



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

De waarde van de evaluatie van de raad van bestuur in beursgenoteerde bedrijven

Mohamed Lalouchi

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VORDECKERS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be

Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2017
2018



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

De waarde van de evaluatie van de raad van bestuur in beursgenoteerde bedrijven

Mohamed Lalouchi

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VOORDECKERS

Woord vooraf

Deze Masterproef is een mooie afsluiting van mijn studie in de toegepaste economische wetenschappen aan de U Hasselt. Ik heb deze masterproef geschreven gedurende het academiejaar 2017-2018.

Deze Masterproef is tot stand gekomen dankzij de hulp van een aantal mensen. Ik wil in de eerste plaats mijn promotor Prof. Dr. Wim Voordeckers en mijn begeleidster Alana Vandebeek bedanken voor hun opbouwende feedback. Daarnaast wil ik ook mijn ouders bedanken die mij moreel hebben bijgestaan gedurende mijn studie. Zonder hun zou dit allemaal niet zijn gelukt.

Veel leesplezier!

Mohamed Lalouchi

Augustus, 2018

Samenvatting

De uitdaging voor een Raad van Bestuur is om bedrijfscrisissen te voorkomen. Een manier waarop een Raad van Bestuur dit kan doen is door zijn prestaties periodiek te evalueren. Dit stelt een Raad van Bestuur in staat om Corporate Governance problemen te herkennen en te verbeteren.

In deze masterproef wordt onderzoek gedaan naar het effect van een evaluatie van de Raad van Bestuur op de bedrijfsprestaties. Panel data voor de periode 2012-2016 wordt gebruikt om het effect te analyseren. De resultaten tonen aan dat een evaluatie van de Raad van Bestuur uitgevoerd door een externe deskundige een significante positieve invloed van 10% heeft op de Tobin's Q.

Hoofdstuk 1 geeft een introductie over de relevantie van een evaluatie van de Raad van Bestuur. Een evaluatieonderzoek kan namelijk de effectiviteit van de Raad van Bestuur verhogen en de bedrijfsprestaties verbeteren. Maar ook geeft een periodieke evaluatie een positief signaal af naar de buitenwereld toe. Vervolgens worden in hoofdstuk 2 concrete onderzoeksvragen opgesteld om relevante academische literatuur omtrent de evaluatie van de Raad van Bestuur te verzamelen. De aanpak van het theoretisch en het empirisch kader worden hierin ook besproken.

Hoofdstuk 3 bestaat uit twee belangrijke delen. In het eerste deel wordt het concept 'Raad van Bestuur' uitvoerig benaderd. De verschillende rollen van de Raad van Bestuur, alsook enkele structurele kenmerken van de Raad van Bestuur die belangrijk zijn om te evalueren, worden in dit eerste deel besproken. In het tweede deel komt het evaluatieaspect aan bod. We zullen zien dat verschillende interne en externe stakeholders van een organisatie baat hebben bij een periodieke evaluatie van de Raad van Bestuur. Ook worden de kernstappen van een evaluatieproces in dit tweede deel behandeld.

Hoofdstuk 4 beschrijft de verzameling van de data voor de onderzoeksvariabelen en een omschrijving van deze onderzoeksvariabelen in deze masterproef. Ook wordt de analyseaanpak, dat a.d.h.v. lineaire regressies wordt uitgevoerd, besproken en worden enkele assumpties getest. Vervolgens worden dan in hoofdstuk 5 de regressies uitgevoerd en geanalyseerd. Tot slot worden in hoofdstuk 6 conclusies en een aanbeveling voor verder onderzoek geformuleerd.

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Lijst met tabellen

Lijst met figuren

1. Probleemstelling	1
2. Onderzoeksopzet	3
2.1 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen	3
2.2 Onderzoek aanpak	4
2.2.1 Aanpak literatuurstudie	4
2.2.2 Longitudinaal onderzoek	4
3. Literatuuroverzicht en hypothesen	5
3.1 De Raad van Bestuur	5
3.1.1 De rollen van de Raad van Bestuur	6
3.1.2 Samenstelling van de Raad van Bestuur	8
3.2 Evaluatie van de Raad van Bestuur	12
3.2.1 Externe en interne beweegredenen voor een evaluatie van de Raad van Bestuur	12
3.2.2 De kernstappen van een evaluatieproces	13
3.3 Overzicht hypothesen	20
4. Empirie: methodologie	21
4.1 Dataverzameling	21
4.2 Variabelen	21
4.2.1 Afhankelijke variabelen	21
4.2.2 Onafhankelijke variabelen	22
4.2.3 Controle variabelen	23
4.3 Overzichtsgrafieken omtrent evaluatie Raad van Bestuur	24
4.3.1 Hoeveel bedrijven voeren een formele evaluatie uit?	24
4.3.2 Interne evaluatie versus externe evaluatie	24
4.3.3 Wie voert de formele evaluatie uit?	25
4.3.4 Hoe vaak wordt er geëvalueerd?	25
4.3.5 Welke structurele kenmerken van de Raad van Bestuur worden geëvalueerd?	26
4.4 Analyse uitvoering	26
4.4.1 Lineaire regressies	26
4.4.2 Pooled OLS, random-effects of fixed-effects regressiemodellen	27
4.4.3 Autocorrelatie en heteroskedasticiteit	27
5. Empirie: resultaten	29

5.1 Beschrijvende statistieken	29
5.2 Correlaties	29
5.3 Regressies	31
5.3.1 Regressieresultaten structurele kenmerken RvB op ROA	31
5.3.2 Regressieresultaten structurele kenmerken RvB op ROE	32
5.3.3 Regressieresultaten structurele kenmerken RvB op Tobin's Q	33
5.3.4 Regressieresultaten van evaluatie RvB op ROA	34
5.3.5 Regressieresultaten van evaluatie RvB op ROE	35
5.3.6 Regressieresultaten van evaluatie RvB op Tobin's Q	37
6. Conclusie	41
6.1 Discussie van de resultaten	41
6.2 Beperkingen van de studie en aanbevelingen voor verder onderzoek	42
Lijst van geraadpleegde werken	43

Lijst met tabellen

Tabel 1: Indeling bedrijven volgens NACE-code

Tabel 2: Beschrijvende statistieken

Tabel 3: Correlatiematrix (p-waarde < 0,05 = ** en p-waarde < 0,01 = *)**

Tabel 4: Variance Inflation Factor

Tabel 5: Regressieresultaten structurele kenmerken RvB op ROA

Tabel 6: Regressieresultaten structurele kenmerken RvB op ROE

Tabel 7: Regressieresultaten structurele kenmerken RvB op Tobin's Q

Tabel 8: Regressieresultaten van evaluatie RvB op ROA

Tabel 9: Regressieresultaten van evaluatie RvB op ROE

Tabel 10: Regressieresultaten (fixed-effects) van evaluatie RvB Tobin's Q

Tabel 11: Regressieresultaten (random-effects) van evaluatie RvB op Tobin's Q

Lijst met figuren

Figuur 1: Ondernemingsmodel van Gillan (2006)

Figuur 2: Attributen van de Raad van Bestuur (Zahra & Pearce, 1989)

Figuur 3: Evaluatieproces van Kiel & Nicholson (2005)

Figuur 4: Wie zal er geëvalueerd worden? (Kiel & Nicholson, 2005)

Figuur 5: Corporate Governance Chartel model van Kiel & Nicholson (2003)

Figuur 6: Aan wie zal informatie gevraagd worden? (Kiel & Nicholson, 2005)

Figuur 7: Welke evaluatietechnieken worden gebruikt? (Kiel & Nicholson, 2005)

Figuur 8: Wie zal de evaluatie uitvoeren? (Kiel & Nicholson, 2005)

Lijst met diagrammen

Taartdiagram 1: Hoeveel bedrijven voeren een formele evaluatie uit?

