

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

Masterproef
De waarde van diversiteit in raden van bestuur

Promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Gerben Vandevoot
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 waarde van diversiteit in raden van bestuur

Promotor :
Prof. dr. Wim VOORDECKERS

Gerben Vandevooort

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

Woord Vooraf

Met deze masterproef wordt een einde gemaakt aan mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen, met afstudeerrichting Accountancy en Finance aan de Universiteit Hasselt. Het gekozen onderwerp is zeer actueel aangezien dit jaar een beslissend jaar wordt voor de verwezenlijking van het genderquota in beursgenoteerde ondernemingen.

Ik wil hier dan ook graag een dankwoord richten aan zij die me steeds bijgestaan hebben in mijn studiecarière en tijdens de verwezenlijking van deze masterproef.

Om te beginnen wil ik graag mijn promotor Prof. dr. Wim Voordeckers bedanken voor de tijd en het deskundig advies om deze masterproef tot een goed einde te brengen. Daarnaast een welgemeend dankwoord aan mevrouw Alana Vandebek voor de begeleiding en voorstellen tot verbetering die zonder twijfel een meerwaarde bieden aan deze masterproef. Verder wil ik hier graag de tijd nemen om mijn vriendin en mijn vrienden te bedanken voor hun interesse en bemoedigende woorden. Als laatste rest er mij mijn ouders en familie te bedanken voor hun motivatie en hun steun doorheen mijn schoolcarière.

Gerben Vandevort

Beringen, mei 2017

Samenvatting

Corporate Governance is de laatste jaren ontplooid tot een algemeen begrip. Na de schandalen bij WorldCom, Enron en Lernout en Hauspie was het nodig enkele ingrijpende veranderingen door te voeren. Dit heeft zich vertaald in richtlijnen omvat in de Corporate Governance Code. Deze richtlijnen hebben een dwingend karakter en moeten nageleefd worden. Zoniet moet uitgebreid verklaard worden waarom ervan afgeweken wordt (Corporate Governance Committee, 2009).

Naast richtlijnen is in 2011 ook een wet doorgevoerd betreffende genderdiversiteit in raden van bestuur. Zo moet het bestuursorgaan uit minstens een derde uit het andere geslacht bestaan. Het quota moet behaald worden in 2017 voor grote Belgische beursgenoteerde ondernemingen en in 2019 voor beursgenoteerde KMO's (wetboek vennootschappen, artikel 518bis). De reden voor de invoering van genderdiversiteit in de raden van bestuur bestond er in de eerste plaats in om meer vrouwelijke afvaardiging in de raden van bestuur te krijgen. Echter is het van belang om na te gaan of deze vrouwelijke afvaardiging wel degelijk een meerwaarde biedt. Niet enkel de invloed van vrouwelijke bestuursleden op de financiële aspecten van de onderneming moeten hierbij in rekening gebracht worden. Ook de monitoringfunctie van de raad van bestuur is van belang. Wanneer we de raad van bestuur analyseren volgens de agency theorie, merken we dat controle en toezicht een basisbeginsel is van de raad van bestuur (Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983). De reden dat deze functie toegekend is aan de raad van bestuur, is omdat in België een one-tier structuur gehanteerd wordt. Hierbij moet de raad van bestuur ook het aangestelde management controleren.

Er zal in dit onderzoek dan ook uitgebreid rekening gehouden worden met de controlebevoegdheden en de manier waarop diversiteit een invloed heeft op zowel de controlefunctie van de raad van bestuur als de financiële prestaties van de onderneming. De centrale onderzoeksvraag in het onderzoek luidt als volgt: "*Leidt diversiteit in de raad van bestuur tot betere prestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?*" Om te beginnen wordt de de genderdiversiteit in de raden van bestuur van 2011 tot en met 2015 onderzocht om een beter beeld te schetsen van de evolutie in de samenstelling van de raden van bestuur. Hierna worden de prestaties van de ondernemingen onder de loep genomen. Onder prestaties verstaan we in dit onderzoek zowel de financiële als de controleprestaties waarvoor de raad van bestuur verantwoordelijk is. De financiële prestaties worden gemeten door ratio's. Hierbij worden de return on assets, return on equity en Tobin's Q (Adams & Ferreira, 2009; Carter, D'Souza, Simkins, & Simpson, 2010; Erhardt, Werbel, & Shrader, 2003) in rekening gebracht. Over de manier waarop de controlefunctie gemeten moet worden, wordt in verschillende onderzoeken verder ingegaan. Hierbij worden maatstaven van monitoring gebruikt om de mate van controle te meten. Zo wordt de auditkwaliteit, het aantal samenkomsten van de raad van bestuur, het aantal bestuurscomités en het aantal onafhankelijke bestuurders in rekening gebracht om de monitoringkwaliteit te meten (Ararat, Aksu, & Cetin, 2010; Carter et al., 2010).

De masterproef wordt onderverdeeld in twee delen. Enerzijds wordt er een literatuuronderzoek gevoerd en anderzijds een empirisch onderzoek. In het literatuuronderzoek wordt aandacht besteed aan de raad van bestuur en diversiteit. Het theoretisch kader waarin de raad van bestuur wordt

onderzocht, is de agency theorie. Ook het wettelijk kader vormt een belangrijk aspect voor de raad van bestuur. In het tweede deel van het literatuuronderzoek wordt aandacht geschonken aan diversiteitskenmerken. Voornamelijk de literatuur omtrent het geslacht, de leeftijd en de nationaliteit van bestuurders wordt onderzocht, waarbij de verschillende hypothesen opgesteld worden.

In het empirisch gedeelte van de masterproef zullen de vooropgestelde hypothesen getest worden aan de hand van de verkregen data. In het onderzoek wordt de data van 78 Belgische beursgenoteerde ondernemingen en 681 bestuurders onder de loep genomen en hieruit volgen enkele interessante bevindingen met betrekking tot de diversiteitskenmerken van de bestuurders en de prestaties van de ondernemingen.

Voordat overgegaan wordt tot het empirisch onderzoek, wordt nagegaan of de wetgeving omtrent genderdiversiteit een invloed heeft op de aanstelling van vrouwelijke bestuurders. Hieruit blijkt dat sinds de invoering van de genderdiversiteitswet het aantal vrouwelijke bestuursleden in de raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen zeer sterk toegenomen is. Echter, het eindpunt is nog niet in zicht. Er is namelijk nog een hele weg te gaan voordat al de raden van bestuur aan het vereiste quota voldoen. Uit de studie volgt dat 18,90% van de bestuursleden in 2015 van het vrouwelijke geslacht waren. Dit terwijl in 2017 het minimumaantal 33% moet zijn.

Uit de eerste resultaten blijkt dat het geslacht, de leeftijd en de nationaliteit van de bestuurders een significante invloed heeft op de financiële prestaties van de onderneming. Zo merken we in het onderzoek dat het percentage vrouwelijke bestuurders en de nationaliteit van de bestuurders de financiële prestaties positief beïnvloeden, terwijl de gemiddelde leeftijd van de bestuurders een significant negatieve invloed heeft op de financiële prestaties. De verklaring hiervoor kan gevonden worden in verschillende onderzoeken. Zo vinden Terjesen, Sealy en Singh (2009) dat genderdiversiteit in de raad van bestuur een positieve invloed heeft op de groepsdynamieken in de raad van bestuur. Verder blijkt ook dat vrouwen beter in staat zijn een waardeoordeel te vellen, een betere houding hebben met betrekking tot het nemen van risico's en ze hebben een betere besluitvormingsstijl (Jones & Gautschi, 1988; Trinidad & Normore, 2005). Ook leidt het samenbrengen van verschillende nationaliteiten in een groep tot een hogere kwaliteit van beslissingsvorming en vernieuwende ideeën in vergelijking met een homogeen samengestelde groep (McLeod, Lobel, & Cox, 1996). Bijkomend blijkt uit het 'requisite variety' perspectief dat topmanagers met een verschillende achtergrond complexe problemen beter oplossen (Ashby, 1956; Carpenter, Geletkanycz, & Sanders, 2004). De negatieve invloed van de gemiddelde leeftijd van bestuurders werd ook in het onderzoek van Hafsi en Turgut (2013) gevonden en kan verklaard worden doordat jongere bestuurders sneller in staat zijn strategische veranderingen door te voeren in vergelijking met oudere bestuurders (Ahn & Walker, 2007; Wiersema & Bantel, 1992).

Wanneer we de resultaten van de monitoringfunctie bekijken, merken we een gelijkaardige trend op. Voornamelijk het geslacht en de nationaliteit van de bestuurders hebben een significante invloed op de kwaliteit van monitoring. Het geslacht van de bestuurders beïnvloedt de mate van monitoring op een positieve wijze, terwijl de nationaliteit van bestuurders een negatieve invloed heeft. De gemiddelde leeftijd van bestuurders bleek geen significante invloed te vertonen in de

regressiemodellen. Deze resultaten liggen in lijn met de literatuur. Zo vindt voorgaand onderzoek dat vrouwelijke bestuurders over het algemeen vaker aanwezig zijn op vergaderingen van de raad van bestuur en dat deze vrouwelijke aanwezigheid een positieve invloed heeft op de mannelijke aanwezigheid (Adams & Ferreira, 2009). Verder vinden we een negatieve relatie met betrekking tot de nationaliteit van de bestuurders, doordat er minderheidsgroepen ontstaan, waardoor deze bestuurders zich minder betrokken voelen tot de organisatie en hierdoor een hogere mate van afwezigheid vertonen op de vergaderingen van de raad van bestuur en dit een negatieve invloed heeft op de uitoefening van de monitoringfunctie (Marimuthu & Kolandaisamy, 2009; Randøy, Thomsen, & Oxelheim, 2006).

In dit onderzoek worden de prestaties van de ondernemingen gemeten aan de hand van financiële prestatieratio's alsook aan de hand van de monitoringfunctie van de raad bestuur, zoals centraal staat in de agency theorie. We kunnen hieruit concluderen dat diversiteit op basis van geslacht, leeftijd en nationaliteit in de raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen wel degelijk een zekere waarde biedt voor zowel de financiële prestaties van de onderneming als voor het uitoefenen van de monitoringfunctie van de raad van bestuur.

Inhoudsopgave

WOORD VOORAF

SAMENVATTING

LIJST MET TABELLEN

LIJST MET GRAFIEKEN

1	INLEIDING.....	1
1.1	 PRAKTISCHE EN THEORETISCHE RELEVANTIE	1
1.2	 CENTRALE ONDERZOEKSVRAAG	4
1.3	 KADERING VAN HET ONDERZOEK.....	5
1.4	 VERANTWOORDING ONDERZOEKSMETHODEN	6
1.5	 STRUCTUUR EN VERDERE INDELING VAN HET ONDERZOEK	7
2	 LITERATUURSTUDIE	9
2.1	 RAAD VAN BESTUUR	9
2.1.1	ALGEMEEN	9
2.1.2	AGENCY THEORIE	10
2.1.3	PROXIES VAN MONITORING	11
2.1.4	WETTELIJK KADER	13
2.2	 DIVERSITEIT IN HET ALGEMEEN	16
2.2.1	DIVERSITEIT OP BASIS VAN GESLACHT	18
2.2.2	DIVERSITEIT OP BASIS VAN LEEFTIJD	21
2.2.3	DIVERSITEIT OP BASIS VAN NATIONALITEIT	23
3	 METHODOLOGIE.....	27
3.1	 GEGEVENSVERZAMELING	27
3.2	 VARIABELEN	28
3.2.1	AFHANKELIJKE VARIABELEN	28
3.2.2	ONAFHANKELIJKE VARIABELEN.....	29
3.2.3	CONTROLEVARIABELEN	30
3.3	 LINEAIRE REGRESSIE.....	31
3.3.1	ASSUMPTIES.....	31
4	 RESULTATEN	33
4.1	 EVOLUTIE VAN GENDERDIVERSITEIT	33
4.2	 BESCHRIJVENDE STATISTIEK	36
4.3	 CORRELATIETABEL	38

4.4	DIVERSITEIT EN FINANCIËLE PRESTATIES VAN DE ONDERNEMING	40
4.4.1	DIVERSITEIT EN DE ROA	40
4.4.2	DIVERSITEIT EN DE ROE	41
4.4.3	DIVERSITEIT EN DE TOBIN'S Q.....	43
4.4.4	CONCLUSIE.....	44
4.5	DIVERSITEIT EN DE MONITORINGFUNCTIE VAN DE RAAD VAN BESTUUR.....	45
4.5.1	DIVERSITEIT EN BOARD MONITORING (1).....	45
4.5.2	DIVERSITEIT EN BOARD MONITORING (2).....	46
4.5.3	CONCLUSIE.....	48
5	DISCUSSIE EN CONCLUSIE.....	51
5.1	CONCLUSIE	51
5.1.1	THEORETISCHE IMPLICATIES	51
5.1.2	PRAKTISCHE IMPLICATIES	53
5.2	BEPERKINGEN EN VERDER ONDERZOEK	54
	LIJST VAN GERAADPLEEGDE WERKEN	55
	BIJLAGEN	63

Lijst met tabellen

Tabel 1: categorische board monitoring	28
Tabel 2: paired samples test.....	34
Tabel 3: beschrijvende statistieken.....	36
Tabel 4: correlatietabel.....	39
Tabel 5: regressiemodellen ROA.....	40
Tabel 6: regressiemodellen ROE.....	42
Tabel 7: regressiemodellen TOBIN.....	43
Tabel 8: regressiemodellen BM_zscore.....	45
Tabel 9: regressiemodellen BM_categorisch.....	47

Lijst met grafieken

Grafiek 1: gemiddeld percentage vrouwen in de raad van bestuur.....	33
---	----

1 Inleiding

1.1 Praktische en theoretische relevantie

Behoorlijk en deugdelijk bestuur is van essentieel belang voor iedere onderneming. Dit is gebleken uit enkele schandalen die de wereld in zijn greep had in de beginjaren van de 21^e eeuw. Enkele voorbeelden hiervan zijn Enron en WorldCom, waarbij de raad van bestuur een belangrijke invloed had in de falen van deze ondernemingen (Warner, 2012). Ook in België vond een groot boekhoudschandaal plaats bij Lernout en Hauspie. Deze schandalen vormden de voedingsbodem voor wat zich vandaag wereldwijd vertaalt in richtlijnen met betrekking tot Corporate Governance of deugdelijk bestuur.

Een eenduidige definitie voor Corporate Governance bestaat niet. Wel is er overal een bepalende factor die terugkomt, namelijk de scheiding tussen eigendom en controle van de onderneming. Een eenvoudige vertaling van corporate governance kan gevonden worden als zijnde het behoorlijk en deugdelijk bestuur van een onderneming. Wanneer we definities van corporate governance in een ruimere zin gaan bekijken, wordt de focus meer verlegd op de bescherming van stakeholders van de onderneming (Shleifer & Vishny, 1997). Onder stakeholders verstaan we de aandeelhouders, leveranciers, klanten, werknemers en andere partijen waarmee de onderneming contact heeft (Tirole, 2001).

Wanneer de term Corporate Governance aangesneden wordt, kan men onmiddellijk de link leggen met het debat dat hieromtrent opgestart is. Omdat bedrijven vaak geneigd zijn hun prestaties te verbloemen en te gunstig voor te stellen naar de externe omgeving van de onderneming, zijn in het verleden maatregelen genomen om hieraan een eind te maken (Kramer, Konrad, & Erkut, 2006). In 2004 werd de code Lippens opgericht, deze geldt voor de beursgenoteerde ondernemingen en in 2006 volgde de code Buysse voor de niet-beursgenoteerde ondernemingen. Deze werden nadien vernoemd tot code Daems en code Buysse II respectievelijk. In 2009 werd de corporate governance code voor beursgenoteerde bedrijven omgedoopt tot de code 2009 (Corporate Governance Committee, 2009). Ook in de Verenigde Staten leidde corporate governance tot een implementatie van de welbekende Sarbanes-Oxley Act in 2002.

Wanneer we in de Belgische context kijken naar corporate governance, springt een opvallend principe in het oog. Zo moeten beursgenoteerde ondernemingen naar Belgisch recht de richtlijnen opgelegd door de commissie corporate governance toepassen, zoniet moeten ze gefundeerd argumenteren waarom deze niet gevolgd werden. Dit wordt ondergebracht onder het comply-or-explain principe (Corporate Governance Committee, 2009). De corporate governance structuur die de onderneming zal hanteren, moet vertaald worden in de doelstellingen van de onderneming. Hierbij moet aandacht besteed worden aan het belang van de vennootschap, de aandeelhouders en de andere stakeholders. Wanneer het gaat over het deugdelijk bestuur van een onderneming, heeft men het over de werking van de raad van bestuur. Deze raad vormt het voornaamste beslissingsorgaan binnen een

onderneming. Ze staat onder andere in voor het maken van zowel strategische als financiële beslissingen (Adams, Hermalin, & Weisbach, 2010). Ze bepalen dus voor een groot deel de koers die de onderneming zal varen. In België worden ondernemingen onderworpen aan een One-Tier structuur. Hierbij bestaat de taak van de raad van bestuur eruit het management te controleren. Dit is verschillend met de Two-Tier structuur waarbij naast een raad van bestuur ook een toezichtsraad wordt aangesteld die controle uitoefent op de raad van bestuur (Aluchna, 2013). Een raad van bestuur die samengesteld is volgens de One-Tier structuur beschikt over zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders. Deze uitvoerende bestuurders behoren tot het managementteam en leiden de onderneming. De taken van de niet-uitvoerende bestuurders zijn voornamelijk het monitoren en dus controleren van het managementteam (Dehaene, Vuyst, & Ooghe, 2001). Zo vervult de raad van bestuur een dubbele rol: enerzijds moet ze ondernemerschap ondersteunen en anderzijds moet ze ook doeltreffend controle verrichten en toezicht uitoefenen. Deze controlerende rol neemt ze op om de belangen van de aandeelhouders te beschermen tegen het eigenbelang van het aangestelde management (Jensen & Meckling, 1976).

Om deze controletaken beter uit te voeren zouden er niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur moeten zetelen. Uit een advies van de Europese Commissie, daterend van 2012 wordt er ingezet op de bestrijding van ongelijkheid tussen mannen en vrouwen in bestuursfuncties. Zo moeten de niet-uitvoerende bestuursleden van beursgenoteerde ondernemingen uit minstens 40% van het ondergerepresenteerde geslacht bestaan. Dit advies komt er naar aanleiding van het Europees Women's Charter waarbij gedoeld wordt op meer vertegenwoordiging van vrouwen in het bedrijfsleven. In België worden beursgenoteerde ondernemingen verplicht ten minste één derde van de leden van de raad van bestuur uit het ondervertegenwoordigde geslacht te laten bestaan (Art. 518bis W. Venn). Deze wettelijke bepaling samen met de corporate governance wetgeving heeft bijgedragen tot een versterkt debat omtrent diversiteit in de raad van bestuur. Zo luidt de aanbeveling van de corporate governance code 2009 dat de samenstelling van de raad van bestuur gebeurt op basis van genderdiversiteit (Europese Commissie, 2013).

Uit onderzoek van dezelfde Europese Commissie die het advies in 2012 gegeven heeft, blijkt dat er een gestage vooruitgang is wat betreft genderdiversiteit in de raden van bestuur van beursgenoteerde ondernemingen. Zo merken we dat in België een stijging heeft plaatsgevonden van 12,9% in 2012 tot 27% in 2016 (Europese Commissie, 2016) De Scandinavische landen scoren hierbij verrassend beter wat betreft genderdiversiteit. Zo steeg in Zweden de diversiteit in raden van bestuur van 26% in 2012 naar 36% in 2016, een stijging van 10% (Europese Commissie, 2016).

Het belang van diversiteit in de raad van bestuur wordt duidelijk wanneer we de hoofdtaak van deze raad bestuderen, namelijk het evalueren van en gericht controle uitoefenen op het aangestelde management (Hung, 1998). Uit diverse onderzoeksrapporten, waaronder het Higgs Report UK (2003), blijkt dat genderdiversiteit leidt tot een betere efficiëntie in de raad van bestuur. Dit resultaat wordt versterkt door het onderzoek van Hillman en Dalziel (2003) waaruit blijkt dat een homogeen samengestelde raad van bestuur een negatieve impact heeft op de monitoringfunctie van deze raad. Uit voorgaand onderzoek van Arfken, Bellar en Helms (2004) blijkt dat genderdiversiteit in de raad van bestuur opportuniteiten met zich meebrengt en kan leiden tot betere prestaties ervan. Een

grotere mate van genderdiversiteit kan verschillende perspectieven tegenover elkaar plaatsen, waardoor minder conventionele beslissingen eenvoudiger genomen worden en het zorgt er onder meer voor dat er een grotere onafhankelijkheid ontstaat in de raad van bestuur (Anderson, Reeb, Upadhyay, & Zhao, 2011). Deze onafhankelijkheid zorgt er verder ook voor dat ze haar monitoringfunctie beter kan toepassen (Adams & Ferreira, 2009). Maar diversiteit blijkt een tweesnijdend zwaard te zijn, zo zijn er ook nadelen verbonden aan diversiteit in de raad van bestuur. Zo blijkt dat meer heterogene groepen moeilijker tot een consensus komen en hiervoor meer tijd en moeite nodig was. Er bleek ook meer gevaar te zijn voor conflicten en moeilijkheden in communicatie (Knight et al., 1999).

Uit deze onderzoeken komen vaak conclusies voort die geen eenduidig uitsluitsel geven. Zo vinden Erhardt et al. (2003) dat diversiteit in raden van bestuur positief gecorreleerd is met de financiële prestaties van de onderneming. Onderzoek van Hermalin en Weisbach (1991) toont dan weer aan dat er geen link bestaat tussen diversiteit in de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Verder vinden Adams en Ferreira (2009) een negatieve relatie tussen diversiteit en de prestaties van de onderneming. Er bestaan hierdoor in de academische literatuur dus veel tegenstrijdige conclusies.

Een mogelijke verklaring hiervoor is dat er in de verschillende onderzoeken vaak niet dezelfde context gehanteerd wordt. De onderzoeken vonden over het algemeen vaak plaats in een Anglosaxische context, waar gebruik gemaakt wordt van een verschillend rechtssysteem. Zo hanteert een Anglosaxische context een common law systeem terwijl in continentaal Europa een civil law systeem gehanteerd wordt (Campbell & Minguez-Vera, 2008). Verder wordt in de Amerikaanse context de agency theory sterker naar voren geschoven dan in continentaal Europa, wat een mogelijke verklaring kan geven in de verschillende conclusies. Volgens Adams, De Haan, Terjesen en Van Ees (2015) is een mogelijke reden voor de strijdige conclusies te vinden in de verschillen in studies en de maatstaven waarmee de prestaties gemeten worden, het verschil in tijdshorizon en gebruikte methodologie. Verder is onderzoek naar diversiteit en het effect ervan op bedrijfsprestaties in de Europese context niet zo uitgebreid onderzocht geweest in vergelijking met de Amerikaanse context. Een van de Europese onderzoeken is dat van McKinsey en Company (2010) waaruit blijkt dat raden van bestuur van Europese bedrijven met vrouwelijke vertegenwoordiging betere financiële cijfers behalen. Een belangrijk detail is dat België niet opgenomen werd in deze studie, waardoor het interessant lijkt om in deze masterproef een onderzoek te voeren naar de Belgische context. Leidt diversiteit effectief tot betere financiële prestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen of bestaat er een omgekeerde relatie waarin goed presterende bedrijven bijvoorbeeld meer vrouwen in hun raad van bestuur toelaten? Is een verbeterde financiële situatie voornamelijk te wijten aan de wettelijke implicaties omtrent diversiteit of spelen andere kenmerken een rol? Deze vragen leiden ons tot de centrale onderzoeksvraag van deze masterproef.

1.2 Centrale onderzoeksvraag

Het onderzoek dat uitgevoerd zal worden bestaat uit twee delen. Enerzijds wordt er een theoretisch kader geschetst waarin de raad van bestuur besproken wordt, maar waarin ook de link gelegd wordt met het begrip corporate governance. In het literatuuronderzoek wordt ook een verdiepend onderzoek gevoerd naar het begrip diversiteit en de toepassing ervan in de verschillende segmenten van de raad van bestuur. In deze masterproef wordt de waarde van diversiteit in raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen onderzocht. De focus van deze masterproef is een antwoord bieden op de volgende centrale onderzoeksvraag:

"Leidt diversiteit in de raad van bestuur tot betere prestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?"

Uiteraard is diversiteit in zijn algemene vorm zeer omvangrijk. Daarom zal in deze masterproef rekening gehouden worden met de volgende aspecten van diversiteit: geslacht, leeftijd en nationaliteit. De reden om te kiezen voor deze drie kenmerken van diversiteit is omdat het geslacht in veel voorgaande onderzoeken de centrale drijfveer was en hieromtrent diverse wetgeving opgesteld is. Verder vormen de leeftijd en de nationaliteit, samen met het geslacht van de bestuurder de voornaamste demografische kenmerken van diversiteit (Johnson, Schnatterly, & Hill, 2013). In de eerste deelvraag zal de evolutie van diversiteit in de raad van bestuur centraal staan.

