantal bronnen. Zo werd er bijvoorbeeld geen gebruik gemaakt van wetenschappelijke boeken uit de universiteitsbibliotheek, waardoor belangrijke bronnen mogelijk over het hoofd werden gezien.

Een vierde en laatste beperking in deze masterproef is dat we genoodzaakt waren om 31 ondernemingen uit de dataset te verwijderen, omdat voor deze ondernemingen er geen gegevens beschikbaar waren om de effectiviteit van de externe auditor te meten. Bovendien was het de bedoeling om de *sample* voor beide hypothesemodellen op dezelfde grootte te behouden. Deze imperfecties hebben mogelijk ook de resultaten beïnvloed.

9.3 Aanbevelingen voor verder onderzoek

Deze masterproef toont aan dat de macht van de CEO niet noodzakelijk een negatieve invloed heeft op de effectiviteit van de raad van bestuur. De invloed van de CEO lijkt dus met andere woorden afhankelijk te zijn van de machtsvorm. Hoewel deze masterproef uitsluitend gericht is tot Belgische private ondernemingen, vormen de resultaten in dit kwantitatief onderzoek een interessante basis voor verder onderzoek.

We kunnen dan ook enkele aanbevelingen weergeven voor verder onderzoek. Zo is het in eerste instantie mogelijk om de effectiviteit van de raad van bestuur te meten op basis van een andere schaal dan Minichilli et al. (2009), die de controle-effectiviteit meet. De effectiviteit van de raad van bestuur kan eventueel berekend worden aan de hand van een combinatie van de controle- en servicerol, eventueel aangevuld met de strategische rol.

Een tweede aanbeveling is gericht tot de dataset die voor dit onderzoek werd gebruikt. Zo werden tal van ondernemingen in deze masterproef genoodzaakt verwijderd, omdat de vragen omtrent de raad van bestuur zeer slecht werden beantwoord. Het zou dus interessant zijn om verder onderzoek te richten tot meerdere ondernemingen, eventueel aangevuld met kwalitatief onderzoek (bv. afnemen van interviews bij CEO's en auditors). Dit maakt het mogelijk om concrete bevindingen uit de praktijk in rekening te brengen in het onderzoek.

Bovendien kan volgend onderzoek zich richten tot beursgenoteerde ondernemingen, omdat dit onderzoek uitsluitend gericht is tot Belgische private ondernemingen. Mogelijk is de invulling van corporate governance in beursgenoteerde ondernemingen totaal anders dan in private ondernemingen.

Een volgende aanbeveling kan gevonden worden in de belangrijkste theorie van deze masterproef, namelijk de agency theorie. Zo suggereert de meerderheid in de wetenschappelijke literatuur dat een CEO met veel macht, een negatieve invloed zal uitoefenen op de effectiviteit van de raad van bestuur en de externe auditor. De bevindingen in dit onderzoek tonen echter aan dat dit niet noodzakelijk zo is. Zo heeft een CEO met expertisemacht een positieve invloed op de effectiviteit van de raad van bestuur in een context van Belgische private ondernemingen. Het lijkt dus dat CEO's op een totaal andere manier omgaan met macht in private ondernemingen en dus hun macht eerder zullen gebruiken in het voordeel van de onderneming. Er kan dus onderzoek gevoerd worden naar de macht van de CEO in Belgische private ondernemingen en wat deze invloed is op de prestaties van de onderneming

Afrondend tot het geheel kan er nog een laatste aanbeveling gegeven worden omtrent de maatstaven om de macht van de CEO te meten. Zo kan in verder onderzoek gezocht worden naar andere en mogelijk betere maatstaven om de macht van de CEO te kunnen meten.

Lijst van geraadpleegde werken

Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and Their Impact on Corporate Performance. [Elektronisch versie]. *Review of Financial Studies*, 18(4), 1403-1432.

Al-Bastaki, H., & Joshi, P. L. (2000). Determinants of Audit Fees: Evidence from the Companies Listed in Bahrain. [Elektronische versie]. *International Journal of Auditing*, 4(2), 129-138.

Alabede, O. J. (2012). The Role, Compromise and Problems of the External Auditor in Corporate Governance. *Research Journal of Finance and Accounting*, 3(9), 114-126.

Alam, F., & Butel, L. (2016). Corporate Governance Mechanisms and the Financial Reporting: Evidence from Bangladesh Listed Companies. [Elektronisch versie] *Proceedings of the European Conference on Management, Leadership & Governance*, 417-423.

Apostolov, M. (2016). Ownership and control structures a case study. 8, 23-37.

Atumwa, E., C. . (2013). Relationship between agency cost and leverage for companies listed at the Nairobi securities. Opgevraagd op 29 mei, 2017, via <http://chss.uonbi.ac.ke/sites/default/files/chss/Research%20Project%20Report.pdf>

Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition. [Elektronische versie]. *Journal of Law, Economics & Organization*, 1(1), 101.

Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management. [Elektronische versie]. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1-24.

Bliss, M. A. (2011). Does CEO duality constrain board independence? Some evidence from audit pricing. [Elektronische versie]. *Accounting & Finance*, 51(2), 361-380.