Staafdiagram 1: Interne evaluatie versus externe evaluatie

Staafdiagram 2: Wie voert de formele evaluatie uit?

Staafdiagram 3: Hoe vaak wordt er geëvalueerd?

Staafdiagram 4: Welke structurele kenmerken van de RvB worden geëvalueerd?

1. Probleemstelling

Het evalueren van onze handelingen en prestaties maken deel uit van ons dagelijks leven. Denk maar aan de evaluatie van een voetballer na afloop van een voetbalwedstijd, een onderzoek na een treinramp of het opstellen van een jaarrekening en een jaarverslag aan het einde van een boekjaar. Dit zijn allemaal vormen van evaluaties en volgen vaak uit een bewuste keuze. Maar evaluaties kunnen ook vaak onbewust of spontaan gebeuren zonder dat wij er bij stil staan. Je hebt bijvoorbeeld een sollicitatiegesprek gehad en na afloop ben je alles nog eens in je hoofd aan het afspelen. Heb ik het wel goed verwoord? Kwam ik overtuigend over? Heb ik wel alles gezegd? Dit is ook een vorm van evaluatie maar is minder gestructureerd en wordt meestal niet voorbereid. Het leren uit evaluaties kan alleen maar beter worden wanneer de evaluaties bewust worden voorbereid en wanneer ze gericht zijn op een bepaald doel. Deze masterproef focust zich op de evaluatie van de Raad van Bestuur.

De Raad van Bestuur is het hoogste leidinggevende orgaan in een onderneming en is vooral verantwoordelijk voor het behalen van de strategische lange termijn doelstellingen (Adams, Hermalin, & Weisbach, 2010). Deze rol van de Raad van Bestuur is geïnspireerd vanuit de agency theorie. De agency theorie stelt dat de Raad van Bestuur opportunistisch gedrag van de managers moet vermijden om de belangen van de eigenaars van de organisatie te verwezenlijken. Een andere theorie, de resource dependency theorie, zegt dat de Raad van Bestuur een netwerkende rol moet aannemen. Dit houdt in dat de Raad van Bestuur de toegang tot hulpbronnen moet vergemakkelijken door samenwerkingen met andere bedrijven aan te gaan. Een meer pluralistische theorie is de stakeholdertheorie. Deze theorie vindt dat de Raad van Bestuur een coördinerende verantwoordelijkheid heeft en de diverse belangen van de verschillende groepen van stakeholders met elkaar moet verenigen.

De Raad van Bestuur heeft dus verschillende rollen die het kan vervullen. Maar ongeacht wat de rol van een Raad van Bestuur moet zijn, is het ook belangrijk dat een Raad van Bestuur regelmatig onderworpen moet worden aan een evaluatie. De Raad van Bestuur heeft immers een belangrijk aandeel gehad in de bedrijfsschandalen van prominente bedrijven zoals Enron, WorldCom, One.Tel., Tyco, Satyam, enz. De gevolgen van deze bedrijfsschandalen waren enorm. De aandeelhouders van bijvoorbeeld Enron zagen hun aandelen met ongeveer 74 miljard dollar dalen en duizenden werknemers bij Enron en WorldCom verloren hun jobs (Unerman et al., 2004). Deze bedrijfsschandalen hebben bijgevolg aangetoond dat een Raad van Bestuur niet alleen moet bezig zijn met de bedrijfsprestaties en de prestaties van het management (Hung, 1998), maar dat ook de gezamenlijke prestaties en de prestaties van de individuele bestuursleden regelmatig geëvalueerd moeten worden. Bovendien hebben deze schandalen er toe geleid dat er meer nood is aan transparantie over de werkzaamheden van de Raad van Bestuur. Beursgenoteerde ondernemingen zijn immers voor de financiering van hun activiteiten afhankelijk van de markt en de diverse stakeholders zijn voor het creëren van hun inkomsten afhankelijk van deze beursgenoteerde ondernemingen. Daarom is het belangrijk dat een Raad van Bestuur leiderschap en controle toont en regelmatig onder de loep wordt genomen (Kiel & Nicholson, 2005).

Ook het debat rond Corporate Governance of deugdelijk ondernemingsbestuur kwam sinds de prominente bedrijfsschandalen in een stroomversnelling. In de Verenigde Staten reageerde men met de Sarbanes-Oxley wet. Dit is een wet op het vlak van deugdelijk ondernemingsbestuur met de bedoeling om dergelijke bedrijfsschandalen in de toekomst te voorkomen. Ook in België kwamen er richtlijnen met betrekking tot deugdelijk ondernemingsbestuur voor beursgenoteerde ondernemingen na de gekende schandalen bij Lernout & Hauspie. Deze richtlijnen werden opgenomen in de Belgische Corporate Governance Code. Als gevolg van deze bedrijfsschandalen hebben de meeste westerse landen richtlijnen omtrent evaluaties in hun Corporate Governance codes opgenomen. Corporate Governance zoals de naam doet vermoeden, is de Engelse term voor deugdelijk ondernemingsbestuur en wordt gebruikt om aan te duiden hoe goed een onderneming geleid moet worden. De richtlijnen voor deugdelijk ondernemingsbestuur worden opgenomen in de Corporate Governance codes.

Kortom, wordt de evaluatie van de Raad van Bestuur best op voorhand gepland en grondig voorbereid. Het voornaamste doel van een evaluatie is dat de werking van de Raad van Bestuur en zijn bijdrage aan de bedrijfsprestaties wordt geanalyseerd en dat vervolgens conclusies worden getrokken om een effectievere Raad van Bestuur te krijgen.

2. Onderzoeksopzet

2.1 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen

In deze masterproef onderzoek ik de evaluatie van de Raad van Bestuur en de waarde dat een evaluatie kan bijbrengen aan de bedrijfsprestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De centrale onderzoeksvraag luidt daarom als volgt:

"Wat is de impact van een evaluatie van de Raad van Bestuur op de bedrijfsprestaties?"

Om deze centrale onderzoeksvraag makkelijker te beantwoorden, wordt deze opgedeeld in enkele deelvragen.

Eerst wordt onderzocht welke specifieke structurele kenmerken van de Raad van Bestuur aan bod komen tijdens een evaluatie en welke toegevoegde waarde deze structurele kenmerken hebben op de bedrijfsprestaties. De reden dat deze relatie wordt bestudeerd, is omdat de wetenschappelijke literatuur over de evaluatie van de Raad van Bestuur vaak rechtlijnig is. Het richt zich vooral op het belang van een evaluatie op de bedrijfsprestaties. Maar over het belang van een evaluatie op de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur is weinig gepubliceerd. Bovendien gaat een evaluatiemoment van de Raad van bestuur niet alleen over de gezamenlijke en individuele bijdrage van de bestuurders, maar ook over de structuren en groepen waaruit het is samengesteld. Deze hebben vervolgens een invloed op de bedrijfsprestaties. De onderzoeksvragen die hier bij horen, luiden daarom:

Deelvraag 1: Welke structurele kenmerken van de Raad van Bestuur worden geëvalueerd?