Deelvraag 1: *"Is er een evolutie van genderdiversiteit in de raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen over de laatste vijf jaar?"*

Onder de eerste deelvraag wordt de samenstelling van de raad van bestuur over een periode van vijf jaar geanalyseerd. Hierbij wordt gewerkt met de data beschikbaar van 2011-2015 van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Een antwoord vinden op deze deelvraag kan belangrijke inzichten verwerven in de samenstelling van de raad van bestuur en de evolutie van deze samenstelling. Met de resultaten bekomen onder deze deelvraag kan ook nagegaan worden of het wetgevend kader ook effectief een invloed gehad heeft op de samenstelling van de raad van bestuur. Onder deze deelvraag zal dus onderzocht worden of aan de wettelijke vereisten voldaan is, met name dat minstens één derde van de bestuurders van het ondergerepresenteerde geslacht is. Welke impact het heeft op de prestaties van de onderneming komt aan bod in de volgende deelvraag.

Deelvraag 2: *"Heeft de leeftijd, het geslacht en de nationaliteit van een bestuurder een impact op de financiële resultaten van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?"*

Onder deze deelvraag zal dieper ingegaan worden op de leeftijd, het geslacht en de nationaliteit van de bestuurders. Aangezien er in dit onderzoek gefocust wordt op Belgische beursgenoteerde ondernemingen is de wetgeving rond diversiteit in de raad van bestuur niet onbelangrijk. Een antwoord vinden op deze deelvraag is van belang om tot een antwoord te komen op de centrale onderzoeksvraag. Dit omdat wanneer het gaat over de prestaties van ondernemingen vaak de link

wordt gelegd met de financiële gezondheid van de onderneming. Dit is de reden waarom onder deze deelvraag het verband tussen geslacht, leeftijd en nationaliteit enerzijds en de financiële prestaties anderzijds centraal staat.

Deelvraag 3: *"Heeft de leeftijd, het geslacht en de nationaliteit van een bestuurder een impact op de monitoringfunctie van de raad van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?"*

Een variabele om de monitoringfunctie te meten is de mate van onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Wanneer een raad van bestuur is samengesteld uit onafhankelijke, externe bestuurders zal de monitoringfunctie beter uitgevoerd worden, omdat ze minder afhankelijk zijn van het management van de onderneming (Fama, 1980). Maar het nadeel bij externe bestuurders is dat ze over minder informatie beschikken dan interne bestuurders (Jensen, 1993). Verder kan het aantal samenkomsten van de raad van bestuur ook als maatstaf aangewend worden. Wanneer de raad van bestuur vaker samenkomt en dus meer betrokken is met de werking van de onderneming, kan de monitoringfunctie beter uitgeoefend worden (Ararat, Aksu, & Cetin, 2015; Carter et al., 2010). Een andere maatstaf die gebruikt kan worden is het aantal bestuurscomités die opgericht zijn, alsook de auditkwaliteit. De auditkwaliteit kan gemeten worden aan de hand van het soort van auditkantoor dat aangesteld wordt. In het onderzoek van Ararat, Aksu en Cetin (2015) gaan ze ervan uit dat wanneer raden van bestuur hun monitoringfunctie beter uitoefenen ze sneller geneigd zijn een Big 4 auditkantoor aan te stellen. Ook deze deelvraag is belangrijk in het beantwoorden van de centrale onderzoeksvraag. Niet enkel financiële prestaties moeten in overweging genomen worden wanneer we deze vraag beantwoorden, ook andere prestaties zoals de monitoringfunctie is hierbij van belang. Een goede prestatie van de raad van bestuur is gelinkt met een goede monitoringfunctie van deze raad. Dit om zo de belangen van de aandeelhouders te beschermen (Hung, 1998).

1.3 Kadering van het onderzoek

In deze masterproef zal een onderzoek gedaan worden naar diversiteit in de raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Om de verandering in diversiteit te onderzoeken zal nagegaan worden of de raad van bestuur de wettelijke vereisten naleeft. Voor diversiteit op basis van geslacht zijn immers wettelijke reglementeringen opgenomen, namelijk vertegenwoordiging in de raad van bestuur van minstens één derde van het ondergerepresenteerde geslacht. Niet enkel het geslacht, maar ook de leeftijd en de nationaliteit en hun impact op de financiële prestaties zullen geanalyseerd worden.

Hierna wordt er bekeken hoe de leeftijd, het geslacht en de nationaliteit een invloed kunnen hebben op de monitoringfunctie van de raad van bestuur. Hierbij zullen de gegevens bekomen uit de eerste deelvraag gebruikt worden.

Om te eindigen zal nagegaan worden of er een duidelijke samenstellingsverandering van de raad van bestuur heeft plaatsgevonden doorheen de jaren, waarbij gefocust wordt op de periode 2011 tot

en met 2015. Er zal hierbij de link gelegd worden met de wettelijke implicaties in verband met de samenstellingscriteria opgelegd door de wetgevende instanties. Om deze deelvragen te beantwoorden zal gebruik gemaakt worden van de gegevens van de Belgische beursgenoteerde bedrijven, dewelke genoteerd staan op de Euronext in Brussel.

1.4 Verantwoording onderzoeksmethoden

Om een antwoord te vinden op deze centrale onderzoeksvraag zal gewerkt worden door middel van een tweedelig onderzoek. Om te beginnen wordt er een literatuurstudie uitgevoerd om een theoretisch kader te schetsen. Hierna zal aan de hand van een empirisch onderzoek een besluit gevormd worden.

In de literatuurstudie zal een onderzoek gevoerd worden naar diversiteit enerzijds en de raad van bestuur anderzijds. Hierbij zal gebruik gemaakt worden van de nodige wetenschappelijke literatuur alsook zullen de wettelijke regelgevingen hierbij niet onbelangrijk zijn. Deze literatuurstudie gebeurt op basis van secundaire informatie. Hieronder verstaan we reeds beschikbare wetenschappelijke artikels en de nodige wetsartikels en boeken. Deze informatie vinden we door gebruik te maken van de zoekmachines EBSCOhost en Econlit. Voor de wetsartikels wordt de website van de Federale Overheidsdienst Justitie gebruikt. De boeken worden zowel elektronisch als via de bibliotheek opgevraagd. In de literatuurstudie wordt een exploratief onderzoek gevoerd naar diversiteit enerzijds en de raad van bestuur anderzijds. In de literatuurstudie zullen hypothesen opgesteld worden die nuttig kunnen zijn in het beantwoorden van de deelvragen als onderdeel van de centrale onderzoeksvraag. De nodige variabelen die gebruikt worden in het opstellen van de hypothesen worden onmiddellijk verduidelijkt in de gevoerde literatuurstudie.

In het empirisch gedeelte van het onderzoek zal aan de hand van jaarverslagen nuttige informatie vergaard worden om de onderzoeksvraag te bestuderen. Onder nuttige informatie verstaan we de naam, de leeftijd, het geslacht van de bestuurders. Verdere informatie zal met behulp van professionele netwerksites zoals LinkedIn opgevraagd worden. Verder zal ook informatie met betrekking tot de werking van de raad van bestuur opgenomen worden. Hieronder verstaan we onder meer het aantal vergaderingen van de raad van bestuur, het aantal bestuurscomités binnen de onderneming, het aantal onafhankelijke bestuurders en de auditkwaliteit. In dit empirisch gedeelte zullen de hypothesen, opgesteld in het literatuuronderzoek, getoetst worden aan de informatie verkregen uit de jaarverslagen om zo tot een conclusie te komen.

De meeste informatie zal bekomen worden door te werken met de Belfirst databank van het bureau van Dijk. De jaarverslagen van 2015 zullen hierbij geanalyseerd worden. Verder in het onderzoek zal ook een vijfjarige evolutie besproken worden met betrekking tot de diversiteit in de raad van bestuur. Hiervoor zullen de jaarverslagen van 2011 tot en met 2015 doorgelicht worden.

1.5 Structuur en verdere indeling van het onderzoek

Het onderzoek bestaat uit een theoretisch en empirisch gedeelte. In het volgende hoofdstuk wordt het theoretische kader geschetst, waarin de diversiteit en de raad van bestuur centraal staan. In hoofdstuk drie wordt de onderzoeksmethodologie uit de doeken gedaan, waarna in hoofdstuk vier de resultaten van het onderzoek besproken worden en een analyse zal voorzien worden. Tot slot worden de resultaten van het onderzoek geïnterpreteerd ten aanzien van de gestelde onderzoeksvragen en zullen conclusies geformuleerd worden. Eindigen doen we met implicaties, beperkingen en suggesties voor toekomstig onderzoek.

2 Literatuurstudie

In dit hoofdstuk worden de aspecten van diversiteit, zijnde geslacht, leeftijd en nationaliteit uitgebreid besproken aan de hand van reeds gevoerde onderzoeken. Nadien wordt een literatuurstudie gevoerd naar de raad van bestuur en de werking ervan. Hierbij wordt de functie van de raad van bestuur toegelicht aan de hand van de agency theorie, waarna het begrip monitoring uitgebreid behandeld wordt. In de literatuurstudie worden hypothesen opgesteld die beantwoord worden in hoofdstuk 4 aan de hand van een empirisch onderzoek om zo een antwoord te bieden op de centrale onderzoeksvraag en deelvragen, zoals voorgesteld in het voorgaande hoofdstuk.

2.1 Raad van bestuur

In dit segment van de literatuurstudie zal een onderzoek gevoerd worden naar de raad van bestuur. Meer specifiek zal ingegaan worden op de belangrijkste rol die ze vervullen binnen de onderneming volgens de agency theorie. Deze rol die ze vervult binnen de onderneming zal gestaafd worden aan de hand van de agency theorie. Om te eindigen zal ook de samenstelling van de raad van bestuur besproken worden, waarna verwezen wordt naar het wettelijk kader van toepassing in België. Ook de proxies van monitoring komen kort aan bod, omdat hierop in het empirisch onderzoek sterk gefocust zal worden.

2.1.1 Algemeen

De raad van bestuur is in de Belgische context een collegiaal orgaan dat een gezamenlijke beslissingsbevoegdheid heeft (Art. 521 W. Venn). De raad van bestuur staat in voor het maken van zowel strategische als financiële beslissingen (Adams et al., 2010). Hierdoor bepalen ze voor een groot deel de koers die de onderneming zal varen. Het centrale idee in het bestuur van een onderneming is de scheiding tussen eigendom en controle. Zo zijn de aandeelhouders van een onderneming de eigenaars en een managementteam staat in voor de dagelijkse leiding van de onderneming. De controle wordt verricht door de raad van bestuur, zij vormen het belangrijkste interne controlesysteem van de onderneming (Fama & Jensen, 1983). In de Belgische context wordt gebruik gemaakt van het Angelsaksische one tier structuur. Dit betekent dat een raad van bestuur wordt samengesteld met het oog op een efficiënte controle van het managementteam dat instaat voor het dagelijkse bestuur van de onderneming. Dit is verschillend met landen waar een two-tier structuur gehanteerd wordt, waarbij de raad van bestuur wordt bijgestaan door een toezichtsraad die de controletaken voor haar rekening neemt (Aluchna, 2013). In het one-tier model bestaat de samenstelling van de raad van bestuur uit zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders, waarbij de uitvoerende bestuurders deel uitmaken van het managementteam van de onderneming. De taken van de uitvoerende bestuurders zijn voornamelijk het monitoren van het managementteam (Dehaene et al., 2001). Verder dient de raad van bestuur verantwoording af te leggen aan de algemene vergadering van aandeelhouders.

De bevoegdheden van de raad van bestuur worden bepaald door artikel 522 van het Wetboek Vennootschappen:

"de raad van bestuur is bevoegd om al de handelingen te verrichten die nodig of dienstig zijn tot verwezenlijking van het doel van de vennootschap, behoudens deze waarvoor volgens de wet alleen de algemene vergadering bevoegd is."

Deze bevoegdheden bestaan volgens Forbes en Miliken (1999) in het beschermen van de aandeelhouders tegen het eigenbelang van het management. Deze eerste taak of rol van de raad van bestuur kan ondergebracht worden in de agency theorie van Fama en Jensen (1983). De monitoringfunctie is overigens de belangrijkste taak waarmee de raad van bestuur belast is. Zo verklaart de agency theorie dat het controleren van de managers of agenten noodzakelijk is om de belangen van de aandeelhouders te beschermen tegen het eigenbelang van het aangestelde management (Jensen & Meckling, 1976). De uitdaging voor het bestuur in de organisaties is het vinden van een evenwicht tussen de vrijheid van handelen van managers en de verantwoording die ze moeten afleggen aan de aandeelhouders (Stiles & Taylor, 2001).

Een tweede rol van de raad van bestuur is het voorzien van resources en middelen (Hillman & Dalziel, 2003). Dit standpunt werd uitgebreid onderzocht door Pfeffer en Salancik (1978). De theoretische onderbouw ontstaat uit de resource dependency theorie, waarbij gefocust wordt op het aanbrengen van resources naar de onderneming onder de vorm van ervaring, kennis en legitimiteit (Pfeffer & Salancik, 1978). Hieruit volgt dat de raad van bestuur een tweeledige taak heeft: enerzijds efficiënte en doelgerichte controle uitoefenen op het management en anderzijds een netwerk opbouwen, een bijdrage leveren aan de kennis van de onderneming en deze onderneming vertegenwoordigen naar de buitenwereld toe. In dit onderzoek zal worden stilgestaan bij deze eerste taak, aangezien monitoring van het management hierin een centrale rol speelt.

2.1.2 Agency theorie

De agency theorie van Fama en Jensen (1983) is de vaakste voorkomende theorie in de literatuur naar de raad van bestuur. Hierbij wordt er sterk ingespeeld op de monitoringfunctie van het management. Deze agency theorie stelt dat er belangenconflicten kunnen optreden tussen de aandeelhouders van de onderneming en het aangestelde management. Wanneer dit het geval is, kunnen er zich principaal-agent problemen voordoen, waarbij de aandeelhouder wordt beschouwd als de principaal en de managers als agenten. In de agency theorie stellen Fama en Jensen (1983) dat managers vaak het eigenbelang zullen nastreven zonder rekening te houden met de belangen van de aandeelhouders. Wanneer dit zich voordoet, is er sprake van opportunistisch gedrag van de managers. De taak van de raad van bestuur bestaat erin om dit opportunistisch gedrag te reduceren, door doeltreffend controle uit te oefenen op het aangestelde management (Jensen & Meckling, 1976). De agency theorie omvat de controlerende of monitorende rol van de raad van bestuur, waarbij deze als controle-instrument het gedrag van het aangestelde management moet evalueren en bijsturen waar nodig (Hung, 1998). Er vindt dus een scheiding tussen eigendom en controle plaats, waarbij

de eigendom bij de aandeelhouders ligt en de controle bij het management. Een andere oorzaak van het agencyprobleem kan gevonden worden in het voorkomen van asymmetrische informatie. De managers beschikken veelal over meer en betere informatie met betrekking tot de werkelijke toestand van de onderneming dan de aandeelhouders. Eisenhardt (1989) argumenteert zo dat net omwille van dit probleem van informatieasymmetrie de aandeelhouders niet voldoende efficiënte controle kunnen uitoefenen op de managers van de onderneming. In deze visie is het van belang dat de raad van bestuur als een onafhankelijk orgaan kan optreden om een efficiënte controle te verrichten op het aangestelde management en zo de belangen van de aandeelhouders te behartigen.

Een argument dat hier aangehaald kan worden is dat van diversiteit. Diversiteit leidt tot een meer onafhankelijke raad van bestuur, omdat een raad bestaande uit meer diverse leden vaker leidt tot een meer kritische vraagstelling, dan in een raad van bestuur bestaande uit leden met een meer traditionele achtergrond (Carter, Simkins, & Simpson, 2003). Volgens onderzoek van Carter leidt een meer onafhankelijke raad van bestuur overigens tot betere monitoring en controle. De agency theorie is overigens ook een sterke voorstander van de invoering van niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur, omdat deze een grotere objectiviteit en onafhankelijkheid aan de dag leggen, wanneer het gaat over de beoordeling en het opleggen van prestatieaanspraken van het managementteam (Jensen & Meckling, 1976). Ook kunnen de belangen van de aandeelhouders en managers op dezelfde lijn gelegd worden door te werken met incentives. Wanneer men bijvoorbeeld managers beloont aan de hand van een variabel beloningspakket bestaande uit aandelenkapitaal, dan zullen de belangen van aandeelhouders en managers op dezelfde lijn liggen.

Verder wordt de monitoringfunctie van de raad van bestuur besproken. Deze functie neemt een centrale rol aan in de agency theorie. Uit diverse onderzoeken, zoals dat van Ararat, Aksu en Cetin (2015) blijkt dat bepaalde factoren een invloed hebben op de monitoringfunctie van de raad van bestuur. Zo zal het al dan niet aanwezig zijn van onafhankelijke, externe bestuurders een zekere invloed hebben op de kwaliteit van controleuitoefening van de raad van bestuur (Fama, 1980). Ook het aantal samenkomsten van de raad van bestuur heeft een invloed op de uitoefening van de controletaken van het bestuursorgaan. Maar ook het aantal opgerichte bestuurscomités en de auditkwaliteit spelen een belangrijke rol in de monitoringfunctie van de raad van bestuur (Ararat et al., 2015; Carter et al., 2010). In het onderzoek zal een duidelijke scheiding zijn tussen het effect van diversiteit in de raad van bestuur op de financiële prestaties enerzijds en het effect van diversiteit in de raad van bestuur op de mate van monitoring anderzijds. De voorgaande aspecten zullen in het empirisch onderzoek gebruikt worden als proxies voor de kwaliteit van monitoring.

2.1.3 Proxies van monitoring

In het onderzoek van Ararat, Aksu en Cetin (2015) en Carter, D'Souza, Simkins en Simpson (2010) werd gebruik gemaakt van enkele proxies om de mate van monitoring te onderzoeken, zoals reeds kort aangehaald. De proxies waarvan zij in hun studie gebruik maken, zullen ook in deze studie gebruikt worden. De vier proxies waarmee hier gewerkt wordt, zijn: het aantal samenkomsten, het aantal onafhankelijke bestuurders, het aantal bestuurscomités en de auditkwaliteit.

(i) Samenkomsten van de raad van bestuur

Het aantal samenkomsten van de raad van bestuur heeft een positieve invloed te hebben op de monitoringkwaliteit van de raad van bestuur, dit blijkt uit voorgaand onderzoek. Zo wordt het aantal samenkomsten van de raad van bestuur gebruikt om de monitoringkwaliteit te meten (Raghunandan & Rama, 2007). Voorgaand onderzoek vindt dat hoe vaker deze bestuursorganen samenkomen, hoe minder financiële problemen optreden en hoe beter de externe auditkwaliteit is (DeZoort, Hermanson, Archambeault, & Reed, 2002). Dit lijkt ook intuïtief logisch, aangezien op meerdere samenkomsten meer besproken kan worden en financiële rapporteringsproblemen vermeden kunnen worden.

(ii) Auditkwaliteit

De externe auditkwaliteit wordt voor een groot deel bepaald door de aanstelling van een auditkantoor. In het verleden is uit diverse onderzoeken gebleken dat de aanstelling van een Big 4 auditkantoor de auditkwaliteit verhoogt. De reden hiervoor is omdat raden van bestuur die een betere monitoringsfunctie nastreven sneller geneigd zijn een Big 4 auditkantoor aan te stellen. Ook een hogere auditkwaliteit is gelinkt met een verminderde kans op een foutieve financiële verslaggeving (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1996). Onderzoek van Knechel en Willekens (2006) beargumenteert dat de aanstelling van een Big-4 auditkantoor een substituut is voor interne monitoring.

(iii) Onafhankelijke bestuurders

In de Belgische corporate governance context wordt een richtlijn betreffende de onafhankelijke bestuurders opgenomen: *"Minstens de helft van de raad van bestuur moet uit onafhankelijke bestuurders bestaan, dewelke moeten voldoen aan de criteria opgesteld door het wetgevend orgaan, neergeschreven in artikel 526ter van het Wetboek Vennootschappen."* Deze onafhankelijke bestuurder mag geen enkele taak van uitvoerend bestuurslid ter harte nemen. Ze zijn dan ook volledig onafhankelijk van de aandeelhouders en het management en ze hebben geen enkele betekenisvolle zakelijke relatie met de onderneming of hebben geen betekenisvolle zakelijke relatie gehad met de onderneming in de vijf jaren voorafgaandelijk aan hun aanstelling (Corporate Governance Committee, 2009). De reden voor de onafhankelijkheid van deze bestuurders is te vinden in de monitoringfunctie van de raad van bestuur. Deze bestuurders zullen belast zijn met de controletaken van het management. Naar deze taak wordt verwezen als zijnde de 'monitoring effect theory', omdat deze bestuurders eenvoudigweg kunnen beslissen om een incompetent CEO te ontslaan (Dionne & Triki, 2005; Klein, 2002). De taak van de onafhankelijke bestuurders bestaat er verder ook in om de raad van bestuur van al de nodige financiële en zakelijke informatie te voorzien zodat deze zijn taak efficiënt kan vervullen (Corporate Governance Committee, 2009). Door het aantrekken van externe onafhankelijke bestuurders kan de raad van bestuur nieuwe vaardigheden of expertise opdoen die gepaard gaat met de aanwerving van deze bestuurders. Deze bestuurders kunnen tevens nieuwe relaties of meer onafhankelijk advies verlenen. Door deze onafhankelijkheid van de bestuurders kunnen mogelijke agency-problemen voorkomen worden (Lievens & Lambrecht, 2010).

(iv) Bestuurscomités

Een belangrijk gegeven in de raad van bestuur van beursgenoteerde ondernemingen is de oprichting van gespecialiseerde comités. Deze comités staan in voor het analyseren van specifieke aangelegenheden en adviseren de raad van bestuur hierover (Corporate Governance Committée, 2009). Volgens de wettelijke bepalingen is iedere beursgenoteerde onderneming verplicht een auditcomité en remuneratiecomité op te richten. Bijkomend wordt er geijverd voor de oprichting van een benoemingscomité. Deze laatste zal volgens de corporate governance richtlijn instaan voor de aanduiding en benoeming van de bestuurders en voorzitter van de raad van bestuur van de onderneming. Het benoemingscomité moet belangenvermengingen voorkomen. Het remuneratiecomité staat in voor de bepaling van het salarispakket van de bestuurders en de CEO van de onderneming. Door de oprichting van een remuneratiecomité worden de belangen van de managers in lijn gebracht met deze van de aandeelhouders door gebruik te maken van een bonussysteem (Klein, 1998). De aanwezigheid van een auditcomité heeft ook een belangrijke invloed op de uitoefening van de controletaken van de raad van bestuur. Naar de oprichting van het auditcomité is in het verleden reeds uitgebreid onderzoek verricht. Zo bestaat de taak van het auditcomité erin om een doeltreffende controle te waarborgen van de financiële verslaggeving van de onderneming (Dionne & Triki, 2005). Verder blijkt volgens Klein (1998) dat de informatieasymmetrie tussen aandeelhouders en management verkleint wanneer er een auditcomité aanwezig is. De reden hiervoor is omdat de samenkomsten van het auditcomité leiden tot een snellere informatieuitwisseling tussen de partijen (Klein, 1998). Monitoring binnen het auditcomité is van belang, zeker omdat het hier de analyse van de financiële verslaggeving betreft. Daarom is het aan te raden dat in het auditcomité voornamelijk niet-uitvoerende bestuurders zetelen. Dit heeft als voordeel dat deze bestuurders minder snel tevreden zullen zijn over de weergave van de financiële verslaggeving, omdat zij er baat bij hebben dat ze hun monitoringfunctie correct uitvoeren en niet zo zeer omdat ze er een financieel voordeel bij kunnen behalen (Klein, 2002). De samenkomsten van de auditcomités worden voor een deel gestuurd door de richtlijn met betrekking tot corporate governance. Deze beveelt minstens drie samenkomsten per jaar aan (Corporate Governance Committée, 2009). Uit onderzoek blijkt dat auditcomités die geregeld samenkomen, leiden tot een betere informatieuitwisseling en sneller kunnen anticiperen op eventuele processen (Abbott, Parker, & Peters, 2004).

2.1.4 Wettelijk kader

Het wettelijk kader waarin de raad van bestuur opereert, wordt bepaald door het Wetboek vennootschappen. Enkele van deze wetten worden onderbouwd door regelgevingen met betrekking tot corporate governance of deugdelijk bestuur. Deze regelgevingen kwamen er naar aanleiding van enkele schandalen die de wereld gekend heeft in het begin van het nieuwe millennium. Naar aanleiding van deze schandalen, ebde het vertrouwen in de financiële verslaggeving langzaam weg. Als reactie hierop ontstond in de Verenigde Staten de Sarbanes-Oxley Act (SOX). In België vertaalde dit zich stevast in richtlijnen rond corporate governance. Voor beursgenoteerde bedrijven werden deze richtlijnen omvat in de code Lippens/Daems. Voor de niet-beursgenoteerde bedrijven werden ze gebundeld in de code Buysse, later hernoemd naar de code Buysse II. Op heden is deze code

gewijzigd naar de code Buysse III¹. Momenteel zijn deze codes vervat in de corporate governance code 2009. Deze code omvat zowel richtlijnen met betrekking tot beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde ondernemingen. In deze studie focussen we ons enkel op de eerste.