Bureau van Dijk. (2017). Bel-first overview. Opgevraagd op 2 april, 2017, via <http://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/company-information/national-products/bel-first>

Buysse, B. (2009). Code Buysse II: Corporate governance aanbevelingen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Opgevraagd op 6 februari, 2017, via http://www.codebuysse.com/downloads/CodeBuysseII_NL.pdf

Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Zhongxia, Y. (2011). Corporate Governance Research in Accounting and Auditing: Insights, Practice Implications, and Future Research Directions. [Elektronische versie]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 30(3), 1-31.

Cohen, Krisnamoorthy, G., & Wright, A. M. (2002). Corporate Governance and the Audit Process. [Elektronische versie]. *Contemporary Accounting Research*, 19(4), 573-594.

Corporate Governance Committee. (2017). Wettelijke aanduiding van de Code 2009. Opgevraagd op 9 februari, 2017, via <http://www.corporategovernancecommittee.be/nl>

- Daily, C. M., Dalton, D. R., & Cannella Jr, A. A. (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. [Elektronische versie]. *Academy of Management Review*, 28(3), 371-382.
- Daily, C. M., & Johnson, J. L. (1997). Sources of CEO Power and Firm Financial Performance: A Longitudinal Assessment.[Elektronische versie]. *Journal of Management*, 23(2), 97.
- Dalton, C. M., & Dalton, D. R. (2005). Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions. [Elektronische versie]. *British Journal of Management*, 16, 91-97.
- De Vocht, A. (2010). *Basishandboek SPSS 17*. Utrecht: Bijleveld Press.
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. [Elektronische versie]. *Journal of Accounting & Economics*, 3(3), 183-199.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. [Elektronische versie]. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Donaldson, L., & Davis, J. H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. [Elektronische versie]. *Australian Journal of Management (University of New South Wales)*, 16(1), 49.
- Dries, R., Van Brussel, L., & Willekens, M. (2011). *Handboek Auditing*. Antwerpen: Intersentia
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. [Elektronische versie]. *Journal of Law & Economics*, 26, 301-325.
- Fernandes, N. (2008). EC: Board compensation and firm performance: The role of “independent” board members. [Elektronische versie]. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(1), 30-44.
- Finkelstein, S. (1992). Power in top management teams: dimensions, measurement and validation. [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 35(3), 505-538.
- Finkelstein, S., & D'Aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108.
- Francis, J. R. (2004). What do we know about audit quality? [Elektronische versie]. *The British Accounting Review*, 36(4), 345-368.
- Gillan, S. L. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview, Editorial. [Elektronische versie]. *Journal of Corporate Finance*, pp. 381-402.
- Glinkowska, B., & Kaczmarek, B. (2015). Classical and modern concepts of corporate governance (Stewardship Theory and Agency Theory). [Elektronische versie]. *Management (1429-9321)*, 19(2), 84-92.
- Gonzalez, A., & André, P. (2014). Board Effectiveness and Short Termism. [Elektronische versie]. *Journal of Business Finance & Accounting*, 41(1/2), 185-209.
- Guay, W. R., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1996). A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models. *Journal of Accounting Research*, 34(SUPP), 83-105.

Guberna. (z.j.). Leidraad rond de rol van de CEO. Opgevraagd op 10 oktober, 2016, via www.guberna.be/sites/default/files/newsflash/nl_Readers/Rol%20van%20de%20CEO%20-%20Leidraad.pdf

Guénin-Paracini, H., Malsch, B., & Tremblay, M.-S. (2015). On the Operational Reality of Auditors' Independence: Lessons from the Field. [Elektronische versie]. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 34(2), 201-236.

Haleblian, J., & Fininkelstein, S. (1993). Top management size, CEO dominance and firm performance: the moderating roles of environmental turbulence and discretion. [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 36(4), 844-863.

Harris, R. (2013). Reputation at the Birth of Corporate Governance. [Elektronische versie]. *Business History Review*, 87(4), 637-640.

Haynes, K. T., & Hillman, A. (2010). The effect of board capital and CEO power on strategic change. [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 31(11), 1145-1163.

Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 6(2), 101.

IBR. (z.j.). Wat is een bedrijfsrevisor? Opgevraagd op 24 februari, 2017, via https://www.ibr-ire.be/nl/het_beroep/de_bedrijfsrevisor/wat_is_een_bedrijfsrevisor/Pages/default.aspx

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.

Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. [Elektronische versie]. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.

Krause, R., Semadeni, M., & Cannella, A. A. (2013). External COO/presidents as expert directors: A new look at the service role of boards. [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 34(13), 1628-1641.

Lannoo, K. (1999). A European Perspective on Corporate Governance. [Elektronische versie]. *Journal of Common Market Studies*, 37(2), 269.

Lennox, C. (2005). Management Ownership and Audit Firm Size. [Elektronische versie]. *Contemporary Accounting Research*, 22(1), 205-227.

Masson, R. T. (1971). Executive Motivations, Earnings, and Consequent Equity Performance. [Elektronische versie]. *Journal of Political Economy*, 79(6), 1278-1292.