Deelvraag 2: Welke invloed hebben de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur op de bedrijfsprestaties?

Er zijn heel wat studies verricht over de impact van de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur op de bedrijfsprestaties. Omdat niet elk structureel kenmerk van de Raad van Bestuur kan worden onderzocht, beperkt deze masterproef zich tot de omvang en het aantal onafhankelijke bestuurders van de Raad van Bestuur. Ook wordt er gekeken naar het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur aangezien dit een actueel thema is binnen het Corporate Governance debat. Studies tonen aan dat het aantal onafhankelijke bestuurders en het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur een positieve en significante invloed hebben op de bedrijfsprestaties. Studies over de impact van de omvang van de Raad van Bestuur op de bedrijfsprestaties tonen zowel een negatieve als een positieve significante impact.

Tot slot zal worden onderzocht hoeveel van de Belgische beursgenoteerde bedrijven in deze studie een regelmatige evaluatie van de Raad van Bestuur houden of op zijn minst er belang aan hechten in hun Corporate Governance Charters. Er zal ook een onderscheid gemaakt worden tussen een interne en externe evaluatie voor de bedrijven die hun Raad van Bestuur regelmatig evalueren. Daarna wordt getest of zowel een interne als een externe evaluatie van de Raad van Bestuur een significante invloed hebben op de bedrijfsprestaties. De deelvraag die hier bij hoort, luidt:

Deelvraag 3: Welke invloed heeft een evaluatie van de Raad van Bestuur op de bedrijfsprestaties?

Verschillende studies hebben aangetoond dat een goed uitgewerkte evaluatie van de Raad van Bestuur en de eventuele samenwerking met een externe evaluator een positieve en significante invloed kan hebben op de ondernemingsgroei. De reden is dat naarmate een organisatie evolueert de Raad van Bestuur zich de vraag moet blijven stellen of zijn structuur en zijn werking de ontwikkeling van de organisatie ondersteunen.

2.2 Onderzoek aanpak

2.2.1 Aanpak literatuurstudie

De onderzoeksvragen zullen beantwoord worden door in de eerste plaats wetenschappelijke literatuur over de evaluatie van de Raad van Bestuur te bestuderen. Hiervoor zullen voornamelijk de elektronische bibliotheek van de U Hasselt en Google Scholar worden gebruikt. De volgende zoektermen zullen worden gebruikt: board evaluations and firm performance, board demographics and firm performance, board size, board composition, gender diversity in boards, enz. Het is de bedoeling dat aan de hand van een verkennende studie van de literatuur hypotheses worden opgesteld die relevant zijn voor het empirisch gedeelte.

2.2.2 Longitudinaal onderzoek

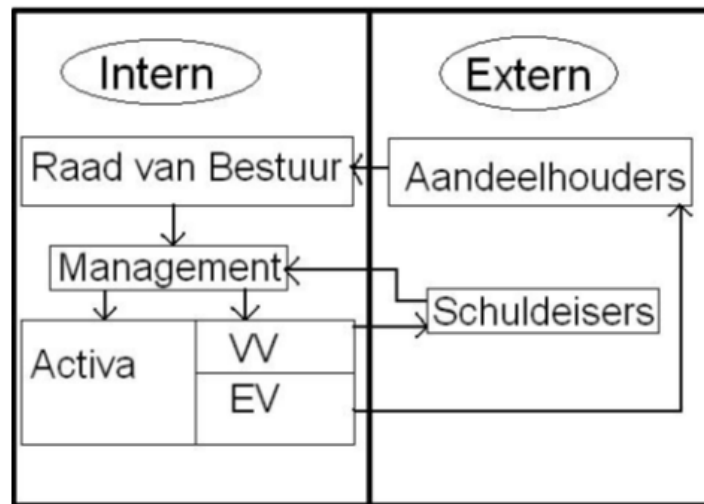
In het tweede deel van deze masterproef, het empirisch gedeelte, worden de hypotheses uit de literatuurstudie getest. Deze hypotheses worden beantwoord a.d.h.v. een longitudinaal onderzoek. Dit is een onderzoek waarbij de onderzoek variabelen over een langere periode worden gemeten. De gebruikte periode is 2012-2016 omdat zo over de meest recente data kan beschikt worden. Het doel van een longitudinaal onderzoek is om een evolutie in de onderzoeksvariabelen vast te stellen.

De data die gebruikt zal worden om deelvraag twee en drie te beantwoorden, is afkomstig van de databank Belfirst van Bureau Van Dijk. De analyse van de data zal gedaan worden aan de hand van regressieanalyses, die worden uitgevoerd met Stata. Om te bepalen of een simpel OLS regressiemodel, een 'fixed-effects' regressiemodel of een 'random-effects' regressiemodel gebruikt moet worden, zullen eerst enkele tests uitgevoerd worden.

3. Literatuuroverzicht en hypothesen

3.1 De Raad van Bestuur

De Raad van Bestuur is een belangrijk orgaan binnen een onderneming. Het vormt de brug tussen de aandeelhouders en de managers waardoor het een belangrijke rol speelt in het bestuur (Dehaene et al., 2001). Onderstaand ondernemingsmodel van Gillan (2006, p. 3) illustreert dit duidelijk.



Figuur 1: ondernemingsmodel van Gillan (2006)

Het feit dat de Raad van Bestuur een brug vormt tussen de aandeelhouders en de managers van een onderneming is om de relatie in het principaal-agent-probleem op te lossen. Het principaal-agent-probleem wordt gekenmerkt doordat de principaal en de agent verschillende belangen nastreven (Jensen & Meckling, 1976). De principaal huurt een agent in om voor hem taken uit te voeren. De agent kan omwille van asymmetrische informatie beslissingen gaan nemen die niet in lijn liggen met de belangen van de principaal maar in lijn liggen met zijn eigen belangen. De principaal zal dit kost wat kost willen vermijden door maatregelen te treffen. Deze maatregelen worden de agency kosten genoemd.

Wanneer we het principaal-agent-probleem vertalen naar de relatie tussen de aandeelhouders en de managers van een onderneming dan is er ook een probleem. De aandeelhouders huren de managers in om voor hen de winsten te maximaliseren. Maar de managers kunnen tegelijkertijd ook andere belangen nastreven. Zo kan het bijvoorbeeld zijn dat de managers nieuwe fabrieken wil openen om er op lange termijn de vruchten van te plukken. Deze kosten op korte termijn voor het bouwen van nieuwe fabrieken is in tegenstrijd met de winstmaximalisatie van de aandeelhouders op korte termijn. De aandeelhouders zullen dit verhinderen door een Raad van Bestuur aan te stellen die er op toe ziet dat de managers niet alleen hun eigen belangen behartigen maar ook die van de aandeelhouders. De Raad van Bestuur is met andere woorden een belangrijk Corporate Governance mechanisme om opportunistisch gedrag van de managers te vermijden.

Om het principaal-agent probleem dus op te lossen neemt de Raad van Bestuur een controlerende rol aan. In de meeste landen is dit ook de voornaamste rol van een Raad van Bestuur (Van Den Berghe & Levrau, 2004). De bedrijfsschandalen van de laatste twee decennia hebben de rol van de

Raad van Bestuur in het Corporate Governance debat verder aangewakkerd. We bespreken daarom in de volgende sectie de rollen die de Raad van Bestuur kan uitoefenen.