Het begrip corporate governance vindt nergens een eenduidige definitie. De meest onderbouwde en meest gebruikte definitie door internationale instellingen zoals het Internationaal Monetair fonds en de Wereldbank is die van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO):

"Corporate governance is een sleutelement in het verbeteren van zowel economische efficiëntie en groei als het verbeteren van het vertrouwen van investeerders. Corporate governance impliceert een sterke relatie tussen het management, de raad van bestuur, de aandeelhouders en de overige stakeholders. Corporate governance voorziet ook in de grote lijnen waarin de doelstellingen van de onderneming in worden opgenomen, hoe deze doelstellingen bereikt zullen worden en de mate van toezicht op de prestaties. Goede corporate governance moet het management en de raad van bestuur stimuleren om doelen te bereiken die een meerwaarde bieden voor de onderneming en de aandeelhouders, alsook moet het efficiënte controle vergemakkelijken." (OECD, 2004)

Uit de definitie die de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling ons voorziet komen enkele interessante aspecten naar voren die ook in de agency theorie aangehaald worden. Zo is een goede samenwerking tussen de verschillende organen van de vennootschap van cruciaal belang voor een goede werking ervan. Alsook de efficiënte controle van de raad van bestuur op het management van de onderneming neemt hier een centrale rol in. Ook de relatie die de onderneming met verschillende stakeholders heeft biedt een meerwaarde en is van belang voor een goede werking van de organisatie.

Ook de samenstelling van de raad van bestuur wordt wettelijk geregeld. Zo is er in de corporate governance code (2009) een richtlijn opgenomen met betrekking tot de samenstelling van de raad van bestuur: *'De raad van bestuur is klein genoeg met het oog op een efficiënte besluitvorming. De raad van bestuur is groot genoeg opdat zijn leden ervaring en kennis uit diverse domeinen kunnen bijdragen en opdat wijzigingen in de samenstelling van de raad van bestuur ongehinderd kunnen worden opgevangen.'* Deze richtlijn opent stof tot discussie, want welke grootte van de raad van bestuur voldoet nu net aan deze criteria. In het onderzoek van Zahra en Pearce (1989) pleiten ze voor een onderscheid in het aantal bestuurders, de verdeling tussen afhankelijke en onafhankelijke bestuurders en de toevoeging van minderheidsgroepen in de raden van bestuur. In de literatuur bestaat er weinig éénduidigheid betreffende hoeveel bestuurders nu optimaal zijn in het besturen van een onderneming. Volgens Coles, Daniel en Naveen (2008) zouden het aantal bestuurders aangepast moeten worden aan de omstandigheden waarin de onderneming opereert. Het onderzoek van Lipton en Lorsch (1992) toont aan dat een raad van bestuur bestaande uit 7 à 8 bestuurders het meest optimaal zou zijn. Wanneer in een raad van bestuur te weinig bestuurders zetelen mist deze

¹ www.codebuysse.com

de nodige diversiteit en capaciteit om goed te besturen. Wanneer de raad van bestuur te groot wordt, zal de beslissingsvorming veel moeizamer verlopen.

De samenstelling van de raad van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen wordt wettelijk geregeld, maar ook de aanwezigheid van vrouwelijke bestuurders hierin wordt door de wet nauwlettend in de gaten gehouden. Uit het Wetboek vennootschappen, artikel 518bis volgt:

"In vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de verhandeling op een gereguleerde markt is ten minste één derde van de leden van de raad van bestuur van een ander geslacht dan dat van de overige leden. Voor de toepassing van deze bepaling wordt het vereiste minimumaantal van die leden van een ander geslacht afgerond naar het dichtstbijzijnde gehele getal."

Dit artikel werd door een wetswijziging in 2011 in het leven geroepen. Dit om discriminatie tegen te gaan en meer vrouwelijke bestuursleden in de raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen te laten zetelen. De wetswijziging in België kwam er nadat in de Scandinavische landen reeds een quota vooropgesteld werd. Het is in dit onderzoek dan ook interessant om een overzicht te bieden of dit quota in België ook in werkelijkheid nageleefd wordt. Er zal dan ook een studie verricht worden naar de verandering in samenstelling van de raad van bestuur. De verwachting is dat er een duidelijke verschuiving plaatsgrijpt van het aantal vrouwelijke bestuurders in de raden van bestuur. Dit omdat er strenge sancties vasthangen aan het niet naleven van de vooropgestelde wetgeving. Verder verwachten we ook dat er niet meer vrouwelijke bestuursleden in de raden van bestuur zetelen dan de quota voorzien. Dit vertaalt zich in de volgende hypothese:

Hypothese 1: Over een periode van vijf jaar is er een stijging van het procentueel aantal vrouwelijke bestuursleden in de raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen zichtbaar.

2.2 Diversiteit in het algemeen

Diversiteit in raden van bestuur wordt in de literatuur vaak bestudeerd, maar is veelal verwarrend en moeilijk te begrijpen, voornamelijk omdat de literatuur omtrent diversiteit zelf net zo divers is (Harrison & Klein, 2007). Er wordt hierbij gefocust op verscheidene demografische variabelen van diversiteit zoals geslacht, afkomst, opleiding en achtergrond. Maar steeds vaker wordt de nadruk ook verlegd naar niet-demografische variabelen zoals gedrag, waarden, prestaties en netwerkbanden (Harrison & Klein, 2007).

Het begrip diversiteit wordt in de studie van Robinson en Dechant (1997) verklaard in termen van geslacht, leeftijd en ras. In het onderzoek van Janssen en Steyaert (2001) wordt diversiteit verklaard als zijnde 'de wijze waarop mensen van elkaar verschillen'. Later verklaren de Vries, van de Ven, Nuyens, Stark, Van Schie en Van Sloten (2005) diversiteit als zijnde 'alle aspecten waarop mensen van elkaar verschillen'. Hierbij gaat het om duidelijke waarneembare kenmerken zoals geslacht, leeftijd, afkomst en nationaliteit. Ook Van Knippenberg, De Dreu en Homan (2004) verklaren diversiteit als zijnde heterogeniteit tussen bestuursleden en deze heterogeniteit kan optreden in leeftijd, nationaliteit, religie, vaardigheden, politieke voorkeur en seksuele voorkeur. Op diverse aspecten hiervan wordt in de studie van Johnson, Schnatterly en Hill (2013) sterk de nadruk gelegd. Een volledige definitie van diversiteit kan gevonden worden in het onderzoek van Cox (2001):

"Diversiteit is de variatie van sociale en culturele identiteiten die bestaat tussen mensen die naast elkaar leven in een bepaalde omgeving of door een bepaalde marktsetting. Sociale en culturele identiteit verwijst naar de persoonlijke band die mensen hebben met bepaalde groepen, waarvan aangetoond is dat ze een significante invloed hebben op de belangrijkste ervaringen in het leven van mensen. Deze persoonlijke band kan zich vertalen in geslacht, leeftijd, nationaliteit, religie en ras." (Cox, 2001)

In de studie van Harrison en Klein (2007) wordt diversiteit omschreven als drie types. Om te beginnen kan diversiteit benaderd worden als 'separation', omdat hoe meer gelijkenissen er optreden tussen de bestuurders, hoe groter het vertrouwen in bestuurders zal zijn. Deze gelijkenissen zijn te vinden in de persoonlijke kenmerken van bestuurders, bijvoorbeeld charisma of organisatorisch leiderschap. Het heeft ook een positief effect op de samenwerking en de sociale integratie van bestuurders (Locke & Horowitz, 1990). Wanneer er minder gelijkenissen zijn tussen bestuurders zal het negatieve effecten hebben op de relaties tussen bestuurders en hierdoor zullen er meer onderlinge conflicten optreden (Tsui, Ashford, Clair, & Xin, 1995). Een tweede benadering is die van 'variety', omdat de verschillende bestuurders binnen de organisatie over verschillende kennis en kwaliteiten bezitten. Ook het verschil in achtergrond, kennis, vaardigheden en bekwaamheid van een bestuurder vallen onder deze noemer. Uit dit onderzoek volgt dat een heterogeen samengestelde groep meer zal leiden tot innovatie en creativiteit en de bestuurders zullen meer open staan voor verschillende visies en standpunten. De derde en laatste benadering van diversiteit in het onderzoek van Harrison en Klein (2007) is op basis van 'disparity'. Hierbij doelt men op de machtsverschillen

die optreden tussen de bestuurders in de raad van bestuur, waarbij het gaat om salaris, functie en macht.

Volgens verschillende managers leidt diversiteit in het algemeen tot een stijging in de efficiëntie van de onderneming, een verhoging van het moraal, meer toegang tot nieuwe marktsegmenten en het verhoogt de productiviteit. Thomas en Ely (1996) stellen in hun onderzoek dat diversiteit verder gaat dan enkel het aantrekken van verschillende identiteitsgroepen. Uiteraard is dit de eerste stap, maar volgens hun moet diversiteit begrepen worden als het aanbrengen van verschillende belangrijke en relevante informatie en perspectieven in hoe men een organisatie best kan leiden. Ze stellen dat wanneer ondernemingen meer gaan nadenken over diversiteit als zijnde de toegevoegde waarde die men creëert voor de onderneming en minder diversiteit benaderen als zijnde het uiterlijk of zichtbare kenmerken van iemand, dan zal de onderneming er makkelijker de vruchten van kunnen plukken en zal het een positieve impact hebben op de onderneming in het geheel (Thomas & Ely, 1996).

Thomas en Ely (1996) geven in hun onderzoek een uiteenzetting over de meest voorkomende modellen om diversiteit te benaderen en te begrijpen. Een eerste belangrijk model is dit van discriminatie en eerlijkheid. Hierbij wordt voornamelijk de focus gelegd op een eerlijke en gelijke behandeling van iedereen, gelijke kansen voor werk en werving van nieuw personeel. In dit model wordt gefocust op de werving uit onder gerepresenteerde groepen waarbij het aantal van belang is, meer dan de waarde die ze toevoegen aan de groep (Thomas & Ely, 1996). Deze diversiteitsbenadering kan gelinkt worden met de recente wetgeving waarbij een bepaald percentage van de raad van bestuur uit het verschillende geslacht moet bestaan. Hierop komen we verder in deze literatuurstudie terug. Een tweede model is dat van toegang en legitimiteit. Dit model focust voornamelijk op de aanvaarding en de positieve meerwaarde van diversiteit, zodoende om tot een breder segment van de samenleving toenadering te zoeken. Deze benadering heeft voornamelijk de multiculturele samenleving als hoeksteen. Dit argument wordt ook aangehaald in de studie van Carter, Simkins en Simpson (2003). Een derde visie op diversiteit wordt gegeven door het lerende en effectiviteitsmodel. In deze visie worden de aspecten van de voorgaande modellen gelinkt met elkaar. In dit model staan de perspectieven van de verschillende medewerkers centraal. Met hun diverse perspectieven kunnen ze de meeste standaardtaken herdefiniëren, alsook de markten, producten, strategieën e.d. beïnvloeden. Bedrijven die deze visie toepassen beheersen de diversiteit efficiënt en kunnen de verschillende voordelen ervan optimaal benutten. Het belang van dit model bestaat erin een diverse organisatie te creëren waarin verandering van binnenuit verwezenlijkt wordt (Thomas & Ely, 1996).

In dit onderzoek zal aandacht geschonken worden aan diversiteit in termen van geslacht, leeftijd en nationaliteit. Het aspect geslacht blijkt uit voorgaande onderzoeken vaak een doorslaggevende rol te spelen in de aanstelling van een bestuurder (Farrell & Hersch, 2005). Het onderzoek van Terjesen et al. (2009) legt overigens ook de nadruk op de aanwezigheid van vrouwen en hun rol binnen de raad van bestuur. In het onderzoek van Carter et al. (2010) wordt geconcludeerd dat diversiteit in het algemeen de beslissingsvorming in raden van bestuur kan verbeteren en het kan diverse en verschillende perspectieven tegenover elkaar plaatsen. De leeftijd van bestuurders kan een belangrijk rol spelen in de strategische positie van een onderneming (Wiersema & Bantel, 1992) en

ook de nationaliteit van bestuurders heeft een positieve impact op de prestaties van ondernemingen en de besluitvorming in de raad van bestuur (Carter et al., 2010; Westphal & Milton, 2000).

Geslacht, leeftijd en nationaliteit blijken uit voorgaande onderzoeken te leiden tot een beïnvloeding van het gedrag en de beslissingsvorming van bestuurders. Door deze beïnvloeding hebben ze een zekere impact op de prestaties van bedrijven (Forbes & Milliken, 1999). Uit verschillende onderzoeken blijken niet steeds dezelfde conclusies voort te komen, de reden hiervoor werd reeds eerder aangehaald. Wat wel een belangrijk aspect kan zijn is dat uit onderzoek van verschillende CEO's volgt dat deze vaak zullen samenwerken met bestuurders die over dezelfde karakteristieken beschikken (Westphal & Zajac, 1995).

2.2.1 Diversiteit op basis van geslacht

Genderdiversiteit is de laatste jaren reeds in vele onderzoeken aan bod gekomen. Het is daarmee de meest onderzochte vorm van diversiteit. Deze onderzoeken komen tot stand mede door de wijziging in nationale wetgevingen in verschillende landen. Daarenboven ontstaat ook een toenemende druk door diverse regelgevingen die hieromtrent opgesteld worden. Zo zijn er in steeds meer landen quota opgenomen welke ervoor zorgen dat bedrijven een incentive hebben om te diversifiëren. In België zien we een stijging van vrouwelijke bestuurders van 11% in 2011 naar 27% in 2016 (Europese Commissie, 2016). Een reden voor deze stijging kan gevonden worden in de invoering van de genderquota, waarin raden van bestuur van Belgische ondernemingen uit een vertegenwoordiging van minstens één derde van het ondergerepresenteerde geslacht moet bestaan. Dit tegen 2017 voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen en tegen 2019 voor niet-beursgenoteerde Belgische ondernemingen, afhankelijk van de grootte (Art. 518bis W. Venn). Ook in andere Europese landen merken we een stijging van de vrouwelijke bestuurders in ondernemingen op. Een opvallend gegeven is dat in Noorwegen sinds 2011 tot 2016 gemiddeld 41% vrouwelijke bestuurders aanwezig is. De reden hiervoor kan gevonden worden in de verplichte invoering van een genderquota van 40%. Deze quota werd reeds in 2003 ingeroepen en moest uiterlijk 2008 behaald worden (Europese Commissie, 2016). In onze buurlanden merken we ook een gewijzigde samenstelling van de raden van bestuur op. Zo steeg in Nederland de vertegenwoordiging van vrouwen in de raad van bestuur met 10%, van 18% in 2011 tot 28% in 2016 (Europese Commissie, 2016).

Uit voorgaande onderzoeken komen verscheidene conclusies voort met betrekking tot genderdiversiteit in raden van bestuur. De belangrijkste conclusies worden hier kort even uit de doeken gedaan. Uit een eerste onderzoek van Terjesen, Sealy en Singh (2009) komt voort dat genderdiversiteit in de raad van bestuur wel degelijk een invloed heeft op de groepsdynamieken in de raad van bestuur. Zo blijkt uit onderzoek dat vrouwen over het algemeen vaker aanwezig zijn op de vergaderingen van de raad van bestuur en wanneer er een vrouwelijke afvaardiging is in de raad van bestuur, zijn mannen meer geneigd aanwezig te zijn op deze vergaderingen (Adams & Ferreira, 2009). Het onderzoek van Terjesen, Sealy en Singh (2009) toont aan dat de aanwezigheid van vrouwen in de raad van bestuur positief gecorreleerd is met de grootte van deze raad van bestuur. Verdiepend onderzoek van Carter, Simkins en Simpson (2003) wijst verder ook op een positieve

relatie tussen genderdiversiteit en de ratio tussen marktwaarde van een actief en de vervangingswaarde ervan, beter bekend als Tobin's Q. Verder blijkt dat genderdiversiteit ook een positieve invloed heeft op de marktwaarde van een bedrijf (Carter et al., 2010).

Een ander perspectief dat onder de loep genomen kan worden zijn de carrièremogelijkheden van vrouwelijke werknemers, wanneer er meer vrouwelijke bestuurders aangesteld worden. Zo blijkt uit onderzoek van Bradshaw en Wicks (1999) dat vrouwelijke bestuurders vaak gezien worden als rolmodel voor de vrouwelijke werknemers in een onderneming. Ook het onderzoek van Bilimoria (2006) toont aan dat hoe meer vrouwen er zetelen in de raad van bestuur, des te groter zijn de carrièreopportuniteiten voor de vrouwelijke werknemers. Tegelijkertijd blijkt ook uit dit onderzoek dat de vrouwelijke bestuurders een bron van inspiratie bieden voor de vrouwelijke werknemers die actief zijn in de lagere functies van de onderneming. Dit kan een interessante onderzoekspiste zijn omdat gemotiveerde werknemers die actief meewerken aan de uitbouw en groei van de onderneming een belangrijke rol kunnen spelen in het behalen van bepaalde financiële doelstellingen (Bilimoria, 2006; Wicks & Bradshaw, 1999).

Verschillende voorgaande onderzoeken maken overigens de vergelijking tussen mannelijke en vrouwelijke bestuurders. Uit deze onderzoeken volgt vaak dat vrouwelijke bestuurders belangrijke positieve eigenschappen bezitten. Zo blijkt dat vrouwen een beter waardeoordeel kunnen vellen, een betere houding hebben met betrekking tot het nemen van risico's en ze hebben overigens een betere besluitvormingsstijl (Jones & Gautschi, 1988; Trinidad & Normore, 2005). Deze betere besluitvorming wordt volgens Carter et al. (2003) gecreëerd doordat vrouwelijke bestuurders zorgen voor meer creativiteit en innovatie binnen het bedrijf. Verder zouden vrouwelijke bestuurders minder overbodig risico nemen, aangezien vrouwen meer risico-avers zijn (Croson & Gneezy, 2009). Vrouwelijke bestuurders zijn minder agressief in hun strategievorming en meer bereid te investeren in duurzame energiebronnen (Charness & Gneezy, 2012). Maar een agressieve risicostrategie blijkt vooral een positief resultaat te hebben op de waarde voor een bedrijf. Vrouwen zorgen bovendien ook voor verschillende waardevolle perspectieven (Farrell & Hersch, 2005).

Ook de verschillende netwerkbanden van mannelijke en vrouwelijke bestuursleden verschillen aanzienlijk van elkaar. Zo zijn de netwerken opgebouwd door vrouwelijke bestuurders veel meer divers in vergelijking met mannelijke bestuurders (Miller & Triana, 2009). De verschillende netwerken geven de onderneming toegang tot verschillende marktsegmenten die zonder de aanwezigheid van bepaalde bestuurders minder waarschijnlijk waren. Deze ondernemingen zullen naar alle waarschijnlijkheid ook grotere voordelen behalen hieruit (Carter et al., 2003).

Uit de verschillende onderzoeken met betrekking tot groepsdynamieken kan geconcludeerd worden dat vrouwelijke aanwezigheid in de raad van bestuur een zekere impact heeft op het gedrag van al de leden van de raad van bestuur. Verder worden ze overigens ook aanzien als betere monitors van het management, zo blijkt uit verschillende onderzoeken. Volgens deze onderzoeken blijken vrouwelijke bestuurders een prominentere rol op te nemen in de monitoringfunctie van de raad van bestuur, alsook de adviesverstrekking aan de raad van bestuur blijkt positief geïmpacted (Adams & Ferreira, 2004; Daily, Certo, & Dalton, 1999). Tegengestelde resultaten worden ook hier gevonden.

Zo blijkt uit ander onderzoek dat vrouwelijke bestuurders vaker een aanstelling behalen op basis van een aanbeveling van de CEO of andere bestuursleden, waardoor de mate van onafhankelijkheid van deze vrouwelijke bestuurders aangetast wordt en dit ook een negatieve invloed heeft op de monitoringfunctie (Burke, 1997). Het onderzoek van Adams en Ferreira (2009) toont dan weer aan dat de vrouwelijke bestuurders wel een zeer gunstig effect hebben op de financiële verslaggeving en de raad van bestuur op een positieve manier beïnvloeden.

In de verschillende studies naar genderdiversiteit worden zoals hierboven conflicterende conclusies getrokken. Zo vinden Bohren en Strom (2010) dat er zowel positieve, negatieve als geen relaties worden gevonden tussen genderdiversiteit en de waarde voor het bedrijf. Onderzoek van Carter, Simkins en Simpson (2003) vindt een positieve link tussen de aanwezigheid van vrouwelijke bestuurders in de raad van bestuur en de waarde van het bedrijf. Erhardt, Werbel en Shrader (2003) vinden in hun onderzoek een positieve relatie tussen de aanwezigheid van vrouwelijke bestuurders en ROE en ROA. Dit terwijl in het onderzoek van Shrader, Blackburn en Iles (1997) een negatieve relatie gevonden wordt tussen de vrouwelijke bestuurders en ROE en ROA. Mogelijke redenen hiervoor worden aangehaald in het onderzoek van Adams en Ferreira (2009). Zij concluderen dat diverse studies geen rekening houden met mogelijke industriële en culturele verschillen. Een andere mogelijke verklaring hiervoor wordt gegeven door Adams, De Haan, Terjesen en Van Ees (2015). Zij stellen dat gebruik van verschillende maatstaven van prestaties, het verschil in tijdshorizon en gebruikte methodologie een mogelijke verklaring kunnen bieden voor de tegenstrijdige conclusies.

In de onderzoeken blijkt genderdiversiteit zowel positief als negatief gerelateerd te zijn aan de financiële prestaties van ondernemingen, alsook aan de mate van monitoring van het management. We verwachten dat vrouwelijke afvaardiging in de raad van bestuur een voornamelijk positieve invloed heeft op de besluitvorming binnen deze raad van bestuur, op de financiële prestaties van ondernemingen alsook op de mate van monitoring van het management. De reden hiervoor is dat uit de meest waardevolle literatuur blijkt dat er wel degelijk een positief verband te vinden is tussen de vrouwelijke aanwezigheid en de verschillende effecten op de prestaties, monitoring en besluitvorming. De financiële prestaties van de onderneming worden gemeten aan de hand van verschillende ratio's. De monitoringfunctie wordt gemeten door proxies die verder in deze literatuurstudie uit de doeken wordt gedaan. Hieruit volgt de volgende hypothese die in het empirisch onderzoek getest zal worden:

Hypothese 2a: Hoe hoger het percentage vrouwelijke bestuurders, hoe beter de financiële prestaties van de onderneming.

Hypothese 2b: Hoe hoger het percentage vrouwelijke bestuurders, hoe beter de monitoringfunctie uitgeoefend wordt door de raad van bestuur.

2.2.2 Diversiteit op basis van leeftijd

Een volgend kenmerk dat een invloed heeft op de prestaties van de onderneming is de leeftijd van de bestuurders. Onderzoek naar de relatie tussen leeftijd en strategische verandering van de onderneming is in het verleden reeds aan bod gekomen, maar onderzoek naar het effect van leeftijd op de financiële prestaties van ondernemingen en de mate van monitoring van de raad van bestuur is in de Belgische context nog niet dermate veel onderzocht geweest.

In de voorgaande onderzoeken is er veelal gefocust op de diversiteit op basis van leeftijd en de strategische verandering van de onderneming. Uit deze onderzoeken volgt dat jongere bestuurders vaker geassocieerd worden met strategische verandering van de onderneming (Ahn & Walker, 2007), terwijl oudere bestuurders vaker geneigd zijn deze strategische verandering aan zich voorbij te laten gaan (Wiersema & Bantel, 1992). Het onderzoek van Wiersema en Bantel (1992) had betrekking op 100 ondernemingen waarbij ze een negatieve relatie vonden tussen de gemiddelde leeftijd van bestuurders en de verandering in bedrijfsstrategie. Deze conclusie wordt ook bevestigd in het onderzoek van Carter et al. (2003). Deze laatste bevinding wordt echter tegengesproken in het onderzoek van Golden en Zajac (2001), waarbij ze vinden dat de proportie bestuurders ouder dan 50 jaar wel eerder geneigd zijn om strategische veranderingen door te voeren. Jonge bestuurders zijn veelal hoog opgeleid en bekend met de nieuwste technologische vernieuwingen (Hatfield, 2002). Dit terwijl oudere bestuurders waardevolle ervaring met zich meebrengen die ze in het verleden hebben opgedaan (Jhunhunwala & Mishra, 2012). Ook vanuit het standpunt van sociale categorisatie vinden we dat leden van raden van bestuur waarin verschillende leeftijden zetelen minder met elkaar communiceren en samenwerken, waardoor meer conflicten ontstaan (Chatman & Flynn, 2001). Volgens de 'social identity theory' ontstaan er verschillende groepen in de raad van bestuur waarin veel verschillende leeftijden van bestuurders zetelen. Bestuurders van dezelfde leeftijd zullen sneller geneigd zijn samen te werken met leeftijdsgenoten en minder snel de samenwerking aangaan en ervaringen delen met bijvoorbeeld jongere bestuurders (Twenge, Campbell, Hoffman, & Lance, 2010). Over het algemeen zullen meer gediversifieerde raden van bestuur strategische beslissingen bevorderen, netwerken uitbreiden en talent bevorderen, waardoor ondernemingen productiever worden en betere financiële successen boeken (Ali, Ng, & Kulik, 2014). Verder blijkt dat wanneer een raad van bestuur divers is samengesteld op basis van leeftijd, dit naar de buitenwereld signaleert dat deze onderneming open staat voor diversiteit en diversiteit hoog in het vaandel draagt wanneer het gaat over het HR-management (Mattis, 2000).