Mercken, R. (2016). *Internationale controlestandaarden*.

Minichilli, A., Zattoni, A., & Zona, F. (2009). Making Boards Effective: An Empirical Examination of Board Task Performance. *British Journal of Management*, 20(1), 55-74.

- Misangyi, V. F., & Acharya, A. G. (2014). Substitutes or complements? A configurational examination of corporate governance mechanisms. [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 57(6), 1681-1705.
- Mousa, G. A., & Desoky, A. M. (2012). The association between internal governance mechanisms and corporate value: evidence from Bahrain. [Elektronische versie]. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 8(Supp1), 67-92.
- Mueller, D. C. d. m. u. a. a. (2014). Corporate governance and the state. [Elektronische versie]. *Competition & Regulation in Network Industries*, 13(2), 177-192.
- NBB. (z.j.). Balanscentrale - Jaarrekeningen online raadplegen. Opgevraagd op 14 april, 2017, via <https://cri.nbb.be/bc9/web/catalog;jsessionid=2B23645565FB5A9EB39D37F5D7713D49?execution=e1s1>
- New Business. (z.j.). Onafhankelijke bestuurders: waarom? Opgevraagd op 16 februari, 2017, via <http://www.newbusiness.be/nl/ik-ben-verantwoordelijk/onafhankelijke-bestuurders/>
- Nielsen, S., & Huse, M. (2010). The Contribution of Women on Boards of Directors: Going beyond the Surface. [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 136-148.
- Nikolic, J., & Erk, J. (2011). Boards of Directors Models and Role in Corporate Governance. [Elektronische versie]. *Management (1820-0222)*(60), 68-75.
- OECD. (2004). OECD Principles of Corporate Governance. Opgevraagd op 29 oktober, 2016, via <http://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/31557724.pdf>
- Patricof, A. J., Henderson, D., Marcus, B., Smale, J. G., & Johnson, D. W. (1995). Redraw the Line Between the Board and the CEO. [Elektronische versie]. *Harvard Business Review*, 73(2), 153-164.
- Pearce li, J. A., & Zahra, S. A. (1991). The relative power of CEOs and board of directors: associations with corporate performance. [Elektronische versie]. *Strategic Management Journal*, 12(2), 135-153.
- Peng-hua, Q., & Fung, A. (2016). How Does CEO Power Affect Innovation Efficiency? [Elektronische versie]. *Chinese Economy*, 49(4), 231-238.
- Pi, L., & Lowe, J. (2011). Can a powerful CEO avoid involuntary replacement?-An empirical study from China. [Elektronische versie]. *Asia Pacific Journal of Management*, 28(4), 775-805.
- Saltaji, I. M. (2013). Corporate governance and agency theory how to control agency costs. [Elektronische versie]. *Internal Auditing & Risk Management*, 8(4), 47-60.
- Schnatterly, K., & Johnson, S. G. (2008). Competing to be CEO in high-tech firms: Insider, board member, or outsider candidates. [Elektronische versie]. *Journal of High Technology Management Research*, 18(2), 132-142.
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2014). *Research methods for business: a skill-building approach* (Vol. 6). Chichester: Wiley.
- Shrivastav, S. M., & Kalsie, A. (2016). The Relationship Between CEO Duality and Firm Performance: An Analysis Using Panel Data Approach. [Elektronische versie]. *IUP Journal of Corporate Governance*, 15(2), 37-58.

Stock, J. H., & Watson, M. W. (2015). *Introduction to Econometrics*. Harlow: Pearson.

Vander Bauwhede, H. V., & Willekens, M. (2004). Evidence on (the lack of) audit-quality differentiation in the private client segment of the Belgian audit market. [Elektronische versie]. *European Accounting Review*, 13(3), 501-522.

Voordeckers, W., & Torfs, M. (2015). *Corporate governance (incl. ethische aspecten)*.

Westphal, J. D. (1999). Collaboration in the Boardroom: Behavioral and Performance Consequences of CEO-Board Social Ties. [Elektronische versie]. *The Academy of Management Journal*, 42(1), 7-24.

Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (1995). Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection. [Elektronische versie]. *Administrative Science Quarterly*, 40(1), 60-83.

Zahra, S. A. (1996). Governance, ownership and corporate entrepreneurship: the moderating impact of industry technological opportunities. [Elektronische versie]. *Academy of Management Journal*, 39(6), 1713-1735.

Zahra, S. A., & Pearce II, J. A. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. [Elektronische versie]. *Journal of Management*, 15(2), 291.

Zajac, E. J., & Westphal, J. D. (1996). Director Reputation, CEO-Board Power, and the Dynamics of Board Interlocks. [Elektronische versie]. *Administrative Science Quarterly*, 41(3), 507-529.

Zattoni, A., & Cuomo, F. (2008). Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives. [Elektronische versie]. *Corporate Governance: An International Review*, 16(1), 1-15.

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:
De invloed van de CEO op de effectiviteit van de raad van bestuur en de auditor

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

Verjans, Sophie

Datum: **1/06/2017**