3.1.1 De rollen van de Raad van Bestuur

De taken van de Raad van Bestuur zijn wettelijk bepaald. De Raad van Bestuur heeft volheid van bevoegdheid. Dit wil zeggen dat ze alles mag beslissen tenzij wettelijk anders bepaald is. Het bepalen en goedkeuren van de strategie zijn zaken waar de Raad van Bestuur vaak mee belast is. Daarnaast zijn er nog vele verschillende rollen die Raad de van Bestuur kan uitvoeren. Er is in de literatuur geen algemene consensus over de specifieke rollen van de Raad van Bestuur. Zahra & Pearce (1989) onderscheiden bijvoorbeeld drie rollen terwijl Mintzberg (1983) zeven rollen voor de Raad van Bestuur onderscheidt. De rollen die de Raad van Bestuur kan uitoefenen zijn in elke onderneming verschillend. We lijsten daarom de belangrijkste rollen van de Raad van Bestuur op die ondersteund worden door belangrijke theorieën.

3.1.1.1 Agency theorie

Het controleren van het management en het beschermen van de aandeelhouders wordt zoals we al eerder hebben vermeld beschouwd als de voornaamste rol van de raad van bestuur (Van Den Berghe & Levrau, 2004). Deze rol wordt geïnspireerd vanuit de agency theorie waar de raad van bestuur opportunistisch gedrag moet reduceren. Het aanwerven en het ontslaan van senior managers en in het bijzonder de CEO behoort tot de controlerol van de raad van bestuur (Johnson et al., 1996). Ook wordt het nemen van belangrijke beslissingen onder de controlerol van de raad van bestuur geplaatst (Baysinger & Hoskisson, 1990). Andere taken die door onderzoekers onder de controlebevoegdheid van de raad van bestuur worden geplaatst zijn het controleren van de CEO, het toezichthouden op de strategie-implementatie, het plannen van de CEO opvolging, het evalueren en het belonen van het topmanagement (Hillman & Dalziel, 2003).

3.1.1.2 Managerial hegemony theorie

Een tweede rol van de Raad van Bestuur is in vergelijking met de controlerol een meer passieve, ondersteunende rol. De Raad van Bestuur wordt hier in een rol geduwd waarin ze voornamelijk de beslissingen van het management moeten goedkeuren. Dit is zo omdat bestuurders vaak een relatief beperkte kennis hebben om effectieve beslissingen te nemen. De Raad van Bestuur is hier met andere woorden een managementinstrument om de beslissingen van de professionele managers te ondersteunen (Hung, 1998).

3.1.1.3 Resource dependency theorie

Een derde rol die de Raad van Bestuur kan uitoefenen is de netwerkrol (Spira en Bender, 2004). Deze netwerkrol is geïnspireerd vanuit de resource dependency theorie die stelt dat bedrijven afhankelijk van elkaar zijn voor de toegang tot belangrijke hulpbronnen. Bedrijven proberen daarom banden met elkaar te creëren om de toegang tot de hulpbronnen te vergemakkelijken. De toegang tot hulpbronnen kan vergemakkelijkt worden via director interlocks (Hung, 1998). Dit wil zeggen dat er een relatie tot stand wordt gebracht tussen twee bedrijven wanneer één persoon lid is van de Raad van Bestuur van beide bedrijven. Op deze manier wordt er verzekerd dat de vereiste hulpbronnen tussen beide bedrijven worden gealloceerd.

3.1.1.4 Stakeholder theorie

Een vierde belangrijke rol die een Raad van Bestuur kan uitoefenen is een coördinerende rol. Deze rol is geïnspireerd vanuit een pluralistisch perspectief waarbij een organisatie niet alleen de belangen van de aandeelhouders en de werknemers vertegenwoordigt maar ook die van andere groepen in de maatschappij. Het doel van deze coördinerende rol is dus om de diverse belangen van deze verschillende groepen in balans te houden (Hung, 1998).

3.1.1.5 Stewardship theorie

In deze vijfde rol wordt een strategische rol voor de Raad van Bestuur weggelegd. De Raad van Bestuur zou vanuit het standpunt van de stewardship theorie zich moeten bezighouden met de strategische zaken van de onderneming. In tegenstelling tot de managerial hegemony theorie neemt de Raad van Bestuur hier een meer actieve en participerende houding aan. Bovendien wordt vanuit de stewardship theorie geen belangenconflict tussen het management en de aandeelhouders verondersteld. De stewardship theorie vertrekt namelijk vanuit een collectivistisch wereldbeeld waar de managers hun werk goed willen doen en de belangen van de onderneming vooropstellen (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Dit is in tegenstrijd met de agency theorie waar de managers opportunisten zijn en vooral het eigenbelang dienen.