Het aspect genderdiversiteit en de leeftijd van bestuurders kan gelinkt worden met elkaar. Zo blijkt dat vrouwelijke bestuurders over het algemeen jonger zijn dan hun mannelijke collega's (Terjesen et al., 2009). Het is dan ook interessant om na te gaan of jongere dan niet oudere bestuurders een meerwaarde bieden aan de financiële prestaties van de onderneming, alsook nagaan of deze een impact hebben op de mate van monitoring van de raad van bestuur. De individuele leeftijd van bestuurders en het effect ervan op de financiële prestaties en monitoringfunctie van de raad van bestuur zal moeilijk te onderzoeken zijn. Net daarom zal de gemiddelde leeftijd, net zoals in het onderzoek van Platt en Platt (2012) gebruikt worden. Uit voorgaand onderzoek blijkt dat een raad

van bestuur met een hoge gemiddelde leeftijd, minder snel geneigd zijn vrouwelijke bestuurders aan te trekken in vergelijking met een raad van bestuur waar de gemiddelde leeftijd lager ligt (Carter et al., 2003). Zo zullen oudere bestuurders minder snel geneigd zijn te opteren voor een samenstellingsverandering en de daarmee gepaard gaande vernieuwing van de raad van bestuur.

Onderzoek van Platt en Platt (2012) vindt een relatie tussen de gemiddelde leeftijd van bestuurders van de onderneming en het risico op een faillissement. Zo blijken ondernemingen waar de gemiddelde leeftijd van de bestuurders lager ligt, sneller de boeken neer te leggen in vergelijking met ondernemingen met een hogere gemiddelde leeftijd in de raad van bestuur. Uit deze studie kunnen we besluiten dat oudere bestuurders over waardevolle ervaring beschikken (Jhunjhunwala & Mishra, 2012). Deze waardevolle ervaring kan ook een belangrijke rol spelen in het efficiënt monitoren van het management (Carpenter & Westphal, 2001). Onderzoek toont eveneens ook aan dat wanneer bestuurders van dezelfde leeftijdscategorie samen zetelen in de raad van bestuur, dit een invloed heeft op het leiderschap en de besluitvorming van de raad van bestuur. Zo blijkt dat bestuurders van dezelfde leeftijdscategorie eerder geneigd zijn meer leidinggevende taken op zich te nemen en dit komt de besluitvorming in de raad van bestuur ten goede (Abdullah & Ismail, 2013). Carpenter en Westphal (2001) stellen in hun onderzoek dat wanneer bestuurders veel ervaring hebben in een bepaalde situatie of veel specifieke kennis hebben over bepaalde thema's, deze bestuurders ook betere monitors zouden zijn en meer waardevolle diensten kunnen verstrekken aan de raad van bestuur. Volgens onderzoek van Weir (1964) en Kirchner (1958) blijkt de kwaliteit van besluitvorming evenals het beslissingsvormingsproces af te hangen van de leeftijd van de bestuurder. Onderzoek van McIntyre, Murphy en Mitchell (2007) wijst ook op het verband tussen de leeftijd van bestuurders en de beslissingsvorming en de impact ervan op de groei van de onderneming. Als conclusie halen Kamardin, Latif, Mohd en Adam (2014) aan dat oudere bestuurders vaker aanwezig zijn op de samenkomsten van de raad van bestuur, wat een positieve invloed heeft op de mate van monitoring van de raad van bestuur.

Uit voorgaande onderzoeken blijkt echter ook dat de gemiddelde leeftijd van bestuurders niet steeds een positief effect heeft op de financiële prestaties van de onderneming. Zo gaat de waardevolle ervaring waarover oudere bestuurders beschikken vaak gepaard met meer risico-aversie, waardoor de potentiële groei van de onderneming belemmerd kan worden en dit een negatief effect kan hebben op de financiële prestaties van de onderneming (Jhunjhunwala & Mishra, 2012). Verder vindt men in het onderzoek van Hafsi en Turgut (2013) dat er een negatieve relatie bestaat tussen de leeftijd van de bestuurders en de financiële prestaties van de onderneming. Verder beargumenteert Cochran, Wartick en Wood (1984) dat raden van bestuur samengesteld uit jongere bestuurders energieke zijn en de continuïteit ervan kan beschermen. Harold Koontz (1967) voegde hieraan toe dat raden van bestuur vroeger voornamelijk samengesteld waren uit gemiddeld oudere bestuurders om de geloofwaardigheid naar de buitenwereld te vergroten en niet zozeer om de prestaties te verbeteren.

Vanuit het standpunt dat oudere bestuurders een zekere ervaring aan de dag leggen in de raden van bestuur en raden van bestuur met gemiddeld oudere bestuurders minder snel de boeken neerleggen, stellen we een positief verband tussen de leeftijd en de financiële prestaties van de onderneming voorop. Deze waardevolle ervaring speelt ook een belangrijke rol in het efficiënt monitoren van het

management volgens onderzoek van Carpenter en Westphal (2001). Hierdoor wordt verwacht dat de gemiddelde leeftijd van de bestuurders in de raad van bestuur verwacht wordt een positieve invloed te hebben op de monitoringfunctie van de raad van bestuur. Verder blijken oudere bestuurders ook vaker aanwezig op vergaderingen (Kamardin et al., 2014). We zijn aldus geneigd te stellen dat:

Hypothese 3a: De gemiddelde leeftijd van bestuurders heeft een positief effect op de financiële prestatie van de onderneming.

Hypothese 3b: De gemiddelde leeftijd van bestuurders heeft een positief effect op de mate van monitoring van de raad van bestuur.

2.2.3 Diversiteit op basis van nationaliteit

Diversiteit onder de vorm van nationaliteit is in de wetenschappelijke literatuur nog niet vaak uitgebreid onderzocht geweest. Maar naar aanleiding van de grote mate van culturele diversiteit in België en de multiculturele samenleving die België nastreeft te zijn, is het van belang om onderzoek te verrichten naar de diversiteit onder de vorm van nationaliteit in de raden van bestuur van beursgenoteerde ondernemingen. De reden hiervoor is dat in de toekomst naar alle waarschijnlijkheid meer en meer posities binnen de raad van bestuur ingevuld kunnen worden door buitenlandse bestuurders (Erhardt et al., 2003).

Voorgaande onderzoeken tonen aan dat de afkomst van bestuurders een invloed kan hebben op de groepsdynamieken en beslissingsprocessen binnen de raad van bestuur (Johnson et al., 2013). Voor grote Amerikaanse ondernemingen vinden Carter, D'Souza, Simkins en Simpson (2010) geen verband met de financiële prestaties. Dit terwijl in Scandinavische ondernemingen buitenlandse bestuurders duidelijk wel een meerwaarde bieden. Het onderzoek van Erhardt, Werbel en Shrader (2003) vindt wel een positieve relatie tussen raciale minderheidsgroepen en de prestaties van de onderneming in de Verenigde Staten. Een studie van Engelen, van der Laan en van den Berg (2012) in Nederland vond geen effect van diversiteit onder de vorm van nationaliteit op de prestaties van de onderneming. Dit Nederlands onderzoek verlegde de focus naar diversiteit en de waarde voor de onderneming in perioden van financiële crisis waardoor de impact ervan op de prestaties van een verschillende omvang kan zijn dan het onderzoek verricht in deze masterproef.

Onderzoek naar diversiteit onder de vorm van nationaliteit wijst uit dat het samenbrengen van verschillende culturen in een groep leidt tot hogere kwaliteit van beslissingsvorming en vernieuwende ideeën in vergelijking met een homogeen samengestelde groep (McLeod et al., 1996). Meerdere bestuurders van een verschillende etnische achtergrond die samenkomen in een groep kunnen meer en beter perspectieven tegenover elkaar plaatsen, voornamelijk wanneer beslissingen eigen zijn aan hun etnische afkomst. Verder leiden meer nationaliteiten in de raad van bestuur tot een betere en unieke informatie-uitwisseling tussen bestuurders en het verbetert de kwaliteit van informatieverstrekking naar de managers (Carter et al., 2010). Ook blijkt dat buitenlandse

bestuurders het delen van uiteenlopende visies aanmoedigen in het besluitvormingsproces (Westphal & Milton, 2000). Uit het 'requisite variety' perspectief blijken topmanagers met een verschillende achtergrond beter in staat om complexe problemen en strategieën aan te pakken in vergelijking met de homogeen samengestelde raden van bestuur (Ashby, 1956; Carpenter et al., 2004).

Vanuit het beslissingsvormingsperspectief kan diversiteit op basis van nationaliteit kennis en ervaring van diverse bestuurders samenbrengen. Individuele bestuurders zullen steeds hun ervaring proberen te integreren in de onderneming. Daarbij zijn ze vaak betrokken in diepgaande discussies, maken ze afwegingen van verschillende alternatieven en zo ontstaan vaak ook nieuwe ideeën (Hambrick, Davison, Snell, & Snow, 1998). Hieruit kunnen we afleiden dat diversiteit op basis van nationaliteit leidt tot een betere aanpak van complexe problemen die zich voordoen in de onderneming en tot meer innovatieve oplossingen. Men moet echter voorzichtig omspringen met de mate van diversifiëring van nationaliteit in de raad van bestuur. Zo kan de aanwezigheid van te veel nationaliteiten in de raad van bestuur nefast werken. De beslissingsvorming zal minder efficiënt zijn en de kans op misvattingen en conflicterende situaties vergroot (Miliken & Martins, 1996).

Diversiteit op basis van nationaliteit kan ook leiden tot het creëren van subgroepen: 'in-groups' (meerderheid) en 'out-groups' (minderheid). Wanneer diversiteit op basis van nationaliteit nagestreefd wordt, zullen de leden in de meerderheidsgroep elkaar voortrekken en ideeën of bijdragen van hen hoger waarderen. Tegelijkertijd zal de meerderheid de bijdragen van de minderheidsgroep devalueren of afwijzen (Nielsen, 2010). De bestuursleden die niet tot de meerderheid behoren blijken ook een minder sterke aantrekking te voelen tot de raad van bestuur en hebben een verminderde loyaliteit ten opzichte van het bestuur (Randøy et al., 2006). Deze bestuursleden ervaren minder psychologische veiligheid en hogere mate van afwezigheid op de vergaderingen (Marimuthu & Kolandaisamy, 2009). Een ander nadeel is dat het communicatieproblemen kan veroorzaken tussen bestuurders (Ruigrok, Peck, & Tacheva, 2007).

Over het algemeen leiden buitenlandse bestuurders in raden van bestuur tot een betere bekendheid van de onderneming alsook tot een groter netwerk, wat een interessante meerwaarde kan zijn wanneer de onderneming een strategische overname nastreeft. Empirische onderzoeken in Zweden en Noorwegen tonen aan dat de aanwezigheid van Amerikaanse bestuurders leidt tot een hogere waardering van de onderneming in vergelijking met vergelijkbare ondernemingen zonder diversifiëring op basis van nationaliteit (Oxelheim & Randøy, 2003).

Op basis van voorgaande studies kunnen we afleiden dat de nationaliteit van bestuurders in de raad van bestuur een positieve invloed heeft op de prestaties van de onderneming. Of dit ook in de Belgische context van toepassing is, zal aan de hand van onderstaande hypothesen in het empirisch gedeelte getest worden. Uit diverse onderzoeken blijkt ook dat buitenlandse bestuurders minder nauw betrokken zijn met binnenlandse netwerken, wat leidt tot meer onafhankelijkheid van deze bestuurders (Van der Walt & Ingley, 2003). Dit heeft op zijn beurt ook een positief effect op de monitoringfunctie van deze bestuurders. De mate van monitoring en de aanwezigheid van buitenlandse bestuurders is in de voorgaande onderzoeken onderbelicht, maar hier wordt verwacht dat het een positief effect zal hebben op de monitoring van het management.

Hypothese 4a: Het percentage Belgische bestuurders heeft een positief effect op de financiële prestaties van de onderneming.

Hypothese 4b: Het percentage Belgische bestuurders heeft een positief effect op de mate van monitoring van de raad van bestuur.

3 Methodologie

3.1 Gegevensverzameling

Voor het onderzoek in deze masterproef zal de focus gelegd worden op de raden van bestuur van Belgische ondernemingen genoteerd op de Euronext in Brussel. Aan de hand van 'De Tijd', de databank Belfirst van het Bureau van Dijk en de website van Euronext is een overzicht gemaakt van de beursgenoteerde bedrijven. In totaal maken 78 beursgenoteerde ondernemingen deel uit van dit onderzoek. Een aantal bedrijven worden niet opgenomen in de dataset, daar deze niet de beoogde activiteit uitoefenen. Voorbeelden hiervan zijn beursgenoteerde financiële instellingen en verzekeringsmaatschappijen, daar deze verschillende boekhoudstandaarden hanteren. Het opnemen van deze ondernemingen kan foutieve conclusies in de hand werken. Dit is dan ook de reden dat deze ondernemingen zijn weggelaten uit de steekproef. Overige data die niet verzameld kon worden via de Belfist databank, voornamelijk de individuele kenmerken van de bestuurders zijn via de jaarverslagen en netwerksites opgezocht². De totale omvang van het onderzoek omvat na de screening 78 Belgische beursgenoteerde bedrijven. Van diverse bedrijven werden de jaarverslagen en verslagen van de raad van bestuur niet terug gevonden. Van de bedrijven waarvan de verslagen beschikbaar zijn, werden niet al de gegevens met betrekking tot de leeftijd en nationaliteit teruggevonden. In totaal worden de individuele kenmerken van 681 bestuurders gecontroleerd met betrekking tot geslacht, leeftijd en nationaliteit.

In het empirisch onderzoek worden volgende afhankelijke variabelen in rekening gebracht: de return on assets, return on equity en Tobin's Q. Deze variabelen werden in voorgaande onderzoeken veelal gebruikt om de financiële prestaties van de onderneming te meten (Adams & Ferreira, 2009; Carter et al., 2010; Erhardt et al., 2003). Dit is ook de reden waarom deze drie maatstaven deel uitmaken van de variabelen in deze masterproef. Een vierde afhankelijke variabele zal gebruikt worden om de monitoringfunctie te meten. Hiervoor wordt een index opgesteld bestaande uit het aantal vergaderingen, het aantal comités, de auditkwaliteit en het aantal onafhankelijke bestuurders in de onderneming (Ararat et al., 2010). Daarnaast komen de individuele kenmerken van de bestuurders van de raad van bestuur aan bod (geslacht, leeftijd, nationaliteit). Hierbij wordt nagegaan of deze kenmerken een invloed hebben op de financiële prestaties van de onderneming en op de monitoringfunctie van de raad van bestuur. De kenmerken van de bestuurders vormen de onafhankelijke variabelen in dit onderzoek.

Uit het voorgaande hoofdstuk zullen de verschillende hypothesen getest worden op basis van verzamelde gegevens. Het onderzoek zal een cross-sectioneel karakter hebben, aangezien er geen vergelijkingen gemaakt worden overheen verschillende jaren, maar gegevens worden vergeleken met elkaar op hetzelfde ogenblik. De opgestelde hypothesen zullen onderzocht worden door middel van lineaire regressiemodellen.

² www.linkedin.com
www.bloomberg.com

3.2 Variabelen

3.2.1 Afhankelijke variabelen

(i) Return on Assets (ROA)

Een eerste afhankelijke variabele om de financiële prestaties van de onderneming te meten is de return on assets. Deze maatstaf meet hoe efficiënt de activa aangewend worden om winstgevend te zijn. De ROA gaat dus na hoe efficiënt de onderneming zijn geïnvesteerd kapitaal inzet door te investeren in activa en in welke mate deze activa zorgen voor meer winstgevendheid.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Nettoresultaat}}{\text{Totale activa}}$$

(ii) Return on Equity (ROE)

Een tweede afhankelijke variabele om de financiële prestaties van de onderneming te meten is de return on equity (ROE). Deze maatstaf neemt het rendement voor de aandeelhouders in rekening. Deze maatstaf meet de mate van winstgevendheid van een onderneming. In welke mate is de onderneming winstgevend, met het kapitaal dat de aandeelhouders hebben geïnvesteerd? In deze masterproef wordt er gewerkt met het nettoresultaat voor belastingen.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Nettoresultaat}}{\text{Eigen vermogen}}$$

(iii) Tobin's Q (TOBIN)

De derde en laatste afhankelijke variabele om de financiële prestaties van de onderneming te meten, is Tobin's Q. De Tobin Q ratio is een beursgerelateerde ratio en wordt in absolute termen vertaald, niet in een percentage. Deze ratio plaatst de marktwaarde van de onderneming over de vervangingswaarde van de activa van de onderneming. Het meet hierbij de onzichtbare investeringsopportunities die zich voordoen (Erickson & Whited, 2012).

$$\text{TOBIN} = \frac{\text{Marktwaarde van de onderneming}}{\text{Boekwaarde van de totale activa}}$$

(iv) Board Monitoring (BM)

Een vierde afhankelijke variabele gebruiken we om de mate van monitoring van de raad van bestuur te meten: board monitoring. Deze variabele wordt samengesteld aan de hand van vier verschillende proxies: het aantal samenkomsten van de raad van bestuur over een volledig boekjaar, het aantal comités opgericht, het aantal onafhankelijke bestuurders en de auditkwaliteit. Deze proxies worden samengevoegd in de board monitoring index (BM-index) op basis van twee verschillende manieren. We volgen hierbij de methode van Ararat, Aksu en Cetin (2010).

- a. Z-scores: Een eerste manier van werken, is gebruik te maken van de z-score. De waarden van het aantal samenkomsten, het aantal comités, het aantal onafhankelijke bestuurders en de auditkwaliteit worden gestandaardiseerd aan de hand van de z-scores en daarna opgeteld en samengevoegd in een index voor ieder bedrijf (BM_zscore).
- b. Categorisch: het aantal samenkomsten, het aantal comités, het percentage onafhankelijke bestuurders en de auditkwaliteit krijgen een score van 1 tot 3, waarbij 1 staat voor een laag niveau van monitoring en 3 staat voor een hoog niveau van monitoring (BM_categorisch). De keuze voor het laag, medium en hoog niveau van monitoring en de bijhorende waarden werd gedaan aan de hand van de minima, maxima en gemiddelde waarden van het aantal samenkomsten, aantal comités en percentage onafhankelijke bestuurders. Ook werden hierbij percentielen opgesteld. Al de waarden in het 1^e percentiel behoren tot laag niveau van monitoring en krijgt code 1, al de waarden behorende tot het 4^e percentiel betrouf hoog niveau van monitoring en krijgt code 3. Vervolgens worden deze waarden (1-3) samengevoegd per onderneming en vormt dit de individuele categorische board monitoring score. Voor de auditkwaliteit wordt gekeken naar het internationale karakter van het auditkantoor. Wanneer het een internationaal kantoor betreft, maar geen lid is van de BIG 4, wordt het gecodeerd als zijnde 'middelgroot'. Wanneer het een nationaal kantoor betreft, wordt het gecodeerd als zijnde 'klein'.

Tabel 1: categorische board monitoring

	Laag	Medium	Hoog
# samenkomsten	≤ 7	8-15	≥ 16
# comités	≤ 2	3	≥ 4
% onafhankelijke bestuurders	≤ 30	31-74	≥ 75
Auditkwaliteit	Klein	Middelgroot	BIG 4

3.2.2 Onafhankelijke variabelen

De onafhankelijke variabelen in dit onderzoek hebben betrekking op de individuele kenmerken van de bestuurders. Voor het bekomen van deze individuele kenmerken wordt een onderzoek gevoerd naar in totaal 681 bestuurders van 78 beursgenoteerde ondernemingen. Hierbij wordt gekeken naar het geslacht (mannelijk/vrouwelijk) en dit wordt ondergebracht in een percentage vrouwelijke bestuurders (Perc_vrouwelijk). Een tweede onafhankelijke variabele is de leeftijd van de bestuurders. Hiervoor worden de individuele leeftijden van de bestuurders nagegaan en ondergebracht als de gemiddelde leeftijd van de raad van bestuur (Gem_Leeftijd). Een derde en laatste onafhankelijke variabele betreft de nationaliteit van de bestuurders. De bestuurders met een dubbele nationaliteit (bijvoorbeeld zowel de Franse als de Belgische nationaliteit) worden gezien als buitenlandse bestuurders. De nationaliteit wordt ondergebracht als het percentage Belgische bestuurders (Perc_belg) en het percentage buitenlandse bestuurders (Perc_buitenland).

3.2.3 Controlevariabelen

In verschillende onderzoeken naar de invloed van diversiteit in de raad van bestuur op de prestaties van de onderneming, worden controlerende variabelen of controlevariabelen opgenomen. Van dit gegeven wordt ook in dit onderzoek gebruik gemaakt. Bij ieder regressiemodel zal worden stilgestaan bij de meerwaarde dat het toevoegen van een controlevariabele met zich meebrengt. Deze controlevariabelen kunnen de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen verklaren (Stock & Watson, 2012).

In voorgaand onderzoek naar diversiteit in de raad van bestuur en de invloed ervan op de bedrijfsprestaties werd vaak gebruik gemaakt van de omvang van de onderneming als een eerste controlevariabele. Deze controlevariabele kan door verschillende maatstaven gemeten worden. Een eerste maatstaf is de omzet gegenereerd in een bepaald boekjaar (Zona & Zattoni, 2007). Ander onderzoek gebruikt de logaritmische functie van de totale activa (\ln_activa) in een boekjaar (Ararat et al., 2010; Carter et al., 2010; Ye, Zhang, & Rezaee, 2010). In dit onderzoek wordt voor de laatste methode geopteerd, aangezien deze onderzoeken nauwer aansluiten bij het onderzoek gevoerd in deze masterproef. De reden voor het gebruiken van de logaritmische functie van de totale activa is om een beter model te bekomen, waarbij de residuen normaal verdeeld zijn. Een tweede controlevariabele om de omvang van de onderneming te meten is de schuldgraad van de onderneming (schuldgraad), waarbij de totale schulden over de totale activa gemeten worden (Ararat et al., 2010). De controlevariabele omvang van de onderneming zal gebruikt worden in de regressiemodellen waarbij de diversiteitskenmerken gemeten worden om de financiële- en de monitoringprestaties te verklaren, de reden hiervoor is dat in voorgaande onderzoeken deze variabelen een impact hebben gehad op de financiële prestaties en de monitoringfunctie van de onderneming (Erhardt et al., 2003). Zo is het logaritme van totale activa gelinkt met de winstgevendheid van de onderneming, alsook met de monitoringverschillen tussen ondernemingen (Ararat et al., 2015). De schuldgraad van de onderneming kan dan weer gelinkt worden met het mogelijk risico op faillissement, belastingvoordelen en monitoringfunctie uitgeoefend door eventuele schuldeisers (Ararat et al., 2015).

Een derde en laatste controlevariabele meet de grootte van de raad van bestuur (totaal_bestuurders). Deze variabele wordt in voorgaand onderzoek naar diversiteit in de raad van bestuur en de invloed ervan op de bedrijfsprestaties gebruikt. Deze controlevariabele zal enkel gebruikt worden in de regressieanalyses naar de monitoringfunctie van de raad van bestuur, daar de aanwezigheid van meer bestuurders, meer kans biedt op het uitoefenen van de monitoringfunctie. De link tussen de financiële prestaties en de grootte van de raad van bestuur gemeten door het totaal aantal bestuurders, lijkt hier verwaasloosbaar.

3.3 Lineaire regressie

3.3.1 Assumpties

Een belangrijk uitgangspunt in deze eindverhandeling is om na te gaan of aan de assumpties met betrekking tot de regressiemodellen opgesteld in hoofdstuk 4 voldaan wordt. Zoals eerder reeds vermeld zal in dit onderzoek gewerkt worden met lineaire regressiemodellen. Om hieraan te voldoen moeten enkele assumpties nagegaan worden. Voor deze analyse wordt gebruik gemaakt van het handboek van Stock en Watson: *Introduction to Econometrics* (2012).

Een eerste assumptie van lineaire regressie is dat er een lineair verband moet bestaan tussen de beide variabelen. Deze assumptie kan getest worden door een scatterplot op te stellen in SPSS, waar we onze afhankelijke variabele kunnen projecteren in relatie tot de onafhankelijke variabele. Er worden 3 scatterplots opgesteld, met de ROA, ROE, Tobin's Q, BM_zscore en BM_categorisch als afhankelijke variabelen. We kunnen hieruit concluderen dat er een lineair verband bestaat tussen de de afhankelijke variabelen en de onafhankelijke variabelen.

Een tweede assumptie is deze van homoscedasticiteit. Deze assumptie kan ook getest worden aan de hand van een scatterplot. Deze scatterplots zijn terug te vinden in bijlage 1. We zien hier dat de verschillende gegevens evenwichtig verdeeld zijn rond de denkbeeldige horizontale nullijn, waardoor de variantie constant is. Hieruit kunnen we concluderen dat er aan de assumptie van homoskedasticiteit voldaan is.

Een derde assumptie van lineaire regressie is de normale verdeling van de residuen. Ook deze assumptie kan getest worden in SPSS door middel van het opstellen van een normal probability plot of een histogram. In bijlage 2 vindt u deze normal probability plots ook terug. Hierbij testen we of de gegevens op een diagonale lijn liggen en er niet te zeer van afwijken. Wanneer we deze grafieken nader bekijken, merken we op dat er ook aan deze assumptie voldaan wordt, aangezien de gegevens niet te sterk afwijken van de diagonaal.

Bijkomend is het interessant om mogelijke uitschieters of outliers te detecteren. Deze outliers zijn extreme waarden en kunnen het gevolg zijn van een invoerfout of gegevens die sterk verschillen met de overige data. Het is van belang om deze outliers uit het databestand te weren, aangezien deze de analyse van onze data sterk kunnen beïnvloeden. Een eerste controle aan de hand van een boxplot levert ons enkele uitschieters op. Ook na analyse van de gegevens volgens afdalende volgorde in de dataset vonden we de extreme waarden terug. Zo vinden we een zeer hoge ROE en ROA van Emakina die zeer sterk verschilt van de overige data. Ook de ROE van Connect group is sterk verschillend van de overige gegevens in onze dataset. Na analyse hiervan gaan we over tot het 'windsorizen' van de data. Hierbij worden uitschieters niet verwijderd uit de dataset, maar wordt de originele waarde vervangen door de dichtstbijzijnde waarde die niet als verdacht beschouwd wordt (Tukey, 1962). Dit wil meer speciek zeggen dat de waarde van de uitschieters worden vervangen

door de op één na hoogste waarde. Hierdoor wordt niet overgegaan tot de verwijdering van data uit onze dataset en blijven al de 78 ondernemingen een deel uitmaken van ons onderzoek.

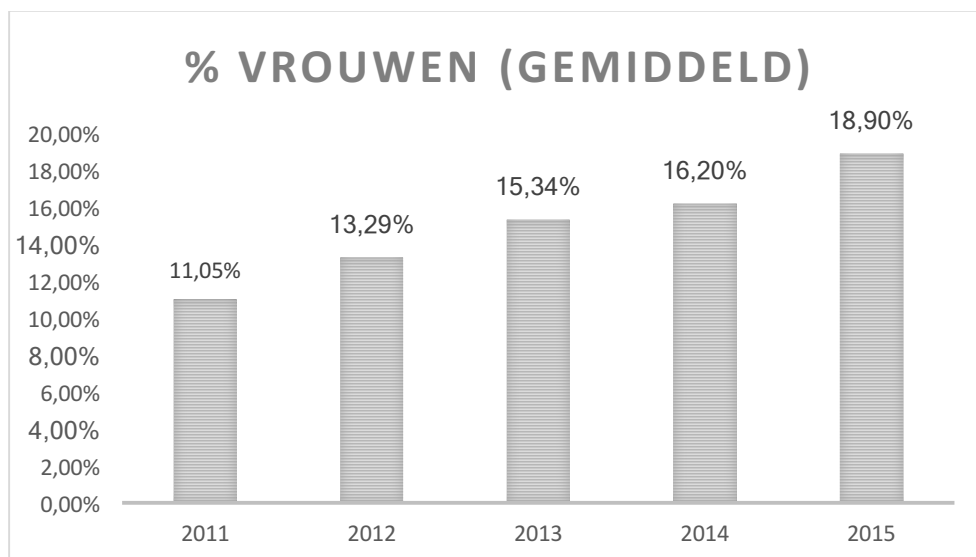
Daarnaast is het ook aan te raden een analyse te doen van de multicollineariteit. Multicollineariteit doet zich voor wanneer twee of meer variabelen sterk gecorreleerd zijn met elkaar. Wanneer variabelen sterk gecorreleerd zijn met elkaar, kan het opnemen ervan in het model leiden tot een vertekend beeld. Het is dan ook van belang om de correlatie van deze variabelen te onderzoeken. Een eerste methode om de correlatie tussen variabelen na te gaan is via het tolerance level of de VIF score die terug te vinden zijn onder collinearity statistics. Het tolerance level van de gegevens mag niet lager liggen dan 0,1. Wanneer dit wel het geval is, is er sprake van een sterke correlatie tussen de variabelen. Idem voor het testen aan de hand van de VIF statistiek. Wanneer deze meer dan 10 bedraagt, is er ook sprake van multicollineariteit en zal er een variabele uit de dataset gehaald moeten worden (Belsley, Kuh, & Welsch, 1980). Deze analyse werd voor ieder regressiemodel getest en is niet van toepassing in de modellen. De multicollineariteit wordt in hoofdstuk 4 aan de hand van een correlatietabel verder onderzocht.

4 Resultaten

4.1 Evolutie van genderdiversiteit

Om te beginnen wordt een onderzoek gevoerd naar de wijziging in de samenstelling van de raad van bestuur over een looptijd van 5 jaar. De periode die in acht genomen wordt, loopt van 2011 tot en met 2015. In de samenstelling van de steekproef zijn de ondernemingen genoteerd op de Euronext in deze periode opgenomen. Hiervoor werd gebruik gemaakt van de databank Belfirst, de website van Euronext en de jaarverslagen van de desbetreffende ondernemingen. In totaal zijn 388 observaties uitgevoerd voor een looptijd van 5 jaar. In het jaar 2011 werden de bestuursleden van 72 ondernemingen geanalyseerd, in 2012 had het betrekking op 78 ondernemingen, in 2013 en 2014 had het betrekking op 80 ondernemingen en in 2015 werden 78 ondernemingen geanalyseerd.

Grafiek 1: gemiddeld percentage vrouwen in de raad van bestuur (N=388)



In bovenstaande grafiek zien we een duidelijke stijging in het percentage vrouwelijke bestuurders in de raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Zo is er bijna een verdubbeling waarneembaar van de cijfers van 2011 ten opzichte van 2015. Er is aldus een positieve, groeiende trend wat de procentuele vrouwelijke afvaardiging in de raad van bestuur betreft. De grootste procentuele stijging vond plaats van boekjaar 2014 naar boekjaar 2015. Het percentage vrouwelijke bestuurders is in dit jaar met 2,70% gestegen. Zoals in de probleemstelling reeds uit de doeken gedaan werd, zijn de Belgische beursgenoteerde ondernemingen verplicht een genderquota in te voeren. Zo moet tegen 2017 minstens een derde van de raad van bestuur uit het andere geslacht bestaan. Wanneer we deze cijfers bekijken, merken we dat aan deze voorwaarde nog niet voldaan is voor al de ondernemingen. Enkele van deze ondernemingen voldoen wel al aan deze quota van 33% in 2015, maar opvallend is dat er geen enkele raad van bestuur in het onderzoek uit meer dan de helft vrouwelijke bestuurders bestaat in 2015.

Wel moet aandacht besteed worden aan de wetgeving omtrent deze genderdiversiteit. Zo voldoet de meerderheid van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen nog niet aan de toepassing van artikel 518bis van het wetboek van vennootschappen, waarin expliciet de vermelding wordt gemaakt van het genderquota. De beursgenoteerde ondernemingen hebben nog tijd tot 2017 om dit op te nemen in hun corporate governance verklaring welke deel uitmaakt van het jaarverslag. In 2015 voldeden reeds 15 van de 78 onderzochte ondernemingen aan de genderquota. Uit verder onderzoek van de cijfers bleek dat 16 van de 78 onderzochte ondernemingen nog steeds voor 100% uit mannelijke bestuurleden bestond. Enkele van de beter presterende ondernemingen op vlak van genderdiversiteit zijn: Bpost, Melexis, Sioen, Proximus, Elia. De slechts presterende ondernemingen op vlak van genderdiversiteit zijn onder meer: Wereldhave, Belreca, Bone Therapeutics, Keyware, Moury Construct en Picanol.

Wanneer we een paired samples t-test uitvoeren op het percentage vrouwelijke bestuurders in 2011 en 2015, waarbij we het gemiddeld aantal vrouwelijke bestuurders in beide jaren met elkaar vergelijken blijkt dat het verschil tussen beide significant (0,000431) is van elkaar op het 1% significantieniveau. Hieruit kunnen we opmaken dat er een significant verschil is tussen beide gemiddelden van 2011 en 2015, waaruit volgt dat er wel degelijk een positieve evolutie plaatsvindt in het percentage vrouwelijke bestuurders in raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. We kunnen hierdoor hypothese 1 aanvaarden en een antwoord bieden op de eerste deelvraag van ons onderzoek. Er is wel degelijk een positieve evolutie zichtbaar in genderdiversiteit wanneer we de cijfers van 2011 vergelijken met deze van 2015.

Tabel 2: Paired samples Test

	Mean	St.Dev.	St. Error	95% c.i. of the difference		t	df	Sig.
				Lower	Upper			
2015 - 2011	,0819	,188	,0221	,037	,126	3,694	71	,000

De Europese Commissie heeft een databank opgericht waarin de grootste beursgenoteerde bedrijven van iedere Europese lidstaat opgenomen zijn. Wanneer we de gegevens van deze Europese Gender Statistics Database vergelijken met de cijfers uit ons eigen onderzoek merken we dat deze sterk overeenkomen. De cijfers in de Gender Statistics Database betreffen enkel gegevens van de Belgische ondernemingen genoteerd op de BEL20. Terwijl ons onderzoek focust op al de ondernemingen genoteerd op de Euronext Brussel. We merken wel dat de ondernemingen op de BEL20 beter presteren op vlak van genderdiversiteit in de raad van bestuur in vergelijking met de gemiddelde beursgenoteerde onderneming op de Euronext. Zo zien we dat in het begin van 2015 gemiddeld 23,4% van de bestuurders van ondernemingen genoteerd op de BEL20 van het vrouwelijke geslacht was³. Dit terwijl enkel 18,90% bestuurders van het vrouwelijke geslacht is in de ondernemingen genoteerd op de Euronext Brussel.

³ Gender statistics database: <http://eige.europa.eu/gender-statistics>

De naleving van het quota zal nauwlettend in het oog gehouden worden, zeker omdat de niet naleving ervan strenge sancties inhoudt. Zo werd eerst gepleit voor de nietigverklaring van al de beslissingen van de raad van bestuur die genomen werden zonder naleving van het quotum. Dit bleek echter een gevaar voor het bedrijfsleven, waarna de sanctie voor de niet naleving aangepast werd. Zo bestaat de sanctie erin om geen voordeel meer te verlenen aan de bestuurders waarvan de raad van bestuur niet voldoet aan het quotum. In essentie houdt dit in dat de bestuurders geen financiële vergoeding meer zullen ontvangen voor de beslissingen die ze nemen in de raad van bestuur, wanneer deze niet voldoet aan het quotum (Kluwer, 2011). Het is dus in het belang van al de bestuurders om te voorzien in de wettelijke vereisten zoals vooropgesteld in het Wetboek van Vennootschappen.

4.2 Beschrijvende statistiek

Beginnen aan de resultaten van het empirisch onderzoek doen we met een kort overzicht van de beschrijvende statistieken van de verschillende variabelen opgenomen in onze studie. Deze variabelen worden weergegeven in tabel 3 hieronder. Deze tabel geeft een kijk op de minima, maxima, gemiddelden en standaardafwijkingen van de verschillende variabelen. Deze variabelen hebben betrekking op ondernemingen waarvan al de gegevens opgenomen zijn in de studie.

Tabel 3: beschrijvende statistieken

	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaard afwijking
ROA	78	-0,1990	0,2430	0,0352	0,0878
ROE	78	-0,3910	0,5623	0,0539	0,1701
TOBIN	78	0,15	6,19	1,5650	1,1873
BM_zscore	78	-8,01	6,41	0,00	2,5167
BM_categorisch	78	5,00	12,00	8,2051	1,3519
Totaal_mannen	78	2	13	7,04	2,321
Totaal_vrouwen	78	0	7	1,82	1,501
Totaal_bestuurders	78	3	18	8,86	3,132
Perc_vrouw	78	0,00	0,44	0,1895	0,1283
Perc_belg	78	0,00	1,00	0,7376	0,2921
Perc_buitenland	78	0,00	1,00	0,2624	0,29235
Gem_leeftijd	78	48,80	66,25	56,8326	3,5606
Aantal_onafhankelijk	78	1	11	4,06	1,916
Perc_onafhankelijk	78	0,22	1,00	0,4672	0,15830
Aantal_samenkomsten	78	3	23	8,08	4,035
Aantal_comités	78	0	5	3,08	0,849
Auditkwaliteit	78	1	3	2,71	0,605
Ln_activa	78	15,28	25,10	19,8837	1,9704
Schuldgraad	78	0,02	0,88	0,3984	0,24503

Uit de bovenstaande tabel kunnen we enkele interessante bevindingen halen. Zo merken we dat bij de onafhankelijke variabele totaal_mannen er een minimum aantal mannen in de raad van bestuur zetelen van 2 en een maximum van 13. Wat hierbij ook opvalt is dat het minimum aantal vrouwelijke bestuurders op 0 ligt en het maximum 7 bedraagt. Het totaal aantal bestuurders vormen dan weer minimaal 3 en maximaal 18 bestuurders en het gemiddeld aantal bestuurders in de raden van bestuur van de onderzochte ondernemingen ligt op 8,86. Dit gemiddelde ligt in lijn met de algemene aanbeveling van het Corporate Governance Comité om de raad van bestuur niet te groot te

maken, maar ook niet te klein. Verder leunt dit gemiddelde ook aan bij het onderzoek van Lipton en Lorsch (1992), waarbij een optimale raad van bestuur uit 7 à 8 bestuurders bestaat. Het maximaal percentage vrouwelijke bestuurders ligt op 44%, terwijl gemiddeld 18,95% bestuurders van het vrouwelijke geslacht zijn. Het gemiddeld aantal bestuurders met de Belgische nationaliteit bedraagt 73,76%. De gemiddelde leeftijd van de bestuurders bedroeg 56,83 jaar. De jongste raad van bestuur had een gemiddelde leeftijd van 48,80 jaar, terwijl de oudste raad van bestuur een gemiddelde leeftijd van 66,25 jaar had.

Het aantal onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur bedroeg minimaal 1 en maximaal 11. Gemiddeld waren 4,06 leden van de raad van bestuur onafhankelijk over 78 bedrijven, dit vertaalt zich in een onafhankelijkheidspercentage van 46,72%. Verder komen de raden van bestuur gemiddeld 8,08 maal samen kwamen over het boekjaar 2015. Het minimum aantal samenkomsten lag op 3 en maximaal ontmoetten de bestuurders elkaar 23 keer in het boekjaar 2015. Het aantal comités dat opgericht werden omvatten een auditcomité, remuneratiecomité, benoemingscomité, corporate governance comité en een strategisch comité. Het minimum aantal comités dat opgericht werd in de raden van bestuur van de 78 onderzochte ondernemingen bedroegen in het extreme geval geen, daar de raad van bestuur zodanig klein was, dat de oprichting van bijkomende comités niet nodig geacht werd. De functie van de comités werd in deze gevallen door de raad van bestuur in zijn geheel uitgeoefend. Het maximaal aantal opgerichte comités bedroeg 5. Hierbij werd ieder voorgenoemd comité opgericht. Om de auditkwaliteit te meten wordt gewerkt met een code variërend van 1 tot 3. Waarbij 1 staat voor een klein auditkantoor en 3 voor een BIG 4 auditkantoor, omdat deze verondersteld worden betere kwaliteit af te leveren (Dechow et al., 1996; Knechel & Willekens, 2006). De code 2 wordt gebruikt voor een middelgroot auditkantoor. Wanneer we deze cijfers kort analyseren komen we tot de conclusie dat gemiddeld gezien vaker gewerkt wordt met een BIG 4 auditkantoor.

Wat de board monitoring index betreft vinden we enkele interessante bevindingen terug. Zo is de maximale score dat een individuele onderneming kan behalen onder de categorische board monitoring index 12. In dit onderzoek is de maximale toegewezen score 12 aan een enkele onderneming toegewezen. De tweede hoogste score bedraagt 11 en is toegewezen aan drie ondernemingen. De minimale score bedraagt 5. De gemiddelde score ligt op 8,21 voor een steekproef van 78 ondernemingen.

4.3 Correlatietabel

In tabel 4 wordt de correlatietabel weergegeven. De correlatiecoëfficiënt kan een waarde aannemen liggend tussen -1 en 1. Wanneer de waarde -0,8 of 0,8 overschrijdt, kan men spreken van multicollineariteit. Een eerste analyse van de correlatie werd gedaan aan de hand van het 'tolerance-level' en de VIF-score van de regressiemodellen. Een tweede analyse van multicollineariteit zal gebeuren aan de hand van de voorgestelde correlatietabel. In deze tabel vinden we verschillende elementen terug waaruit een hoge correlatie voortkomt, zoals bijvoorbeeld het aantal vrouwelijke bestuurders en het percentage vrouwelijke bestuurders. Een hoge correlatie tussen beide variabelen lijkt logisch, maar vormt hier geen probleem omdat beide variabelen niet samen in een regressiemodel zullen voorkomen. Ook bestaat er een sterke correlatie tussen de ROA en de ROE, ook dit vormt geen probleem aangezien beide variabelen als afhankelijke variabelen behandeld worden en niet samen in een regressiemodel opgenomen zullen worden. Ook de correlatie tussen de BM_zscore en BM_categorisch is sterk positief, maar beide variabelen zullen niet samen in een model gebruikt worden. Dit geldt overigens voor iedere variabele waarvan de correlatie meer dan 0,80 of minder dan -0,80 bedraagt.

Er zijn echter enkele interessante relaties te vinden in de correlatietabel. Zo kunnen we verwachten dat de return on assets positief beïnvloed kan worden door het percentage Belgische bestuurders, aangezien deze een significante correlatie vertoont met de ROA. Het percentage vrouwelijke bestuurders en het percentage Belgische bestuurders vertonen een significant positieve correlatie met de return on equity. De gemiddelde leeftijd geeft dan weer een significant negatieve correlatie met de Tobin's Q weer. Dit zijn enkele verwachte resultaten die gevonden kunnen worden op basis van de correlatietabel. Verder onderzoek zal evenwel nodig zijn om de relatie van de onafhankelijke variabelen op de afhankelijke variabelen te testen.

Tabel 4: Correlatietabel

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
1 ROA	1																		
2 ROE	0,896**	1																	
3 TOBIN	0,180	0,183	1																
4 BM_zscore	-0,032	0,018	0,016	1															
5 BM_categorisch	0,001	-0,008	0,056	0,907**	1														
6 aantal_mannen	0,018	0,072	-0,096	,332**	,109**	1													
7 aantal_vrouwen	0,173	,327**	-0,093	,440**	,300**	,311**	1												
8 totaal_bestuurders	0,096	0,210	-0,116	,457**	,225*	,890**	,710**	1											
9 perc_vrouwelijk	0,109	0,245*	-0,019	,336**	,285*	-0,091	,855**	,343**	1										
10 gem_leeftijd	-0,37	-0,116	-0,306**	-0,016	0,047	0,066	0,134	0,113	0,152	1									
11 perc_belgisch	,347**	,279*	0,025	-,349**	-,281**	0,202	0,061	0,179	0,042	-0,054	1								
12 perc_buitenlands	-,347**	-,279*	-0,025	,350**	,281*	0,201	0,061	0,178	0,043	0,055	1,00**	1							
13 aantal_samenkomsten	-,200	-,214	0,126	,605**	,604**	0,046	0,002	0,035	0,043	0,166	,319**	,320**	1						
14 aantal_comités	-0,002	0,004	-0,017	,659**	,574**	,236*	,286*	,312**	,238*	0,021	-,263*	,263*	0,187	1					
15 auditkwaliteit	0,128	0,198	0,051	,643**	,662**	0,138	,255*	,224*	0,212	,250*	-0,105	0,106	0,122	,323**	1				
16 aantal_onafhankelijk	-0,006	0,057	-0,121	,610**	,441**	,508**	,569**	,649**	,353**	0,066	-0,191	0,192	0,214	0,149	0,173	1			
17 percentage_onafhankelijk	-0,126	-0,176	-0,026	,334**	,367**	,229*	0,031	-0,155	0,148	0,209	-0,102	0,103	,400**	0,123	0,022	,586**	1		
18 ln_activa	0,171	0,293**	-0,121	,554**	,398**	,500**	,640**	,677**	,439**	-0,023	-,326**	,326**	0,157	,327**	,368**	,543**	0,036	1	
19 schuldgraad	0,090	,208	-0,054	,262*	,187	0,153	,403**	,307**	,323**	0,028	-0,088	0,089	0,019	0,22	0,208	0,212	-0,014	,471**	1

** . Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed)

* . Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed)

4.4 Diversiteit en financiële prestaties van de onderneming

In dit onderdeel van de masterproef wordt getracht een antwoord te formuleren op de eerste deelvraag van het onderzoek. Er wordt nagegaan of de diversiteit in de raad van bestuur een invloed heeft op de financiële prestaties van de onderneming. De regressiemodellen in dit onderdeel hebben dan ook betrekking op de financiële prestaties. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen de invloed van diversiteit van de raad van bestuur op de ROA, ROE en Tobin's Q. Er wordt steeds getracht te streven naar een significant model, waarna getracht wordt de hoogste R^2 te behalen. Wanneer het model significant is, kunnen we betrouwbare conclusies trekken. Voor het onderzoek worden verschillende regressiemodellen gebruikt. Deze worden weergegeven in de tabellen, waarbij de cijfers tussen de haakjes staan voor de standaardafwijkingen.

4.4.1 Diversiteit en de ROA

Om te beginnen worden de diversiteitskenmerken getest op de financiële prestatieratio ROA. In de modellen worden de volgende variabelen opgenomen: het percentage vrouwelijke bestuurders, de gemiddelde leeftijd, het percentage Belgische bestuurders en het percentage buitenlandse bestuurders. In de eerste vier lineaire regressiemodellen worden de kenmerken individueel getest zonder toevoeging van de controlevariabelen. Hierna worden in het vijfde model de kenmerken gezamenlijk getest waarbij de controlevariabelen opgenomen worden. Model 3 (0,002), model 4 (0,002) en model 5 (0,004) zijn alle drie significant op het 1% significantieniveau. Model 1 en Model 2 blijken niet significant te zijn op het 1, 5 of 10% significantieniveau.

Tabel 5: Regressiemodellen ROA

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Intercept	0,021 (0,018)	0,087 (0,161)	-0,042 (0,026)	0,063*** (0,013)	-0,347* (0,191)
Perc_vrouwelijk	0,075 (0,078)				-0,008 (0,082)
Gem_leeftijd		-0,001 (0,003)			0,000 (0,003)
Perc_Belgisch			0,104*** (0,032)		0,136*** (0,034)
Perc_buitenland				-0,104*** (0,032)	
Ln_activa					0,015** (0,006)
Schuldgraad					-0,009 (0,043)
F statistic	0,920	0,105	10,427	10,418	3,871
R ²	0,012	0,001	0,121	0,121	0,212
N	78	78	78	78	78

*significant 10%; **significant 5%; ***significant 1%

Model 1 en model 2 zijn beiden niet significant, waardoor geen betrouwbare conclusies getrokken kunnen worden. In model 3 blijkt de R^2 0,121 te bedragen. Dit wil zeggen dat 12,1% van de variabiliteit in de afhankelijke variabele ROA verklaard wordt door het percentage Belgische bestuurders. We merken overigens dat het percentage Belgische bestuurders een significant positieve invloed uitoefent op de financiële prestatieratio ROA op het 1% significantieniveau. Hieruit kunnen we concluderen dat raden van bestuur de return on assets positief kunnen beïnvloeden door een groter percentage bestuurders met de Belgische nationaliteit aan de raad van bestuur toe te voegen. Dit ondersteunt hypothese 4a. Verder kunnen we aldus ook concluderen dat het toevoegen van een groter percentage buitenlandse bestuurders een significant negatief effect zal hebben op de return on assets. Dit wordt verduidelijkt in model 4. In het vijfde model worden de kenmerken gezamenlijk getest, waarbij ook enkele controlevariabelen opgenomen worden. Zo wordt het logaritme van de totale activa toegevoegd (\ln_activa) en de schuldgraad van van de onderneming. Hierbij komen we uit op een significant model waardoor we betrouwbare conclusies kunnen trekken. De toevoeging van de controlevariabelen aan het model leidt ook tot een verhoging van de R^2 . We merken dat het percentage Belgische bestuurders hier voor een significant positieve invloed zorgt, terwijl de overige variabelen niet significant blijken te zijn op het 1, 5 of 10% significantieniveau. Het percentage vrouwelijke bestuurders en de gemiddelde leeftijd van de bestuurders zijn in dit model dus niet significant en beïnvloeden de return on assets in deze modellen dus niet. De controlevariabele \ln_activa blijkt in dit model wel de ROA significant positief te beïnvloeden op het 5% significantieniveau.