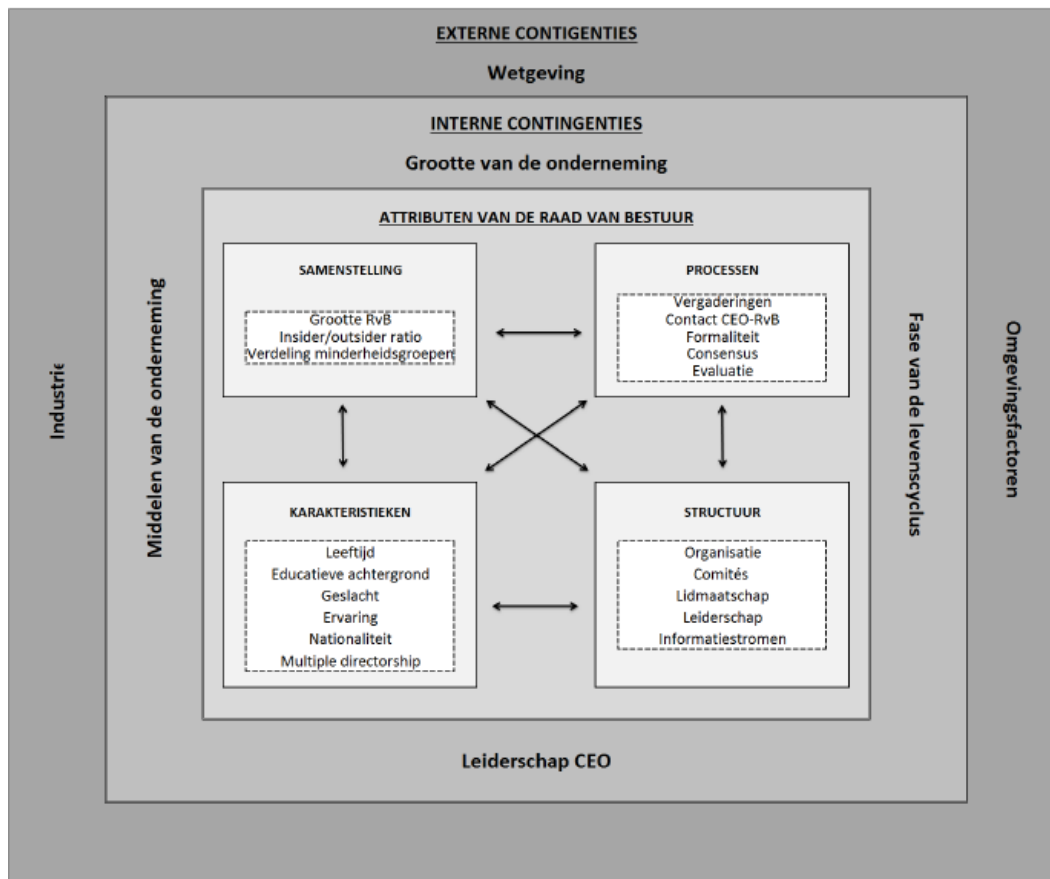
3.1.1.6 Institutionele theorie

Volgens deze laatste theorie moet de Raad van Bestuur een onderhoudende rol aannemen. De institutionele theorie stelt dat organisaties namelijk beperkingen ondervinden vanuit sociale regels en nemen gewoonten of gebruiken aan die de vorm en praktijk van de organisatie bepalen (Hung 1998). Deze druk vanuit sociale regels beperkt ook de mogelijke acties van een Raad van Bestuur. De Raad van Bestuur is een louter technisch instrument met een rol en werking als reactie op invloeden en beperkingen vanuit de externe omgeving om legitimiteit te verkrijgen.

Verder bepalen de wetgeving en de Corporate Governance codes aan welke attributen (zoals de samenstelling) de Raad van Bestuur moet voldoen. Op de samenstelling van de Raad van Bestuur gaan we in de volgende sectie dieper op in.

3.1.2 Samenstelling van de Raad van Bestuur

De Raad van Bestuur heeft volgens het model (zie figuur 2) van Zahra & Pearce (1989) vier attributen namelijk de samenstelling, de karakteristieken, de processen en de structuur. Deze studie beperkt zich tot de samenstelling van de Raad van Bestuur. Deze bestaat uit de omvang van de RvB, het aantal afhankelijke en onafhankelijke bestuurders in de RvB, en de verdeling van de minderheidsgroepen (zoals het aantal vrouwen) in de RvB. In de volgende secties gaan we er dieper op in.



Figuur 2: Attributen van de Raad van Bestuur (Zahra & Pearce, 1989)

3.1.2.1 Omvang van de Raad van Bestuur

De aandacht voor de omvang van de Raad van Bestuur heeft door het falen van grote prominente bedrijven terrein gewonnen in het Corporate Governance debat. De omvang van de Raad van Bestuur wordt gedefinieerd als simpelweg het aantal leden dat de Raad van Bestuur telt (Minichilli, Gabriellsson & Huse, 2007).

De academische literatuur over de omvang van de Raad van Bestuur steunt op verschillende theorieën omtrent Corporate Governance. De agency theorie gaat ervan uit dat de Raad van Bestuur zich opstelt als vertegenwoordigers van de verschillende aandeelhouders en stakeholders van de organisatie om de activiteiten van de managers te controleren. Een grotere Raad van Bestuur bestaat namelijk uit meer bestuurders die de belangen van de stakeholders moet verwezenlijken en daardoor de bedrijfsprestaties doen verbeteren (Van den Berghe & Levrau, 2004). Met andere woorden, zegt de agency theorie dat een grotere Raad van Bestuur de bedrijfsprestaties doen verbeteren door het beter controleren van een grote groep managers. Verder worden de voordelen van een grotere Raad

van Bestuur ook gesteund vanuit de resource dependency theorie (Hung, 1998). Deze theorie zegt dat een grotere Raad van Bestuur meer ervaring en kennis uit verschillende domeinen met zich meebrengt. Ook zou een grotere Raad van Bestuur de toegang tot schaarse hulpbronnen voor de organisatie vergroten omwille van de netwerken die de bestuurders hebben met mensen uit dezelfde of een andere industrie. Voorbeelden van hulpbronnen die waarde kunnen toevoegen aan de onderneming zijn onder andere kapitaal, belangrijke leveranciers en klanten. Met andere woorden, hoe meer bestuurders in de Raad van Bestuur hoe makkelijker de toegang de schaarse hulpbronnen en dit doet op zijn beurt de bedrijfsprestaties stijgen. Tot slot is er nog de stewardship theorie. Deze theorie veronderstelt een negatieve relatie tussen de omvang van de Raad van Bestuur en de bedrijfsprestaties (Yermack, 1996). De stewardship theorie is van mening dat wanneer de managers niet voortdurend worden gecontroleerd, zullen handelen als goede stewards of huisvaders over de middelen die ze ter beschikking hebben. Dus is er ook geen behoefte aan een grotere Raad van Bestuur om de managers te controleren. Bijgevolg is een kleinere Raad van Bestuur effectiever in het verbeteren van de bedrijfsprestaties.

Verder zijn Lipton en Lorsch (1992) een van de eerste die een cijfer hebben geplakt op het maximum aantal leden van de Raad van Bestuur. Zij zijn van mening dat de Raad van Bestuur uit maximum tien leden moet bestaan. Wanneer het aantal lager is dan tien is het optimaal omdat een Raad van Bestuur met een kleinere omvang beter functioneert omdat de kosten in termen van slechtere communicatie en besluitvorming tussen de bestuurders meer opwegen tegen de voordelen van een grotere Raad van bestuur. Daarnaast hebben ook de Corporate Governance codes richtlijnen met betrekking tot de omvang van de Raad van Bestuur opgesteld. De Belgische Corporate Governance Code 2009 bijvoorbeeld zegt dat de omvang van de Raad van Bestuur in beursgenoteerde ondernemingen efficiënt en effectief moet zijn. De Raad van Bestuur moet dus klein genoeg zijn met het oog op een efficiënte besluitvorming en groot genoeg opdat zijn leden ervaring en kennis uit diverse domeinen kunnen bijdragen (richtlijn 2.1).

Samengevat, stellen de agency theorie en de resource dependency theorie dat de omvang van de Raad van Bestuur positief gecorreleerd is met de bedrijfsprestaties terwijl de stewardship theorie een negatieve correlatie vermoedt. Om een bevestiging op de resultaten van voorgaande studies te vinden, wordt onderstaande hypothese getoetst.

Hypothese 1: *De omvang van de Raad van Bestuur is positief gecorreleerd met de bedrijfsprestaties.*

3.1.2.2 Interne (afhankelijke) versus externe (onafhankelijke) bestuurders

Het aantal afhankelijke en onafhankelijk bestuurders in de Raad van Bestuur is een belangrijk onderwerp binnen het Corporate Governance debat (Zahra & Pearce, 1989). De meeste Corporate Governance codes geven aan dat de samenstelling van de Raad van Bestuur moet bestaan uit een combinatie van afhankelijke en onafhankelijke bestuurders. Deze aanbeveling is voornamelijk geïnspireerd vanuit de agency theorie. Deze theorie stelt dat belangenconflicten tussen aandeelhouders en managers worden gereduceerd wanneer een Raad van Bestuur opportunistisch gedrag van managers in het oog houdt (Fama & Jensen, 1983). Het toezicht van de Raad van Bestuur op de managers is volgens de agency theorie effectiever wanneer er meer externe bestuurders aanwezig zijn. Externe bestuurders spelen namelijk een belangrijke rol in het verzekeren van de

onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur. Ze zullen het management scherp houden en een onafhankelijke kijk geven op de gang van zaken (Fama & Jensen, 1983). Voor een organisatie kan dit uiteraard helpen om de strategie te verbeteren en om eventuele problemen op een andere manier aan te pakken.

Verder wordt de oproep voor meer externe bestuurders in de Raad van Bestuur ook toegejuicht vanuit de stewardship theorie (Hung, 1998). De stewardship theorie is in tegenstelling tot de individualistische visie van de agency-theorie geïnspireerd vanuit een meer pluralistisch perspectief. In deze theorie is de focus gericht op de gemeenschappelijke belangen van de verschillende stakeholders van de onderneming. De managers zullen zich met andere woorden als stewards gedragen om de belangen van de verschillende stakeholders te behartigen. Dus aangezien een onderneming een balans moet vinden tussen de diverse belangen van de verschillende stakeholders in de maatschappij zal er meer behoefte zijn naar onafhankelijk advies van externe bestuurders om die balans te vinden.

Tot slot is er in de academische literatuur ook heel wat terug te vinden over de impact van externe bestuurders op de bedrijfsprestaties. In tegenstelling tot het optimale aantal externe bestuurders is er nog wel geen algemene consensus. Shleifer & Vishny (1997) en Klein (1998) vonden bijvoorbeeld een positieve relatie tussen de mate van externe bestuurders en de bedrijfsprestaties terwijl Coles, McWilliams, & Sen (2001) een negatieve relatie vaststelden. Andere studies tonen dan weer aan dat er geen relatie is tussen de verhouding van externe bestuurders in de Raad van Bestuur en de bedrijfsprestaties (Adams & Jiang, 2016). Uit deze studie bleek dat alleen de financiële expertise van de externe bestuurder significant is met de bedrijfsprestaties. Duchin et al. (2010) stelden dan weer vast dat de effectiviteit van externe bestuurders afhankelijk is van de kosten voor het verzamelen van informatie over het bedrijf. Wanneer de kosten laag zijn, stijgen de bedrijfsprestaties als het aantal externe bestuurders in de Raad van Bestuur toeneemt. Omgekeerd zullen de bedrijfsprestaties dalen wanneer de kosten voor het verzamelen van informatie hoog zijn en het aantal externe bestuurders toeneemt.

Samengevat, stellen de agency theorie en de stewardship theorie dat het aantal onafhankelijke bestuurders positief gecorreleerd is met de bedrijfsprestaties. De volgende hypothese wordt dus getoetst om de resultaten uit eerdere studies te bevestigen.

Hypothese 2: Het aantal onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur is positief gecorreleerd met de bedrijfsprestaties.

3.1.2.3 Vrouwen in de Raad van Bestuur

De laatste jaren hebben verschillende landen richtlijnen en/of dwingende wetten ingevoerd om het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur te laten toenemen (Adams & Ferreira, 2009). Het doel van deze regelgevende interventies is om een einde te maken aan de ongelijkheid die vrouwen ervaren in topfuncties. Ondanks de regelgevende interventies haalt de vertegenwoordiging van vrouwen in de Raad van Bestuur nog steeds niet de gewenste niveaus.

De aanwezigheid van vrouwen in de Raad van Bestuur biedt heel wat voordelen. Vanuit een ethisch standpunt hebben studies aangetoond dat diversiteit in de Raad van Bestuur de mogelijkheid van een organisatie vergroot om een balans te vinden in de diverse belangen van de verschillende

stakeholders (Harjoto et al., 2015). Vanuit een economisch standpunt hebben studies aangetoond dat er een positieve relatie bestaat tussen het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur en de bedrijfsprestaties (Reguera-Alvarado et al., 2017). Echter zijn er ook studies die een negatieve relatie vaststellen (De Andres et al. 2005) en studies die helemaal geen relatie vaststellen (Rose, 2007). Ondanks dat er nog geen eensgezindheid hierover is, zijn er toch drie belangrijke argumenten die de positieve relatie tussen genderdiversiteit in de Raad van Bestuur en de bedrijfsprestaties ondersteunen. Ten eerste, verschillen vrouwen op bepaalde vlakken met mannen. Vrouwen zijn bijvoorbeeld meer risico-avers dan mannen (Croson & Gneezy, 2009) en kiezen eerder voor duurzame investeringen (Apesteguia et al., 2012). Op basis van deze intrinsieke eigenschappen, zouden vrouwen een toegevoegde waarde kunnen zijn in een Raad van Bestuur die gedomineerd wordt door mannen. Een tweede argument is te vinden in de financiële markt. Investeerders en marktopiniemakers nemen de genderverdeling van de Raad van Bestuur in rekening bij het maken van investeringsbeslissingen en het opstellen van rapporten. Het toenemen van het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur zou immers een positieve invloed hebben op de vraag naar de aandelen en dus ook op de bedrijfswaarde (Bear et al., 2010). Een derde belangrijk argument, is dat studies die een negatieve relatie of geen relatie van het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur en de bedrijfsprestaties veronderstellen, te maken hebben met een lage of hoge vertegenwoordiging van vrouwen in de Raad van Bestuur. Dit zou namelijk tot vertekende resultaten leiden (Joecks et al., 2013).

Samengevat hebben tal van studies aangetoond dat genderdiversiteit in de Raad van Bestuur moet toenemen en dat met behulp van dwingende regelgeving dit kan gerealiseerd worden. Daarnaast zal in deze masterproef nieuw bewijs geleverd worden over de relatie tussen een toename van het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur en de bedrijfsprestaties. De hypothese die hierbij hoort, luidt:

Hypothese 3: *Het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur is positief gecorreleerd met de bedrijfsprestaties.*

3.2 Evaluatie van de Raad van Bestuur

Regelmatige evaluaties van de Raad van Bestuur maken deel uit van het kader omtrent Corporate Governance. Een goed bestuur zorgt namelijk voor een goede besluitvorming. De Raad van Bestuur is een groep van bestuurders dat werkzaamheden verricht. Nu en dan moeten de werkzaamheden van de Raad van Bestuur ook geëvalueerd worden zoals iedere manager of werknemer regelmatig wordt geëvalueerd. Gedragspsychologen en experts in het domein van organisatieleren zijn het er namelijk mee eens dat mensen en organisaties niet kunnen leren zonder feedback te krijgen (Sonnenfeld, 2002). Een goed functionerende Raad van Bestuur kan alleen maar beter werken wanneer het regelmatig wordt geëvalueerd. In dit tweede deel van de literatuurstudie worden eerst de beweegredenen voor het uitvoeren van een evaluatie van de Raad van Bestuur besproken. Vervolgens worden de stappen van een effectief evaluatieproces behandeld om dan af te sluiten met de invloed van een evaluatie van de Raad van Bestuur op de bedrijfsprestaties.

3.2.1 Externe en interne beweegredenen voor een evaluatie van de Raad van Bestuur

De externe redenen voor het houden van een evaluatie van de Raad van Bestuur zijn heel uitlopend. Zoals eerder vermeld is een evaluatie van de Raad van Bestuur een richtlijn die vermeld staat in de meeste Corporate Governance codes. De Belgische Corporate Governance Code 2009 stelt dat een Raad van Bestuur onder leiding van zijn voorzitter zijn omvang, zijn samenstelling en zijn prestaties best regelmatig evalueert (richtlijn 4.11). Daarnaast kan een evaluatie ook op individueel niveau gebeuren waarbij de bijdrage van elke bestuurder periodiek wordt beoordeeld met als doel om eventueel de samenstelling van de Raad van Bestuur te kunnen aanpassen (richtlijn 4.13).