4.4.2 Diversiteit en de ROE

Een tweede afhankelijke variabele betreft de return on equity (ROE). In het volgende model testen we dan ook of diversifiëring van de raad van bestuur op basis van het geslacht, de leeftijd en de nationaliteit van de bestuurders een invloed heeft op de ROE van een onderneming. We doen dit onder de vorm van enkele lineaire regressiemodellen, waarbij om te beginnen de individuele invloed van de diversiteitskenmerken op de ROE getest worden. In model 1, 2 en 3 worden de individuele kenmerken van diversiteit op de return on equity getest. In model 4 wordt een bijkomende variabele opgenomen die een significante invloed blijkt te hebben op de ROE. Ook dit werd onder punt 4.4.1 gedaan, maar hier bleek het geen invloed te hebben. Om te eindigen wordt in model 5 een gezamenlijke analyse gemaakt van de diversiteitskenmerken, met in achtnaam van de controlevariabelen. Model 1 blijkt significant (0,031) te zijn op het 5% significantieniveau. Model 2 blijkt geen significant model te zijn. Het derde model is significant (0,013) op het 5% significantieniveau. Model 4 en 5 blijken beide significant op het 1% significantieniveau. Deze modellen zijn terug te vinden in tabel 6 op de volgende pagina. Wanneer we de eerste drie modellen kort analyseren merken we onmiddellijk dat het percentage vrouwelijke bestuurders en het percentage Belgische bestuurders beide een significant positieve invloed uitoefenen op de return on equity op het 5% significantieniveau. Hieruit volgt dat de raden van bestuur de return on equity positief kunnen beïnvloeden door het percentage vrouwelijke bestuurders te verhogen, alsook het percentage Belgische bestuurders te verhogen. Uit het tweede model kunnen we opmaken dat de leeftijd geen significante rol speelt, wanneer we het effect ervan meten op de ROE.

Tabel 6: Regressiemodellen ROE

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Intercept	-0,008 (0,034)	0,370 (0,310)	-0,066 (0,051)	0,016 (0,304)	-0,587 (0,356)
Perc_vrouwelijk	0,324** (0,147)			0,372** (0,145)	0,146 (0,156)
Gem_leeftijd		-0,006 (0,005)		-0,001 (0,005)	-0,002 (0,005)
Perc_Belgisch			0,163** (0,064)	0,158** (0,062)	0,225*** (0,063)
Perc_onafhankelijk				-0,200* (0,120)	-0,170 (0,114)
Ln_activa					0,031*** (0,011)
Schuldgraad					0,023 (0,080)
F statistic	4,843	1,042	6,423	3,989	4,582
R ²	0,060	0,014	0,078	0,179	0,279
N	78	78	78	78	78

* significant 10%; ** significant 5%; *** significant 1%

In het vierde model uit tabel 6 blijken zowel het percentage vrouwelijke bestuurders als het percentage Belgische bestuurders nog steeds een significante invloed uit te oefenen. In model 4 wordt een bijkomende variabele toegevoegd: het percentage onafhankelijke bestuurders. Wanneer we deze variabele toevoegen aan ons regressiemodel blijkt het een significant negatieve invloed te hebben op de ROE op het 10% significantieniveau. Dit wil zeggen dat wanneer het percentage onafhankelijke bestuurders stijgt met 1%, de ROE daalt met 0,200. De reden voor de opname van deze variabele is dat het aantal onafhankelijke bestuurders ook als diversiteit kan gezien worden en niet enkel opgenomen moet worden als variabele om de mate van monitoring van de raad van bestuur te meten. De R² van het model waarin het percentage onafhankelijke bestuurders opgenomen wordt, bedraagt 0,179. Hieruit kunnen we concluderen dat de vrouwelijke afvaardiging onder de vorm van het percentage vrouwelijke bestuurders wel degelijk een invloed uitoefent op de ROE, alsook het percentage Belgische bestuurders beïnvloedt de ROE op een positieve wijze. Dit ondersteunt zowel hypothese 2a als hypothese 4a.

In model 5 worden de controlevariabelen Ln_activa en schuldgraad opgenomen in de regressieanalyse. Wanneer dit gebeurt, merken we dat de significantie van het percentage vrouwelijke bestuurders daalt en geen significante invloed meer vertoont op het 1, 5 of 10% significantieniveau. De nationaliteit, met name het percentage Belgische bestuurders, wordt significant op het 1% significantieniveau, alsook de controlevariabele Ln_activa. Hieruit kunnen we concluderen dat het percentage Belgische bestuurders in de raad van bestuur een significante invloed uitoefent op de ROE.

4.4.3 Diversiteit en de Tobin's Q

Een derde afhankelijke variabele betreft de Tobin's Q (TOBIN). In het volgende model testen we dan ook of diversifiëring van de raad van bestuur op basis van het geslacht, de leeftijd en de nationaliteit van de bestuurders een invloed heeft op de afhankelijke variabele Tobin's Q van een onderneming. We doen dit onder de vorm van enkele lineaire regressiemodellen, waarbij om te beginnen de individuele invloed van de diversiteitskenmerken op de Tobin's Q getest worden. In het eerste model wordt het percentage vrouwelijke bestuurders op de Tobin's Q getest. Dit model blijkt niet significant op het 1, 5 of 10% significantieniveau en de R^2 onder dit model bedraagt 0,000360 wat zeer laag is. Het tweede model blijkt wel significant (0,007) te zijn op het 1% significantieniveau. Uit dit model blijkt dat de gemiddelde leeftijd een significant negatieve invloed heeft op de Tobin's Q. Wanneer de gemiddelde leeftijd met een jaar stijgt, neemt de Tobin's Q af met 0,102. Het derde model blijkt ook geen significante invloed te hebben, waardoor het percentage Belgische bestuurders geen significante invloed heeft op de Tobin's Q. Wanneer we al de diversiteitskenmerken samen in een algemeen model plaatsen met de controlevariabele Ln_activa, bekomen we een significant (0,069) model op het 10% significantieniveau. Het percentage onafhankelijke bestuurders bleek geen significante invloed uit te oefenen op de Tobin's Q en niet te leiden tot een significant model, waardoor het niet is opgenomen in de regressiemodellen. In model 4 wordt enkel de Ln_activa opgenomen als controlevariabele. De reden hiervoor is dat de toevoeging van de schuldgraad als controlevariabele voor een niet-significant model zorgt. Verder had het ook geen invloed op de R^2 .

Algemeen kunnen we concluderen uit de regressiemodellen dat het percentage vrouwelijke bestuurders, gemiddelde leeftijd en het percentage Belgische bestuurders relatief weinig variabiliteit in de Tobin's Q verklaard. Echter merken we wel dat de leeftijd van de bestuurders een rol speelt. Meer specifiek speelt de gemiddelde leeftijd van de raad van bestuur een significant negatieve rol in de prestaties van de onderneming. Dit spreekt hypothese 3a tegen.

Tabel 7: Regressiemodellen TOBIN

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Intercept	1,598*** (0,242)	7,355*** (2,074)	1,491*** (0,369)	9,242*** (2,684)
Perc_vrouwelijk	-0,176 (1,062)			-0,072 (0,158)
Gem_leeftijd		-0,102*** (0,036)		-0,104*** (0,037)
Perc_Belgisch			0,100 (0,466)	-0,151 (0,478)
Ln_activa				-0,083 (0,079)
F statistic	0,027	7,826	0,046	2,281
R^2	0,000	0,093	0,001	0,111
N	78	78	78	78

* significant 10%; ** significant 5%; *** significant 1%

4.4.4 Conclusie

We kunnen uit de voorgaande verzamelde gegevens en regressiemodellen enkele finale conclusies opmaken. Zo merken we dat het geslacht, de leeftijd en de nationaliteit een invloed hebben op de financiële prestaties van de onderneming. Toch heeft niet ieder kenmerk een significante invloed op iedere financiële ratio en is de invloed ervan niet steeds van dezelfde aard.

We merken om te beginnen dat het geslacht van de bestuurders geen significante invloed heeft op de ROA en de Tobin's Q. Het geslacht heeft daarnaast wel een significant positief effect op de ROE. De invloed van de vrouwelijke bestuursleden was significant wanneer de controlevariabelen uit het model verwijderd werden en wanneer het percentage onafhankelijke bestuurders toegevoegd werd aan het model. Wanneer de controlevariabelen toegevoegd werden aan het model, bleek er geen sprake meer te zijn van een significante invloed van het percentage vrouwelijke bestuurders. Op basis van de voorgaande regressiemodellen en de bekomen resultaten, kunnen we concluderen dat het percentage vrouwelijke bestuurders een positief effect heeft op de financiële prestaties van de onderneming gemeten door de ROE en hierdoor kunnen we hypothese 2a aanvaarden.

Het tweede interessante gegeven dat blijkt uit de onderzoeksresultaten is de invloed van de gemiddelde leeftijd van bestuurders op de financiële prestaties. Zo blijkt dat de gemiddelde leeftijd steeds een zeer kleine, maar negatieve invloed heeft op zowel de ROA als op de ROE. De invloed van de gemiddelde leeftijd bleek in het onderzoek naar beide ratio's steeds niet significant. Wanneer nadien onderzoek werd gedaan naar de ratio Tobin's Q, blijkt hierop enkel de gemiddelde leeftijd een significante invloed te spelen. De invloed ervan heeft een negatief effect op deze ratio. Op basis van de regressiemodellen en de bekomen resultaten hieruit kunnen we concluderen dat de gemiddelde leeftijd van bestuurders een negatief effect heeft op de financiële prestaties gemeten door de Tobin's Q van de onderneming en dit spreekt hypothese 3a tegen.

Een derde en laatste onderzoek naar de financiële prestatieratio's van de onderneming betreft de nationaliteit van bestuurders, gemeten door het percentage Belgische bestuurders van de onderneming. Uit deze resultaten blijkt dat het percentage Belgische bestuurders zowel op de ROA als op de ROE steeds een significant positief effect had. Zowel in de regressiemodellen waarin ze individueel getest werden als in de modellen waarin de controlevariabelen opgenomen werden. In het onderzoek naar de Tobin's Q bleek de nationaliteit op basis van de proportie Belgische bestuurders minder van belang te zijn. We kunnen hieruit concluderen dat het percentage Belgische bestuurders in de raad van bestuur een positief effect heeft op de financiële prestaties gemeten door de ROA en ROE van de onderneming en hierdoor kunnen we hypothese 4a aanvaarden.

Op basis van de voorgaande resultaten en hypothesetoetsen kunnen we een algemeen antwoord formuleren op deelvraag 2 van het onderzoek. De diversiteitskenmerken van de leden van de raad van bestuur beïnvloeden wel degelijk de financiële prestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

4.5 Diversiteit en de monitoringfunctie van de raad van bestuur

In dit onderdeel van de masterproef trachten we een antwoord te vinden op de tweede deelvraag gesteld in het onderzoeksopzet. We gaan in dit deel na of de diversiteit in de raad van bestuur een invloed heeft op de monitoringfunctie van deze raad. Om de monitoringfunctie van de raad van bestuur te meten zal gewerkt worden met een samengestelde index van de proxies van monitoring (Ararat et al., 2010). Deze proxies omvatten het aantal samenkomsten van de raad van bestuur, het aantal comités, de auditkwaliteit en het aantal onafhankelijke bestuurders. De monitoringfunctie wordt benaderd door middel van twee manieren van werken. Enerzijds aan de hand van de z-scores en anderzijds worden waardes toegekend aan de proxies variërend van 1 tot 3. We beginnen met de analyse op basis van de z-scores.

4.5.1 Diversiteit en board monitoring (1)

Een eerste wijze van aanpak gebeurt aan de hand van z-scores. Hierbij worden de verschillende proxies gestandaardiseerd aan de hand van hun z-waardes en vervolgens voor ieder bedrijf afzonderlijk gesommeerd in een index. Deze index noemen we de BM_zscore. Deze BM_zscore vormt de individuele z-score van ieder bedrijf. Na het opstellen van deze index wordt ze getest op de diversiteitskenmerken van de raad van bestuur.

Tabel 8: Regressiemodellen BM_zscore

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Intercept	-1,248** (0,484)	0,632 (4,616)	2,218*** (0,734)	-3,052 (4,216)	-9,162* (5,020)
Perc_vrouwelijk	6,587*** (2,120)			4,199** (2,027)	2,645 (2,122)
Gem_leeftijd		-0,11 (0,081)		0,028 (0,069)	0,013 (0,068)
Perc_Belgisch			-3,007*** (0,926)	-2,389*** (0,846)	-1,808** (0,870)
Ln_activa					0,408** (0,192)
Schuldgraad					0,013 (1,113)
Totaal_bestuuders				0,272*** (0,084)	0,128 (0,104)
F statistic	9,653	0,019	10,542	8,693	6,889
R ²	0,113	0,000	0,122	0,323	0,368
N	78	78	78	78	78

* significant 10%; ** significant 5%; *** significant 1%

In tabel 8 op de vorige pagina worden de regressiemodellen met betrekking tot de BM_zscore weergegeven. In de eerste drie modellen worden de kenmerken individueel getest op de samengestelde index. Hieruit volgt dat model 1 en model 3 significant zijn op het 1% significantieniveau. De R^2 behorende bij beide modellen is ook voldoende hoog om betrouwbare conclusies te trekken. Uit model 1 volgt dat het percentage vrouwelijke bestuurders een significant positieve invloed heeft op de monitoringfunctie van de raad van bestuur op het 1% significantieniveau. Hieruit kunnen we afleiden dat de monitoringfunctie stijgt met 0,06587 wanneer het percentage vrouwelijke bestuurders stijgt met 1% en de overige data constant blijven. Dit ondersteunt hypothese 2b. Het tweede model test de gemiddelde leeftijd op de board monitoring gemeten door de z-scores en is geen significant model. Dit terwijl uit model 3 blijkt dat het percentage Belgische bestuurders een significant negatieve invloed heeft op de monitoringfunctie. Dit spreekt hypothese 4b tegen. Hieruit kan men dus concluderen dat de verhoging van het percentage vrouwelijke bestuurders aan de raad van bestuur, de monitoringfunctie ervan op een positieve wijze beïnvloedt, terwijl het toevoegen van een hoger percentage Belgische bestuurders een negatieve invloed heeft.

In model 4 wordt een bijkomende controlevariabele toegevoegd: totaal_bestuurders. In dit model wordt dus rekening gehouden met de grootte van de raad van bestuur. De impact hiervan op de R^2 is aanzienlijk. Deze R^2 stijgt in dit model tot 0,323. Dit wil zeggen dat 32,3% van de totale variabiliteit van de board monitoring verklaard wordt door de onafhankelijke variabelen. Dit wil ook zeggen dat de controlevariabele een belangrijke invloed heeft in dit model. Verder blijkt dat in dit model het percentage vrouwelijke bestuurders, alsook het percentage Belgische bestuurders nog steeds een significante invloed heeft op het 5% en 1% significantieniveau, respectievelijk. Wat ook opvalt in dit model is dat het totaal aantal bestuurders een significant positieve invloed heeft op de monitoringfunctie van de raad van bestuur. Hieruit volgt dat wanneer er een bestuurder toegevoegd wordt aan de raad van bestuur, de monitoringfunctie ervan zal verbeteren. Verder blijkt model 4 ook een significant model te zijn op het 1% significantieniveau.

Wanneer we in model 5 al de controlevariabelen aan het model toevoegen, bekomen we een significant model op het 1% significantieniveau. We merken op dat de variabele percentage vrouwelijke bestuurders niet meer significant blijkt te zijn in dit regressiemodel, evenals de controlevariabele totale bestuurders. Wel merken we dat de controlevariabele \ln_activa significant blijkt te zijn op het 5% significantieniveau. Dit model geeft overigens de hoogste R^2 in vergelijking met de overige 4 modellen, daar er hier meer variabelen de variabiliteit in de board monitoring verklaren.

4.5.2 Diversiteit en board monitoring (2)

De tweede manier om de monitoringfunctie van de raad van bestuur te onderzoeken kan door de categorische board monitoring index op te stellen. Hierbij wordt een score van 1 tot 3 gegeven op de proxies van monitoring. Een laag niveau van monitoring krijgt het cijfer 1, een hoog niveau van monitoring krijgt cijfer 3. In tabel 1 kunnen de scores teruggevonden worden.

De bepaling van de scores wordt gedaan op basis van de minima, maxima en gemiddeldes van het aantal samenkomsten, aantal comités en aantal onafhankelijke bestuurders. Het gemiddeld aantal samenkomsten bedroeg 8 in boekjaar 2015. Al de waardes lager dan 8, worden gezien als laag niveau van monitoring. Al de waardes hoger dan 16 worden aanzien als hoog niveau van monitoring. Verder moet iedere beursgenoteerde onderneming een audit-, remuneratie- en nominatiecomité oprichten (Corporate Governance Committee, 2009). Het gemiddeld aantal comités dat opgericht werd, bedraagt 3. Wanneer een onderneming minder dan 3 comités opricht, wordt dit aanzien als laag niveau van monitoring. Wanneer een onderneming meer dan 4 comités opricht, wordt dit aanzien als hoog niveau van monitoring. Voor de bepaling van de onafhankelijke bestuurders worden de percentielen in rekening gebracht. Het minimumpercentage onafhankelijke bestuurders bedraagt 22% en het gemiddelde 46,72%. Wanneer een onderneming minder dan 30% onafhankelijke bestuurders aanstelt, wordt de score 1 gegeven. Wanneer een onderneming meer dan 70% van de raad van bestuur als onafhankelijke bestuurder aanstelt, wordt de score 3 gegeven. Deze scores worden gesommeerd en individueel samengevoegd in een algemene index voor ieder bedrijf.

In tabel 9 hieronder worden de diversiteitskenmerken getest op de categorische board monitoring index. Uit de vijf regressiemodellen die hierin getest worden, blijkt enkel model 2 niet significant te zijn. De overige modellen zijn allen significant op het 1% significantieniveau.

Tabel 9: Regressiemodellen BM_categorisch

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Intercept	7,107*** (0,311)	7,537** (2,965)	9,292*** (0,473)	4,780* (2,653)	1,463 (3,168)
Perc_vrouwelijk	4,172*** (1,364)			2,483* (1,276)	1,479 (1,339)
Gem_leeftijd		0,006 (0,052)		0,034 (0,044)	0,025 (0,043)
Perc_Belgisch			-1,891*** (0,597)	-1,435*** (0,532)	-1,110** (0,549)
Ln_activa					0,220* (0,121)
Schuldgraad					0,350 (0,703)
Totaal_bestuuders				0,202*** (0,053)	0,118* (0,066)
F statistic	9,357	0,015	10,042	9,814	7,558
R ²	0,110	0,000	0,117	0,350	0,390
N	78	78	78	78	78

*significant 10%; **significant 5%; ***significant 1%

In de eerste drie modellen worden de diversiteitskenmerken individueel getest op de board monitoring index. We merken hierbij dat de conclusies van de board monitoring op basis van de z-scores ook onder dit onderdeel gemaakt kunnen worden. We merken in model 1 dat ook hier het

percentage vrouwelijke bestuurders een significant positieve invloed heeft, terwijl uit model 3 blijkt dat het percentage Belgische bestuurders een significant negatieve invloed heeft op het 1% significantieniveau. Model 2 geeft een licht positieve, maar niet significante invloed van de gemiddelde leeftijd op de board monitoring index weer. Hieruit blijkt dat de aanwezigheid van een hogere proportie vrouwelijke bestuurders leidt tot een betere kwaliteit van monitoring, terwijl de ouderdom van bestuurders deze monitoring negatief beïnvloedt. Ook hier ondersteunen de modellen hypothese 2b, terwijl hypothese 4b tegengesproken wordt.

Uit model 4 blijkt dat ook hier de controlevariabele totaal_bestuurders een significant positieve invloed heeft op de board monitoring. De toevoeging van deze controlevariabele uit zich ook in een verhoogde R^2 van 0,350. Dit wil zeggen dat het percentage vrouwelijke bestuurders, de gemiddelde leeftijd, het percentage Belgische bestuurders en de totale bestuurders 35% van de variabiliteit in de board monitoring verklaren. We kunnen hier verder uit afleiden dat het percentage vrouwelijke bestuurders en het totaal aantal bestuurders een significant positieve invloed uitoefenen op de monitoringfunctie, terwijl het percentage Belgische bestuurders een significant negatieve invloed uitoefent op de monitoringfunctie van de raad van bestuur. Ook op basis van dit model kunnen we hypothese 2b aanvaarden en hypothese 4b verwerpen.

In model 5 worden de controlevariabelen ln_activa en schuldgraad opgenomen in de regressieanalyse. Wanneer we dit doen merken we een lichte stijging in de R^2 , waaruit volgt dat de beide variabelen de variabiliteit in de board monitoring deels verklaren. Wanneer de variabelen opgenomen worden in het regressiemodel, merken we dat de significantie van het percentage vrouwelijke bestuurders daalt en geen significante invloed meer vertoont op het 1, 5 of 10% significantieniveau. De nationaliteit blijft echter wel significant op het 5% significantieniveau. Verder vinden we dat ook hier de toevoeging van de controlevariabele ln_activa leidt tot een verhoogde significantie van deze variabele op het 10% significantieniveau. We kunnen uit model 5 aldus concluderen dat het percentage Belgische bestuurders in de raad van bestuur een negatieve invloed uitoefent op de monitoringfunctie.

4.5.3 Conclusie

We kunnen uit de voorgaande verzamelde gegevens en regressiemodellen enkele finale conclusies opmaken. Zo merken we dat het geslacht, de leeftijd en de nationaliteit een invloed hebben op de monitoringfunctie van de raad van bestuur. Toch blijkt niet iedere kenmerk een significante invloed uit te oefenen op de kwaliteit van monitoring en is de invloed niet steeds van dezelfde aard.

Uit het onderzoek naar de vrouwelijke afvaardiging in de raad van bestuur en het effect ervan op de monitoringfunctie van de raad van bestuur vinden we dat het percentage vrouwelijke bestuurders individueel steeds een positief significant effect heeft op de mate van monitoring. Echter, wanneer al de controlevariabelen in het onderzoek betrokken worden, merken we dat deze variabele zijn significantie verliest. In het model waarin enkel de controlevariabele totaal_bestuurders opgenomen wordt, merken we dat de vrouwelijke afvaardiging in de raad van bestuur, gemeten door het

percentage vrouwelijke bestuurders, wel significant blijft. In hypothese 2b werd gesteld dat het percentage vrouwelijke bestuurders een positieve invloed uitoefent op de monitoringfunctie van de raad van bestuur. We kunnen aan de hand van de gegevens bekomen uit de gevoerde regressiemodellen hypothese 2b aanvaarden.

De gemiddelde leeftijd van de bestuurders blijkt geen significante invloed te hebben op de monitoringfunctie gemeten op basis van de z-score en de categorische score. Op geen enkel ogenblik in de analyse hebben we een significante invloed waargenomen van de gemiddelde leeftijd van de bestuurders op de kwaliteit van monitoring van de raad van bestuur. Dit spreekt hypothese 3b tegen. Hierin werd gesteld dat de gemiddelde leeftijd van bestuurders een positieve invloed heeft op de mate van monitoring van de raad van bestuur. Hierop kunnen we geen sluitend antwoord geven, aangezien nergens in het onderzoek een significante invloed ervan is waargenomen. Hierdoor kunnen we hypothese 3b verwerpen.

Het percentage Belgische bestuurders blijkt in het onderzoek steeds een negatieve invloed te hebben op de monitoringfunctie van de raad van bestuur. In beide modellen op basis van de z-score en de categorische score kan men hypothese 4b verwerpen op het 1% (z-score) en 5% (categorisch) significantieniveau. Zo blijkt uit de analyse van de resultaten dat de nationaliteit van de bestuurders van Belgische beursgenoteerde ondernemingen, gemeten door het percentage Belgische bestuurders, een negatieve invloed uitoefent op de mate van monitoring van de raad van bestuur. Wanneer we meer gaan diversifiëren in de raad van bestuur aan de hand van verschillende nationaliteiten, zal dit dus wel een significant positieve invloed hebben.