Naast het niet-bindend regelgevend kader van de Corporate Governance codes zijn er ook andere externe redenen voor het uitvoeren van een evaluatie van de Raad van Bestuur. Er is bijvoorbeeld een toenemende vraag van aandeelhouders en andere stakeholders naar een meer transparantere werking van de Raad van Bestuur. De aandeelhouders nemen immers risico door kapitaal ter beschikking te stellen en de stakeholders nemen op hun beurt ook risico door te 'investeren' in de organisatie. Door een regelmatige evaluatie zouden de aandeelhouders en de stakeholders dus meer transparantie moeten krijgen (Minichilli et al., 2007). Bovendien kunnen deze evaluaties er toe leiden dat een mechanisme van externe verantwoordelijkheid wordt opgezet wat op zijn beurt bijdraagt aan het proces van vertrouwen en reputatie (Daily & Dalton, 2003).

Verder is er ook nog de financiële gemeenschap zoals de beurzen en de regelgevende autoriteiten die waarde hechten aan evaluaties van de Raad van Bestuur. Zij ranken de bedrijven op basis van hun waarde creërend potentieel door naar onder andere de activiteiten van de Raad van Bestuur te kijken en of ze wel of niet regelmatig evaluaties houden (Minichilli et al., 2007). Hieruit kan worden opgemaakt dat een evaluatie van de Raad van Bestuur een positieve invloed heeft op de bedrijfsprestaties. De hypothese die getoetst zal worden, luidt:

Hypothese 4: Een evaluatie van de Raad van Bestuur is positief gecorreleerd met de bedrijfsprestaties.

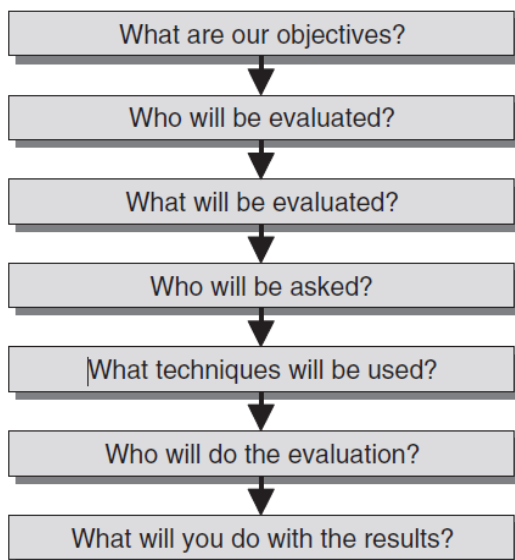
Daarnaast zijn er ook interne redenen om een evaluatie van de Raad van Bestuur te houden. Regelmatige evaluaties van de Raad van Bestuur zorgen in de eerste plaats ervoor dat de individuele

en collectieve rolverdeling worden verduidelijkt (Graf, 2007; Leblanc, 2005). Een evaluatie van de Raad van Bestuur kan ook helpen bij het bouwen van een vertrouwensrelatie tussen de bestuurders, aandeelhouders, managers en werknemers (Conger et al., 1998). Long (2006) haalde ook aan dat RvB evaluaties de besluitvorming, de communicatie tussen de bestuurders, leiderschap en teamwerk verbeteren. Voor de managers en werknemers (interne stakeholders) is een evaluatie van de Raad van Bestuur belangrijk om na te gaan wat de betrokkenheid van de Raad van Bestuur is in het ondernemingsgebeuren. Hier wordt er geëvalueerd hoe dat de Raad van Bestuur helpt om de bedrijfsdoelstellingen te bepalen en hoe ze de identiteit van de onderneming mee helpt vorm te geven (Huse, 2005). Bovendien kan de Raad van Bestuur zelf een behoefte hebben aan een evaluatie om zijn interne werking te verbeteren door haar sterktes en zwaktes te identificeren (Conger et al., 1998). Het voordeel van een dergelijke evaluatie is dat het onder andere helpt de taakverdeling beter te specificeren, de besluitvorming te verbeteren en de communicatie tussen de bestuurders te vergemakkelijken.

Kortom, het evalueren van de prestaties van de Raad van Bestuur wordt steeds belangrijker omwille van twee belangrijke redenen. Ten eerste zijn er sommige aandeelhouders en stakeholders die vragen voor een verplichte evaluatie van de Raad van Bestuur om transparantie en verantwoordelijkheid te promoten. Ten tweede zijn er ook duidelijke voordelen verbonden aan de interne werking van de Raad van Bestuur en aan de bedrijfsprestaties wanneer de bestuurders bereid zijn om mee te doen aan een open en eerlijke evaluatie van hun prestaties.

3.2.2 De kernstappen van een evaluatieproces

Kiel & Nicholson (2005) stelden 7 vragen op die beantwoord moeten worden voor het uitvoeren van een effectief evaluatieproces voor de Raad van Bestuur. Deze 7 vragen staan in onderstaande figuur opgesomd.



Figuur 3: Evaluatieproces van Kiel & Nicholson (2005)

3.2.2.1 Wat is de doelstelling van de evaluatie?

De eerste vraag die beantwoord moet worden gaat over de reden of de doelstelling voor het houden van een evaluatie van de Raad van Bestuur. In de vorige sectie werden enkele beweegredenen

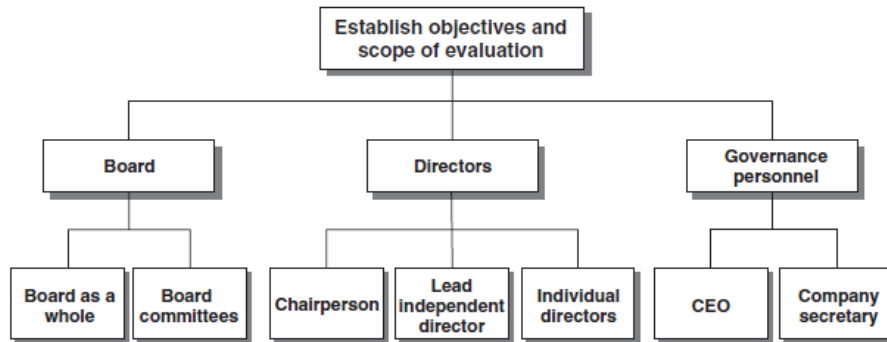
uitvoerig besproken. Het antwoord op deze vraag kan over het algemeen in twee categorieën ingedeeld worden (Kiel & Nicholson, 2005). Enerzijds wil een Raad van Bestuur een evaluatie uitvoeren om leiderschap te tonen omdat ze bijvoorbeeld ervan overtuigd zijn dat het beoordelen van de prestaties essentieel is voor een goed bestuur. Anderzijds kan een Raad van Bestuur een evaluatie uitvoeren om problemen op te lossen (Rasmussen, 2015). Bijvoorbeeld als de Raad van Bestuur niet effectief of niet efficiënt werkt kan er een evaluatie uitgevoerd worden.

De meeste ondernemingen kiezen ervoor om periodiek (meestal om de twee à drie jaar) een evaluatieonderzoek van de Raad van Bestuur te organiseren. Andere ondernemingen kiezen ervoor om het frequenter te doen zoals bij elke bijeenkomst van de Raad van Bestuur.