Op basis van de voorgaande resultaten en hypothesetoetsen kunnen we een algemeen antwoord formuleren op deelvraag 3 van het onderzoek. De diversiteitskenmerken van de leden van de raad van bestuur beïnvloeden wel degelijk de kwaliteit van monitoring van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. We merken echter wel dat diversificatie op basis van geslacht, gemeten door het percentage vrouwelijke bestuurders een positieve invloed heeft en diversificatie op basis van de nationaliteit van bestuurders, gemeten door het percentage Belgische bestuurders een negatieve invloed heeft op de monitoringfunctie van de raad van bestuur.

5 Discussie en conclusie

In dit hoofdstuk worden allereerst de conclusies met betrekking tot de verschillende deelvragen van het onderzoek beantwoord. Hiervoor worden de resultaten uit de regressiemodellen besproken en samengevoegd tot een geheel. Verder worden de resultaten bekomen uit het onderzoek gelinkt met de literatuur omtrent diversiteit, om hierna een algemeen antwoord te formuleren op de centrale onderzoeksvraag. Dit is omvat in de theoretische implicaties. Hierna wordt de impact ervan op de praktijk kort toegelicht. Om te eindigen worden de limieten van het onderzoek kort besproken en er wordt een aanbeveling gedaan voor toekomstig onderzoek in de daarvoor voorziene sectie.

5.1 Conclusie

5.1.1 Theoretische implicaties

Om te beginnen werd in het onderzoek getracht een antwoord te formuleren op de eerste deelvraag. Hierbij werd de genderverdeeldheid van de raden van bestuur van 388 beursgenoteerde ondernemingen geanalyseerd over een periode van 5 jaar. Na een korte analyse bleek dat er een significant verschil bestaat in het percentage vrouwelijke bestuurders tussen 2011 en 2015. In 2015 bleek 18,90% van de raden van bestuur uit vrouwelijke bestuursleden te bestaan, terwijl dit in 2011 slechts 11,05% bedroeg. We kunnen hierbij aldus spreken van een significant positieve evolutie in de genderdiversiteit van de raden van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Deze evolutie kan verklaard worden door de invoering van het genderquota in verschillende Europese landen, en zo ook in België. De invoering ervan heeft een positieve invloed op de aanstelling van vrouwelijke bestuursleden. We merken verder dat de vervrouwelijking van de raad van bestuur het grootst blijkt te zijn in de ondernemingen genoteerd op de BEL20. Hierdoor kan een bevestigend antwoord geboden worden op de eerste deelvraag.

Een antwoord op de tweede en derde deelvraag in het onderzoek wordt gevonden na de analyse van de diversiteitskenmerken van de bestuurders op de financiële prestatieratio's van de onderneming en de monitoringfunctie van de raad van bestuur. Uit het onderzoek volgt dat de financiële prestatieratio's van de onderneming en de monitoringfunctie van de raad van bestuur beïnvloed worden door de diversiteitskenmerken van de bestuurders van de onderneming. Deze diversiteitskenmerken focussen zich op het geslacht van de bestuurders, gemeten door het percentage vrouwelijke bestuurders, de leeftijd van de bestuurders, gemeten door de gemiddelde leeftijd van de raad van bestuur en de nationaliteit van de bestuurders, gemeten door het percentage Belgische bestuurders in de raad van bestuur.

In het onderzoek naar de invloed van vrouwelijke bestuurders op de financiële prestaties van de onderneming bleek er een positief verband te bestaan tussen de aanwezigheid van vrouwelijke bestuurders en de financiële prestaties van de onderneming gemeten door de ROA en ROE. De

invloed van vrouwelijke bestuurders op de Tobin's Q bleek negatief te zijn. Echter is de invloed van het percentage vrouwelijke bestuurders enkel significant op de maatstaf ROE. Ook in de studie van Carter, Simkins en Simpson (2003) werd een positieve relatie gevonden tussen de aanwezigheid van vrouwelijke bestuurders en de waarde van het bedrijf. Verder wordt in het onderzoek van Erhardt, Werbel en Shrader (2003) ook een positieve relatie gevonden tussen de vrouwelijke aanwezigheid en de ROA en ROE. Op de monitoringfunctie van de raad van bestuur blijkt het percentage vrouwelijke bestuurders een belangrijke, invloedrijke en significante rol te spelen. Het onderzoek toont aan dat de aanwezigheid van vrouwelijk bestuursleden de monitoringfunctie sterk beïnvloedt. Dit kan verklaard worden door het onderzoek van Adams en Ferreira (2009), waaruit blijkt dat vrouwelijke aanwezigheid in de raad van bestuur leidt tot meer samenkomsten en een hoger aanwezigheidspercentage op de vergaderingen. Het aantal vergaderingen bepaalt in dit onderzoek, alsook in voorgaande onderzoeken de monitoringfrequentie (Ararat et al., 2010). Dit kan dan ook de reden zijn waarom het percentage vrouwelijk bestuurders een invloedrijke rol speelt in de board monitoring.

In het onderzoek naar de invloed van de leeftijd van bestuursleden op de financiële prestaties van de onderneming blijkt er een negatief verband te bestaan tussen de gemiddelde leeftijd van de raad van bestuur en de financiële prestaties van de onderneming gemeten door de ROA, ROE en Tobin's Q. Echter blijkt enkel de invloed van de gemiddelde leeftijd significant te zijn op de Tobin's Q. Op de overige twee maatstaven blijkt de invloed ervan niet significant te zijn. We kunnen hieruit afleiden dat de impact van oudere bestuurders op de prestaties van de onderneming negatief is. De negatieve relatie van oudere bestuurders op de financiële prestaties van de onderneming kan verklaard worden door het onderzoek van Hafsi en Turgut (2013) waaruit blijkt dat oudere bestuurders minder snel geneigd zijn risico's te nemen en daarom de groeikansen van de onderneming inperken. Op de monitoringfunctie van de raad van bestuur vinden we in de meeste modellen een licht positieve invloed van de gemiddelde leeftijd. Echter blijkt uit geen enkel model dat de leeftijd van de bestuurders een significante invloed heeft op de monitoringfunctie van de raad van bestuur. Deze licht positieve, echter niet significante invloed kan verklaard worden door het onderzoek van Kamardin, Latif, Mohd en Adam (2014), waaruit blijkt dat oudere bestuurders vaker aanwezig zijn op de samenkomsten van de raad van bestuur en hierdoor de monitoringfunctie mogelijk beter kunnen uitoefenen.

In het onderzoek naar de invloed van de nationaliteit van bestuursleden op de financiële prestaties van de onderneming blijkt er een positief verband te bestaan tussen het percentage Belgische bestuurders en de financiële prestaties van de onderneming gemeten door de ROA, ROE en Tobin's Q. Enkel in het model waarin de Tobin's Q gemeten wordt aan de hand van al de diversiteitskenmerken inclusief de controlevariabelen blijkt de nationaliteit een negatieve invloed te hebben. Het percentage Belgische bestuurders blijkt een significante invloed te hebben op de ROA en ROE in het onderzoek, waaruit blijkt dat de financiële prestaties van de onderneming positief beïnvloed worden door de nationaliteit van de bestuurders. De uitkomst van dit onderzoek sluit alweer nauw aan bij het onderzoek van Erhardt, Werbel en Shrader (2003) waaruit blijkt dat de nationaliteit van bestuurders een positieve invloed heeft op de financiële prestaties van Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen. Ook het onderzoek van Mcleod et al. (1996) toont aan dat de

toevoeging van verschillende nationaliteiten in een groep leidt tot een hogere kwaliteit van beslissingsvorming en vernieuwende ideeën, wat op zijn beurt leidt tot betere prestaties. Ook kunnen bestuurders met verschillende achtergronden beter perspectieven tegenover elkaar plaatsen (Carter et al., 2010). Op de monitoringfunctie van de raad van bestuur gemeten door het percentage Belgische bestuurders vinden we veelal een negatieve invloed terug. Dit kan dan weer verklaard worden door groepstheorie, waarin 'in-groups' en 'out-groups' gecreëerd worden. De beslissingen van minderheden zullen minder snel aanvaard worden door de meerderheid (Nielsen, 2010), waardoor de kans op monitoring verlaagd kan worden. Dit leidt tot een minder sterke verbondenheid van de bestuurders tot de raad van bestuur en ze vertonen een verlaagde loyaliteit wat leidt tot minder psychologische veiligheid (Randøy et al., 2006). We vinden in ons onderzoek een verschillende conclusie in vergelijking met de hypothese opgesteld in de literatuurstudie naar diversiteit op basis van nationaliteit. De reden hiervoor kan gevonden worden in het onderzoek van Marimuthu en Kolandaisamy (2009) waaruit blijkt dat bestuurders met een verschillende nationaliteit en achtergrond vaak als minderheidsgroepen aanzien worden en dit kan leiden tot een verminderde aanwezigheid op de vergaderingen van de raad van bestuur, waardoor de monitoringfunctie in het gedrang komt.

Na analyse van deze resultaten kunnen we een algemene conclusie opmaken met betrekking tot de invloed van diversiteit op de prestaties van ondernemingen. In dit onderzoek worden de prestaties van de ondernemingen gemeten aan de hand van financiële prestatieratio's alsook aan de hand van de monitoringfunctie van de raad bestuur, zoals centraal staat in de agency theorie. We kunnen hieruit besluiten dat diversiteit in de raden bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen zeker een belangrijke waarde heeft. Niet enkel op de economische maatstaven van de onderneming, maar ook op de kwaliteit van controleuitoefening.

5.1.2 Praktische implicaties

Het onderzoek naar diversiteit en het debat omtrent het onderwerp staat reeds enkele jaren in de spotlight. Het is dan ook van belang om in wetenschappelijk onderzoek na te gaan welke invloed diversiteit heeft in de ondernemings sfeer. Het is uitermate belangrijk voor beleidsmakers en consultants om niet met de natte vinger regelgevingen door te voeren, maar zorgen voor gestaafe beslissingen. Dit onderzoek kan hieraan meewerken. Reeds in 2011 is het genderquota in het leven geroepen, maar vindt pas uitwerking in 2017. In dit quota wordt voorgesteld om 1/3^e van de leden van de raad van bestuur uit het andere geslacht te laten bestaan. Het is dan ook van belang om na te gaan of de afvaardiging van het andere geslacht een meerwaarde biedt voor de onderneming. Verder kan wetenschappelijk onderzoek helpen met het opstellen van de codes betreffende beursgenoteerde en niet-beursgenoteerde ondernemingen. Zo wordt op heden de vernieuwde code Buysse III inzake deugdelijk bestuur in niet-beursgenoteerde ondernemingen voorgesteld.

Uit onze cijfers blijkt immers dat de vrouwelijke bestuurders zeker een meerwaarde bieden wanneer het gaat over financiële prestaties van de onderneming. Er blijkt verder ook een positieve relatie te bestaan tussen de afvaardiging van vrouwelijke bestuurders en de controlefunctie van de raad van

bestuur. De implementatie van het genderquota blijkt, wanneer we de evolutie van genderdiversiteit in de raden van bestuur analyseren, zeker een invloed te hebben. We merken dat sinds 2011 tot de laatst beschikbare cijfers in 2015 er een zeer sterke positieve evolutie ontstaan is.

Verder blijkt uit dit onderzoek dat verschillende nationaliteiten in de raad van bestuur een invloed hebben op de financiële prestaties en op de controlefuncties, waardoor in de toekomst nagedacht kan worden over de implementatie van meerdere quota's, niet enkel op basis van geslacht, maar bijvoorbeeld ook op basis van afkomst en leeftijd. Uiteraard blijft het van belang dat een onderneming haar raad van bestuur zo samenstelt dat het een meerwaarde biedt voor het individuele bedrijf en zich niet enkel baseert op basis van quota's.

5.2 Beperkingen en verder onderzoek

In dit onderdeel worden de limieten en begrenzingen van het onderzoek kort besproken. Om te beginnen moet duidelijk gemaakt worden dat het in het onderzoek gaat om 78 beursgenoteerde ondernemingen waarvan de prestaties worden geanalyseerd. Het betreft niet al de ondernemingen genoteerd op de Euronext in Brussel. De resultaten hebben enkel betrekking op de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De resultaten vertalen naar andere ondernemingen, kan leiden tot foutieve conclusies. Ook het projecteren van de conclusies naar andere landen kan leiden tot een foutieve weergave. In voorgaande studies blijkt immers dat de resultaten in andere landen sterk kunnen verschillen van elkaar.

Een tweede limitering van het onderzoek vindt zich in de kenmerken van diversiteit die gebruikt werden in het onderzoek. Het betreft in dit onderzoek enkel de diversiteitskenmerken geslacht, leeftijd en nationaliteit van de bestuurders. Wanneer men in toekomstig onderzoek een bredere basis van diversiteit aansnijdt, kan men betere modellen bekomen. Hierbij kan rekening gehouden worden met het educatief niveau van bestuurders, het aantal bestuursmandaten en CEO-dualiteit. Het meten van deze kenmerken is niet altijd even eenvoudig, daarom kan een persoonlijkere aanpak zoals gesprekken aangaan of het invullen van een vragenlijst hierbij helpen.

Een derde beperking van het onderzoek focust zich op de monitoringfunctie van de raad van bestuur. Hierbij werd gebruik gemaakt van vier proxies om deze functie te meten. In de toekomst kan men deze proxies verder uitbreiden waarbij rekening gehouden kan worden met de interactie tussen de verschillende bestuurders. Het kan dus interessant zijn om de omgang tussen bestuurders mogelijk mee in rekening te brengen om zo de kwaliteit van monitoring beter te meten.

Er moet echter ook genuanceerd worden dat er geen onderzoek gedaan werd naar het maximaal percentage vrouwelijke bestuurders of percentage Belgische bestuurders in de raad van bestuur, waardoor men niet kan concluderen dat het verhogen van het percentage vrouwelijke bestuurders of percentage Belgische bestuurders tot 100% een positieve relatie vertoont met de financiële prestaties of monitoringfunctie.

Lijst van geraadpleegde werken

Abbott, L. J., Parker, S., & Peters, G. F. (2004). Audit Committee Characteristics and Restatements. *Auditing: a Journal of Practice & Theory*, 24(1), 19.

Abdullah, S. N., & Ismail, K. N. I. K. (2013). Gender, Ethnic and Age Diversity of the Boards of Large Malaysian Firms and Performance. *Jurnal Pengurusan*, 38, 14.

Adams, R. B., De Haan, J., Terjesen, S., & Van Ees, H. (2015). Board Diversity: moving the field forward. *Corporate governance: an international review*, 23(2), 6.

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2004). *Gender diversity in the boardroom, finance working paper*. European Corporate Governance Institute.

Adams, R. B., & Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance *Journal of Financial Economics*, 19.

Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, 51.

Ahn, S., & Walker, M. D. (2007). Corporate governance and the spinoff decision. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 18.

Ali, M., Ng, Y. L., & Kulik, C. T. (2014). Board Age and Gender Diversity: A Test of Competing Linear and Curvilinear Predictions. *Journal of Business Ethics*, 125(3), 16.

Aluchna, M. (2013). Two-Tier Board. In S. O. Idowu, N. Capaldi, L. Zu, & A. D. Gupta (Eds.), *Encyclopedia of Corporate Social Responsibility*: Springer-Verlag Berlin Heidelberg.

Anderson, R. C., Reeb, D. M., Upadhyay, A., & Zhao, W. (2011). The Economics of Director Heterogeneity. *Financial Management*, 34.

Ararat, M., Aksu, M., & Cetin, A. T. (2010). Impact of Board Diversity on Boards' Monitoring Intensity and Firm Performance: Evidence from the Istanbul Stock Exchange. *SSRN Electronic Journal*, April 2010, 33.

Ararat, M., Aksu, M. H., & Cetin, A. T. (2015). How Board Diversity Affects Firm Performance in Emerging Markets: Evidence on Channels in Controlled Firms. *Corporate governance: an international review*, 23(2).

Arfken, D. E., Bellar, S. L., & Helms, M. M. (2004). The ultimate glass ceiling revisited: The presence of women on corporate boards. *Journal of Business Ethics*, 10.

Ashby, W. R. (1956). *An introduction to cybernetics*: Chapman & Hall

Belsley, D. A., Kuh, E., & Welsch, R. E. (1980). *Regression Diagnostics: Identifying influential data and sources of multicollinearity*. New York: John Wiley.

Bilimoria, D. (2006). The relationship between women corporate directors and women corporate officers. *Journal of Management Issues*, 18(1), 15.

Bohren, O., & Strom, R. O. (2010). Governance and politics: regulating independence and diversity in the boardroom. *Journal of Business Finance and Accounting*, 37(9-10), 28.

Burke, R. J. (1997). Women on Corporate Boards of Directors: A Needed Resource. *Journal of Business Ethics*, 16(9), 7.

Campbell, K., & Miguez-Vera, A. (2008). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance *Journal of Business Ethics*, 83(3), 17.

Carpenter, M. A., Geletkanycz, M. A., & Sanders, W. G. (2004). Upper Echelons Research Revisited: Antecedents, Elements, and Consequences of Top Management Team Composition. *Journal of Management*(December 2004), 30.

Carpenter, M. A., & Westphal, J. D. (2001). The Strategic Context of External Network Ties: Examining the Impact of Director Appointments on Board Involvement in Strategic Decision Making. *The academy of Management Journal*, 44(4), 22.

Carter, D. A., D'Souza, F., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2010). The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance. *Corporate governance: an international review*, 18(5), 19.

Carter, D. A., Simkins, B. J., & Simpson, W. G. (2003). Corporate Governance, board diversity, and firm value. *The Financial Review*, 38, 21.

Charness, G., & Gneezy, U. (2012). Strong evidence for gender differences in risk taking. *Journal of Economic Behavior and Organisation*, 83(1), 9.

Chatman, J. A., & Flynn, F. J. (2001). The Influence of Demographic Heterogeneity on the emergence and consequences of cooperative norms in work teams. *Acadamy of Management Journal*, 44(5), 19.

Cochran, P. L., Wartick, S. L., & Wood, R. A. (1984). The average age of boards and financial performance, revisited. *Quarterly Journal of Business & Economics*, 23(4), 7.

Coles, J., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit al. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 28.

Corporate Governance Code, 2009 (2009).

Cox, T. (2001). *Creating the Multicultural Organization*. Jossey-Bass, San Francisco.

Croson, R., & Gneezy, U. (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economic Literature*, 47(2), 27.

Daily, C. M., Certo, S. T., & Dalton, D. R. (1999). A decade of corporate women: some progress in the boardroom, none in the executive suite. *Strategic Management Journal*, 20(1), 8.

De Vries, S., van de Ven, C., Nuyens, M., Stark, K., van Schie, J., & van Sloten, G. C. (2005). Diversiteit op de werkvloer: hoe wrkt dat? Voorbeelden van diversiteitsbeleid in de praktijk.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions bij the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 37.

- Dehaene, A., Vuyst, V. d., & Ooghe, H. (2001). Corporate performance and board structure in Belgian Companies. *Long Range Planning*, 34(3), 16.
- DeZoort, F. T., Hermanson, D. R., Archambeault, D. S., & Reed, S. A. (2002). Audit Committee Effectiveness: A Synthesis of the Emperical Audit Committee Literature. *Journal of Accounting Literature*, 21, 38.
- Dionne, G., & Triki, T. (2005). Risk Management and Corporate Governance: the Importance of Independence and Financial Knowledge for the Board and the Audit Committee. *Montreal Working Paper*, 05-03.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Building theories from case study research. *The Academy of Management Review*, 14(4), 19.
- Engelen, P.-J., Laan, G. v. d., & Berg, A. v. d. (2012). Board Diversity as a Shield During the Financial Crisis. *Corporate Governance*, 27.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate governance: an international review*, 11(2), 10.
- Erickson, T., & Whited, T. M. (2012). Treating measurement error in Tobin's Q. *The Review of Financial Studies*, 25(4), 44.
- Europese Commissie. (2013). *Nationale factsheet: genderevenwicht in raden van bestuur*.
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The journal of Political Economy*, 88(2), 20.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Seperation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 25.
- Farrell, K. A., & Hersch, P. L. (2005). Additions to corporate boards: the effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 22.
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *The Academy of Management Review*, 24(3), 17.
- Golden, B. R., & Zajac, E. J. (2001). When will boards influence strategy? Inclination x power = strategic change. *Strategic Management Journal*, 22(12), 25.
- Hafsi, T., & Turgut, G. (2013). Boardroom Diversity and its effect on social performance: conceptualization and empirical evidence. *Journal of Business Ethics*, 112(3), 17.
- Hambrick, D. C., Davison, S. C., Snell, S. A., & Snow, C. C. (1998). When groups consist of multiple nationalities: towards a new understanding of the implications. *Organization Studies*, 19(2), 24.
- Harrison, D. A., & Klein, K. J. (2007). What's the difference? Diversity constructs as seperation, variety or disparity in organizations. *Acadamy of management review*, 32(4), 30.
- Hatfield, S. L. (2002). Understanding the four generations to enhance workplace management. *AFP Exchange*, 22, 4.

- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *The Journal of Financial Management Association*, 20(4), 12.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *The Academy of Management Review*, 28(3), 14.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate governance: an international review*, 6(2), 11.
- Janssens, M., & Steyaert, C. (2001). *Meerstemmigheid: organiseren met een verschil* Universitaire Pers Leuven.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems
Authors. *The journal of Finance*, 48(3), 71.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 56.
- Jhunjhunwala, S., & Mishra, R. K. (2012). Board Diversity and Corporate Performance: The Indian Evidence. *IUP Journal of Corporate Governance*, 11(3), 9.
- Johnson, S., Schnatterly, K., & Hill, A. D. (2013). Board composition beyond independence: social capital, human capital, and demographics. *Journal of Management*, 39(1), 31.
- Jones, T. M., & Gautschi, F. H. (1988). Will the ethics of business change? A survey of future executives. *Journal of Business Ethics*, 7(4), 18.
- Kamardin, H., Latif, R. A., Mohd, K. N. T., & Adam, N. C. (2014). Multiple directorships and the monitoring role of the board of directors: evidence from Malaysia. *Jurnal Pengurusan*, 42, 12.
- Kirchner, W. K. (1958). Age differences in short-term retention of rapidly changing information. *Journal of Experimental Psychology*, 55(4), 7.
- Klein, A. (1998). Firm Performance and Board Committee Structure. *Journal of Law and Economics*, 41(1), 29.
- Klein, A. (2002). Audit Committee, Board of Directors Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 26.
- Kluwer, W. (2011). Quota voor vrouwen in raden van bestuur.
- Knechel, W. R., & Willekens, M. (2006). The Role of Risk Management and Governance in Determining Audit Demand. *Journal of Business Finance and Accounting*, 24(3&4), 15.
- Knight, D., Pearce, C. L., Smith, K. G., Olian, J. D., Sims, H. P., Smith, K. A., & Flood, P. (1999). Top management team diversity, group process and strategic concensus. *Strategic Management Journal*, 20(5), 21.
- Knippenberg, D. V., Dreu, C. K. W. D., & Homan, A. C. (2004). Work group diversity and group performance: An integrative model and research agenda. *journal of applied psychology*, 89(6), 15.
- Koontz, H. (1967). *The board of directors and effective management*. New York: McGraw-Hill.

- Kramer, V. W., Konrad, A. M., & Erkut, S. (2006). Critical Mass on Corporate Boards: Why Three or More Women Enhance Governance *Executive Summary*, 11.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer*, 48(1), 19.
- Locke, K. D., & Horowitz, L. M. (1990). Satisfaction in Interpersonal interactions as a function of similarity in level of dysphoria. *Journal of Personality and Social Psychology*, 58(5), 9.
- Marimuthu, M., & Kolandaisamy, I. (2009). Ethnic and Gender Diversity in Boards of Directors and Their Relevance to Financial Performance of Malaysian Companies. *Journal of Sustainable Development*, 2(3).
- Mattis, M. C. (2000). Women Corporate Directors in the United States. In R. J. Burke & M. C. Mattis (Eds.), *Women on corporate boards of directors: International challenges and opportunities*. Dordrecht: Kluwer.
- McIntyre, M. L., Murphy, S. A., & Mitchell, P. (2007). The top team: examining board composition and firm performance. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(5), 15.
- McLeod, P. L., Lobel, S. A., & Cox, T. H. (1996). Ethnic Diversity and Creativity in Small Groups. *Small Group Research*, 27(2), 17.
- Miliken, F. J., & Martins, L. L. (1996). Searching for Common Threads: Understanding the Multiple Effects of Diversity in Organizational Groups. *The Academy of Management Review*, 21(2), 32.
- Miller, T., & Triana, M. D. C. (2009). Demographic Diversity in the Boardroom: Mediators of the Board Diversity–Firm Performance Relationship. *Journal of Management Studies*, 46(5), 32.
- Nielsen, S. (2010). Top management team diversity: A review of theories and methodologies. *International Journal of Management Reviews*, 12(3), 16.
- OECD. (2004). Principles of Corporate Governance.
- Oxelheim, L., & Randøy, T. (2003). The impact of foreign board membership on firm value. *Journal of Banking & Finance*, 27(12), 24.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: a resource dependence perspective* New York: Harper and Row.
- Platt, H., & Platt, M. (2012). Corporate board attributes and bankruptcy. *Journal of Business Research*, 65(8), 5.
- Raghunandan, K., & Rama, D. V. (2007). Determinants of Audit Committee Diligence. *Accounting Horizons*, 21(3), 15.
- Randøy, T., Thomsen, S., & Oxelheim, L. (2006). A Nordic perspective on corporate board diversity. *Nordic Innovation Centre*, 34.
- Robinson, G., & Dechant, K. (1997). Building a business case for diversity. *the academy of Management Executive*, 11(3), 11.

- Ruigrok, W., Peck, S., & Tacheva, S. (2007). Nationality and gender diversity on Swiss corporate boards. *Corporate governance: an international review*, 14(4), 12.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The journal of Finance*, 52(2), 47.
- Shrader, C. B., Blackburn, V. B., & Iles, P. (1997). Women in Management and Firm Financial Performance: An Exploratory Study *Journal of Management Issues*, 9(3), 18.
- Stiles, P., & Taylor, B. (2001). *Boards at work: how directors view their roles and responsibilities*. Oxford: Oxford University Press.
- Stock, J. H., & Watson, M. M. (2012). *Introduction to Econometrics* (Vol. Thrid Edition): Pearson Education.
- Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). Women Directors on Corporate Boards: A review and research agenda. *Corporate governance: an international review*, 17(3), 18.
- Thomas, D. A., & Ely, R. J. (1996). Making Differences Matter: A New Paradigm for Managing Diversity. *Harvard Business Review*(September-October).
- Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, 69(1), 35.
- Trinidad, C., & Normore, A. H. (2005). Leadership and Gender: A dangerous liaison? *Leadership & Organization Development Journal*, 26(7), 17.
- Tsui, A. S., Ashford, S. J., Clair, L. S., & Xin, K. R. (1995). Dealing with discrepant expectations: response strategies and managerial effectiveness. *The academy of Management Journal*, 38(6), 29.
- Tukey, J. W. (1962). The future of data analysis. *The Annals of Mathematical Statistics*, 33(1), 67.
- Twenge, J. M., Campbell, S. M., Hoffman, B. J., & Lance, C. E. (2010). Generational Differences in Work Values: Leisure and Extrinsic Values Increasing, Social and Intrinsic Values Decreasing. *Journal of Management*, 36, 26.
- Van der Walt, N., & Ingley, C. (2003). Boar Dynamics and the Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors. *Corporate governance: an international review*, 11(3), 17.
- Warner, J. (2012). The legacy of Enron. *NACD Directorship*, 38(5), 7.
- Weir, M. W. (1964). Developmental changes in problem-solving strategies. *1964*, 71(6), 18.
- Westphal, J. D., & Milton, L. P. (2000). How Experience and Network Ties Affect the Influence of Demographic Minorities on Corporate Boards. *Administrative Science Quarterly*, 45(2), 33.
- Westphal, J. D., & Zajac, E. J. (1995). Who shall govern? CEO/board power, demographic similarity, and new director selection. *Administrative Science Quarterly*, 40(1), 24.
- Wicks, D., & Bradshaw, P. (1999). Gendered organizational cultures in Canadian work organizations: Implications for creating an equitable workplace. *Management decision*, 37(4), 10.

Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1992). Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change. *The academy of Management Journal*, 35(1), 31.

Ye, K., Zhang, R., & Rezaee, Z. (2010). Does top executive gender diversity affect earnings quality? A large sample analysis of Chinese listed firms. *Advances in accounting*, 26(1), 8.

Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Board of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15(2), 44.

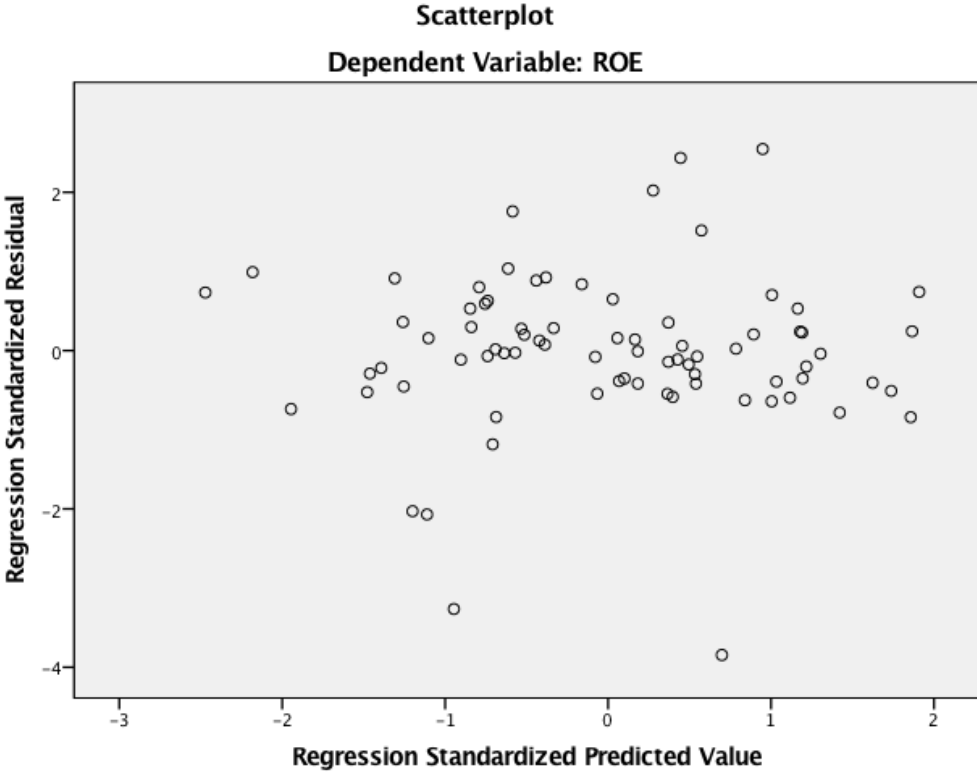
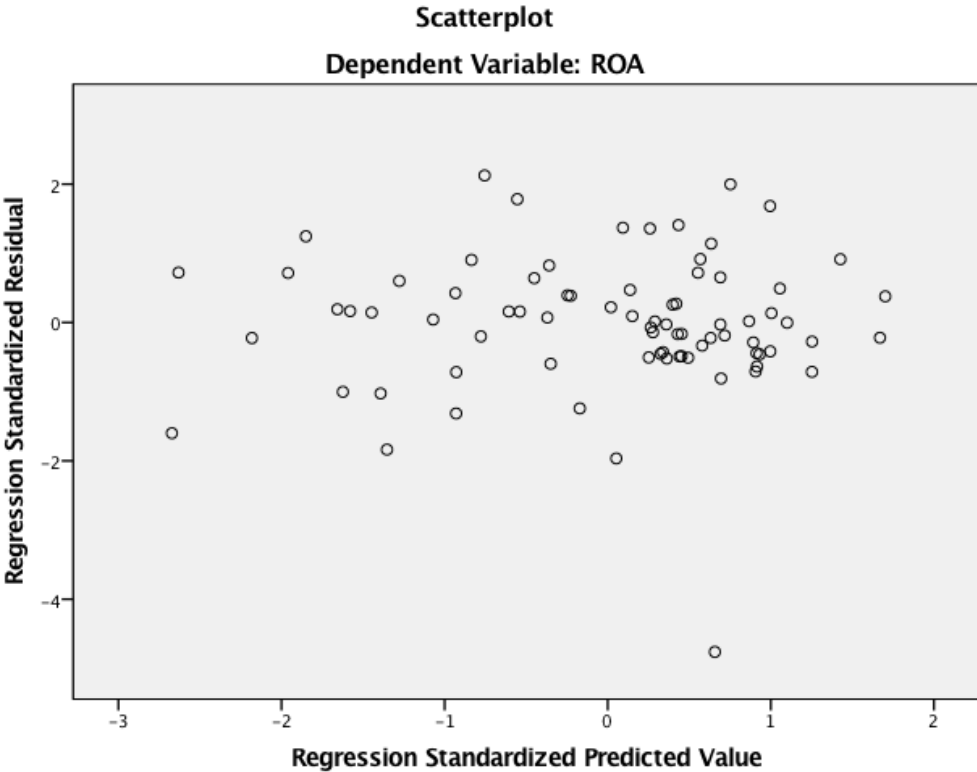
Zona, F., & Zattoni, A. (2007). Beyond the black box of demography: board processes and task effectiveness within Italian firms. *Corporate governance: an international review*, 15(5), 13.

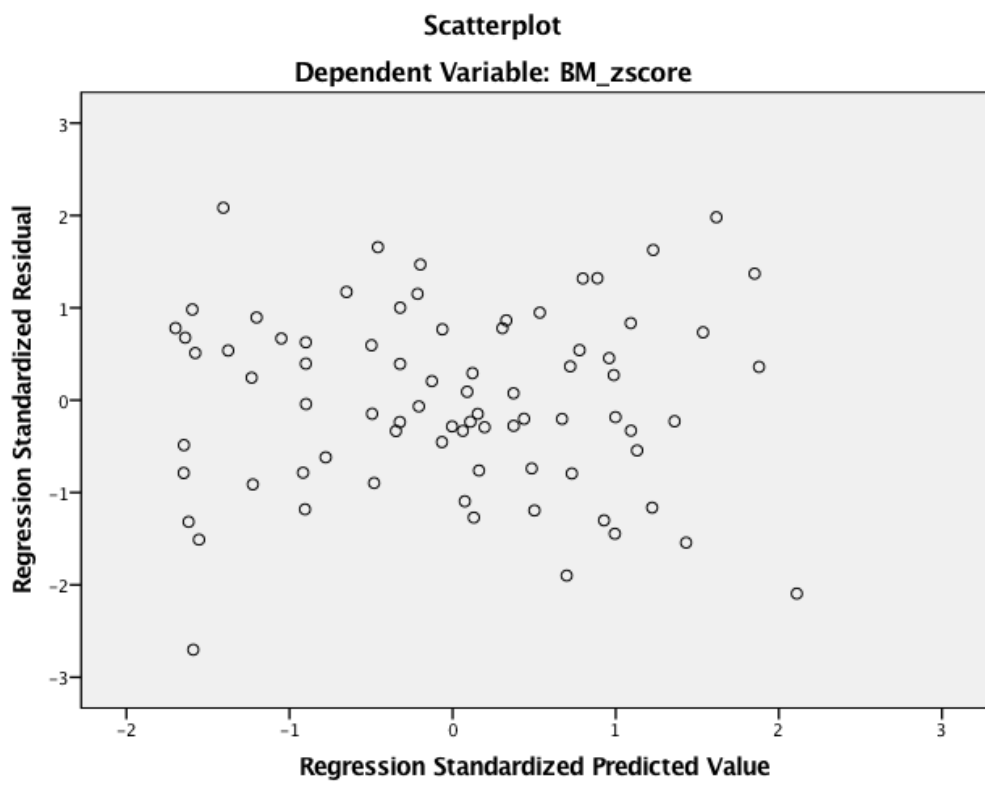
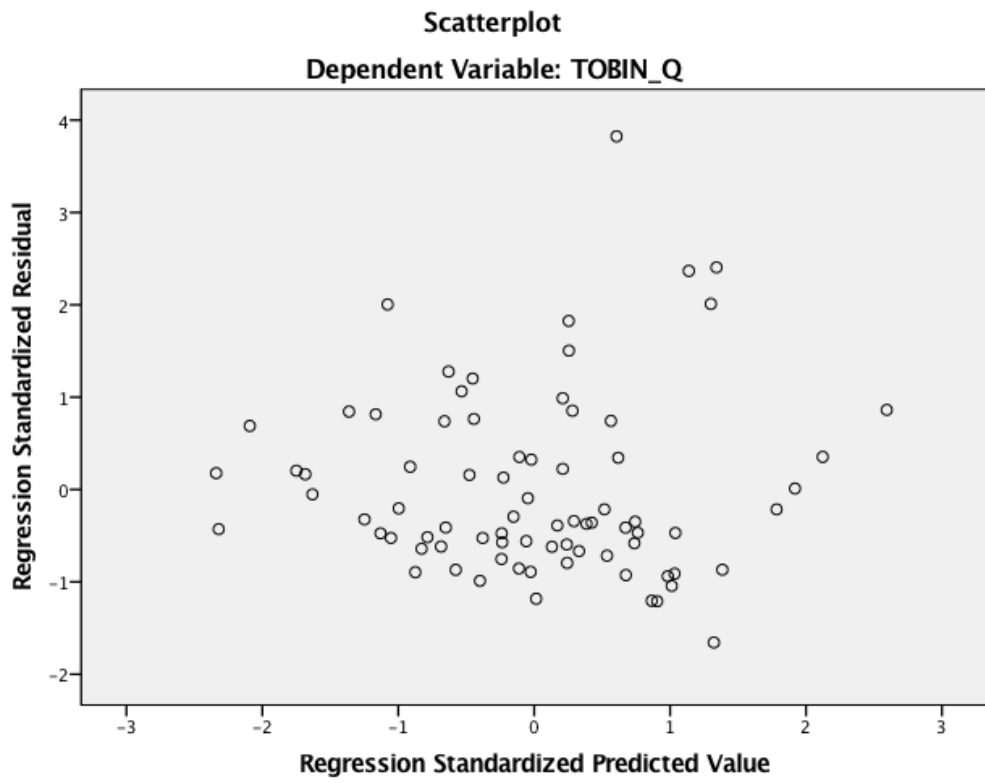
Bijlagen

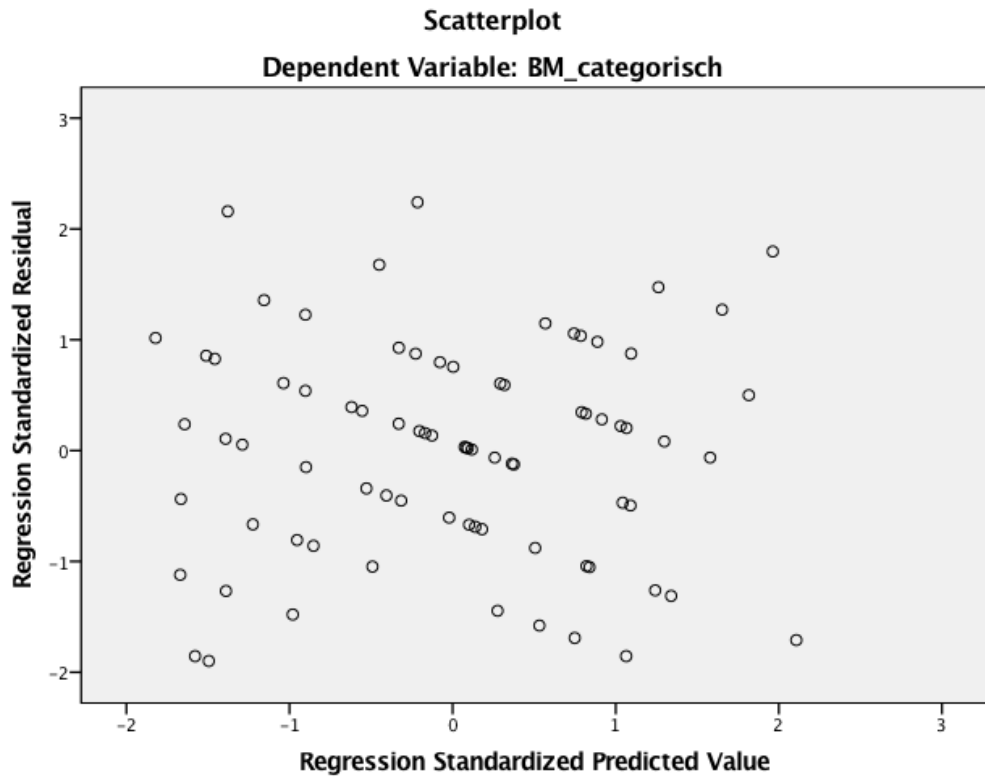
Bijlage 1: Scatterplot van de residuen

Bijlage 2: Normal probability plot

Bijlage 1: Scatterplot van de residuen

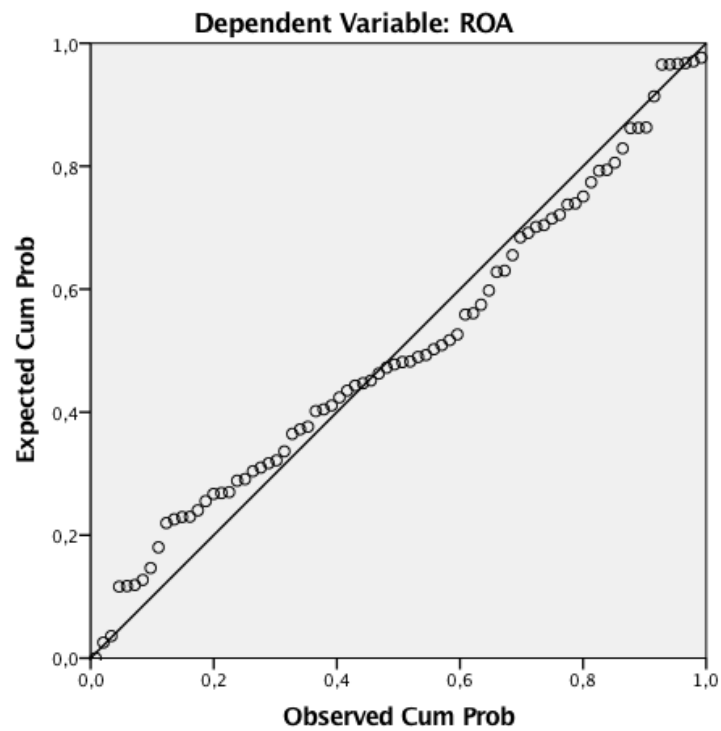




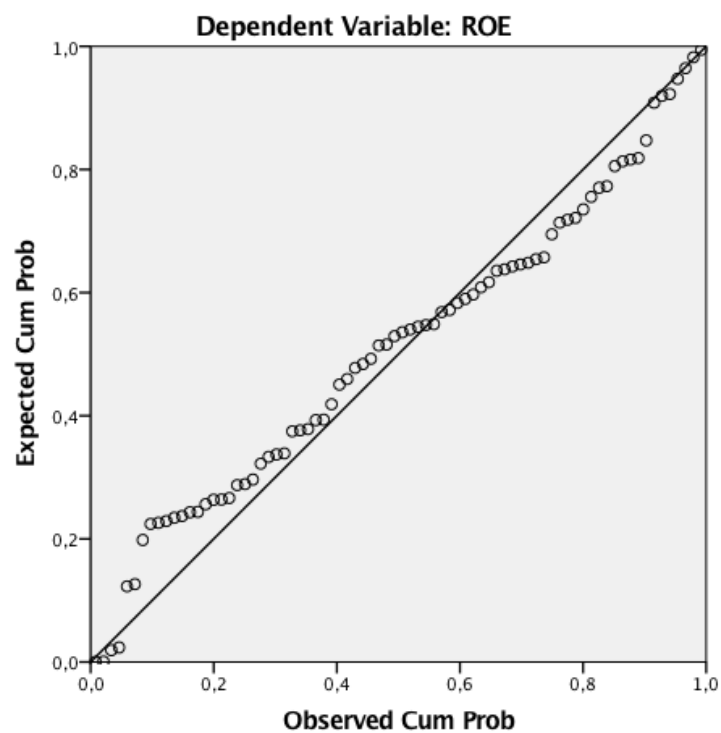


Bijlage 2: Normal probability plot

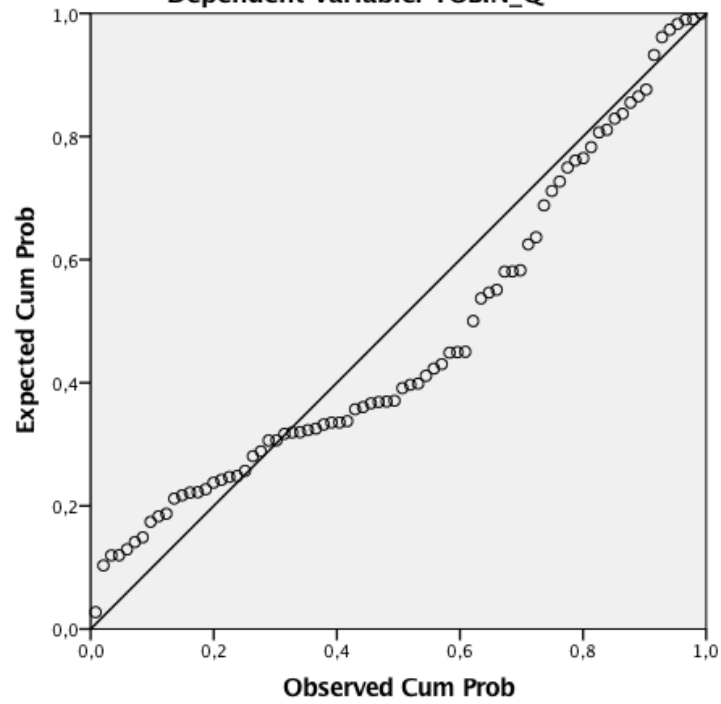
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



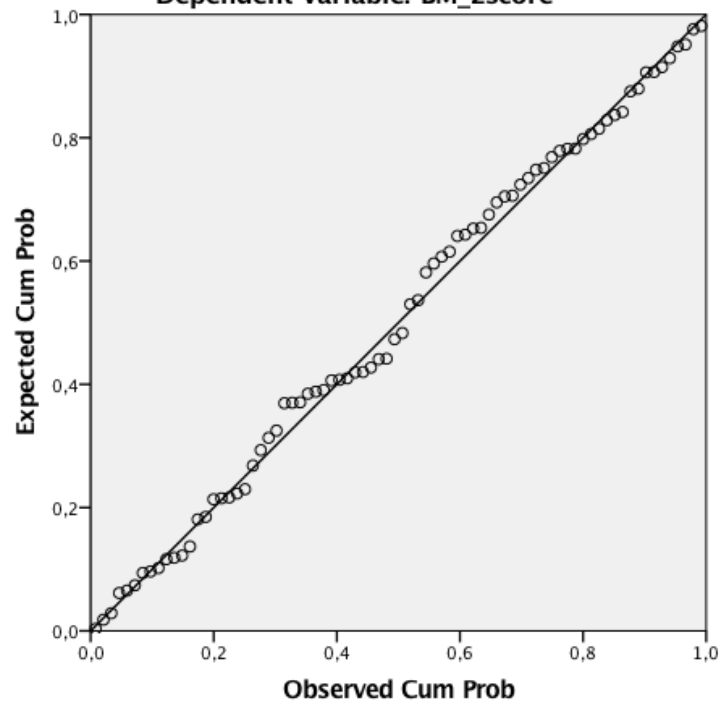
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



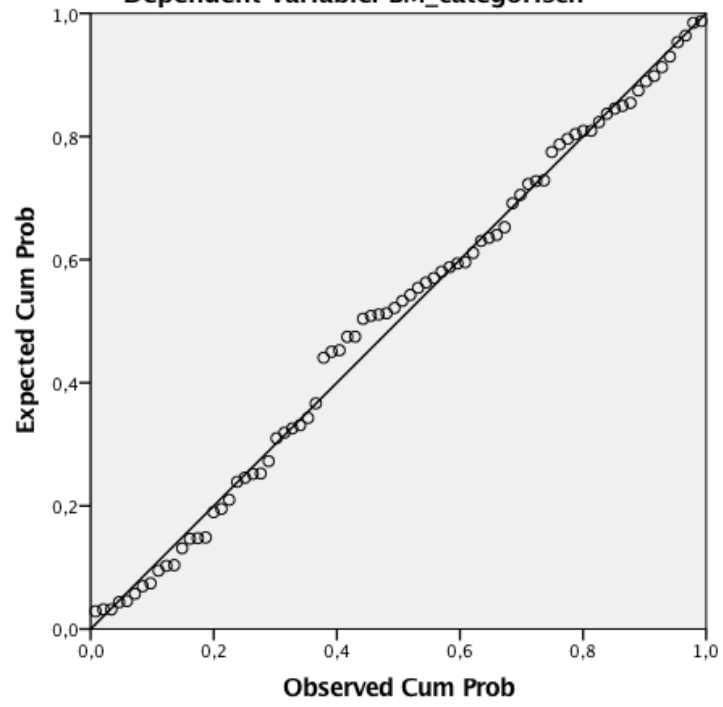
Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual
Dependent Variable: TOBIN_Q



Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual
Dependent Variable: BM_zscore



Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual
Dependent Variable: BM_categorisch



Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:
De waarde van diversiteit in raden van bestuur

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,

Vandevoort, Gerben

Datum: **29/05/2017**