3.2.2.2 Wie zal er geëvalueerd worden?

Wanneer de doelstelling geformuleerd is dan moet de Raad van Bestuur beslissen wiens prestatie zal geëvalueerd worden. Als de doelstelling bijvoorbeeld is dat de Raad van Bestuur niet effectief werkt dan is het vanzelfsprekend dat de Raad van Bestuur in zijn geheel zal geëvalueerd worden. De Raad van Bestuur moet dan drie groepen in beschouwing nemen als ze haar prestaties wil evalueren (Kiel & Nicholson, 2005). Deze zijn de Raad van Bestuur in zijn geheel (inclusief de comités), de individuele bestuurders (inclusief de rollen van de voorzitter) en de sleutelfiguren van het bestuur (in het algemeen de CEO). De kost- en tijdsbeperkingen van het evaluatieonderzoek bepalen enerzijds vaak de reikwijdte en de diepte van de evaluatie van de Raad van Bestuur. Anderzijds kan de Raad van Bestuur een zeer specifieke doelstelling (zoals beantwoord in de eerste vraag) hebben waarbij een evaluatie van alle individuen en groepen (zie figuur 4) niet nodig is.

Om de meest geschikte individuen of groepen van de Raad van Bestuur te selecteren voor een evaluatieonderzoek, die gebaseerd zijn op de doelstellingen beantwoord in vraag 1, maken Kiel & Nicholson (2005) gebruik van een vierstappenproces. De eerste stap in het proces bestaat uit het identificeren van de rollen die een duidelijke impact hebben op de evaluatiedoelstellingen. Ook moet er een uitgebreide lijst van individuen of groepen, die invloed hebben op de doelstellingen, samengesteld worden. Een evaluatie die bijvoorbeeld gericht is op het verbeteren van de informatiestroom (=evaluatiedoelstelling) naar de raad van bestuur zal uit een lange lijst van mogelijke kandidaten, die geëvalueerd moeten worden, bestaan. De CEO is een mogelijke kandidaat die geëvalueerd kan worden aangezien de CEO ook verantwoordelijk is voor het ontwikkelen en verspreiden van informatie aan de raad van bestuur. De tweede stap bestaat vervolgens uit een afweging van de potentiële voordelen om elke mogelijk kandidaat (individu of groep) te evalueren. Door de voordelen van elke kandidaat op te lijsten en te categoriseren zal de raad van bestuur een betere beslissing kunnen nemen. In de derde stap van het proces is het noodzakelijk om de tijds- en kostenbeperkingen van de mogelijke kandidaten in rekening te nemen. De laatste en vierde stap in dit proces bestaat uit het afwegen van de kosten en baten in het evalueren van elke kandidaat.

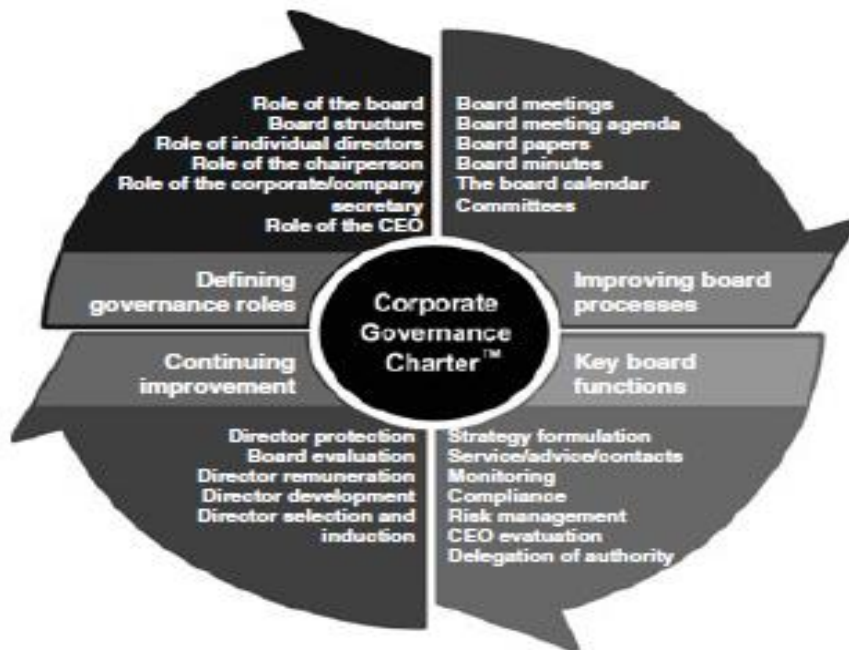


Figuur 4: Wie zal er geëvalueerd worden? (Kiel & Nicholson, 2005)

3.2.2.3 Wat zal er geëvalueerd worden?

In deze fase worden de evaluatiedoelstellingen, die beantwoord zijn in de eerste vraag, in een aantal specifieke doelstellingen geformuleerd. Door middel van een evaluatie zal zo het concrete probleem worden vastgesteld, de oorzaken worden geïdentificeerd en mogelijke oplossingen worden geïntroduceerd (Kazanjian, 2000). Bovendien stellen Kiel & Nicholson (2005) voor om de specifieke doelstellingen te formuleren in het kader van een 'best practice' Corporate Governance raamwerk. Een Corporate Governance raamwerk is een raamwerk van principes voor deugdelijk ondernemingsbestuur. De principes geven aan hoe organisaties hun wettelijk, institutioneel en regelgevend kader kunnen verbeteren om deugdelijk ondernemingsbestuur te bevorderen en bevatten richtlijnen, suggesties en voorbeelden voor iedereen die meewerkt aan de uitbouw van een deugdelijk bestuur. De principes zijn niet-bindend, maar zijn nuttig als referentiepunt (OECD, 2004).

Er zijn verschillende Corporate Governance raamwerken die een Raad van Bestuur kan gebruiken om haar prestaties te evalueren. Een voorbeeld is het Corporate Governance Chartel raamwerk (zie figuur 5) van Kiel & Nicholson (2005). Het raamwerk wordt voorgesteld als een wiel dat opgedeeld is in vier kwadranten die de belangrijkste elementen van Corporate Governance bevatten. Het eerste kwadrant definieert de rollen en de verantwoordelijkheden van de Raad van Bestuur. Het tweede kwadrant geeft aan hoe de processen binnen de Raad van Bestuur verbeterd kunnen worden. Het derde kwadrant beschrijft de sleutelfuncties van de Raad van Bestuur zoals het controleren van het management en het bepalen van de strategierichting. Het laatste en vierde kwadrant beschrijft de processen en procedures van de Raad van Bestuur om zich voortdurend te blijven verbeteren.



Figuur 5: Corporate Governance Chartel model van Kiel & Nicholson (2003)

Het bepalen van wat specifiek geëvalueerd moet worden is één van de moeilijkste en belangrijkste stappen van het evaluatieproces (Rasmussen, 2015). Zoals eerder vermeld moet de evaluator rekening houden met de reikwijdte van het evaluatieonderzoek om de oorzaken te kunnen identificeren en moet hij ook rekening houden met de tijds- en kostenbeperkingen van het evaluatieonderzoek. Om een idee te hebben van wat een Raad van Bestuur specifiek evalueert, werden de jaarverslagen van de Belgische beursgenoteerde bedrijven in deze studie geanalyseerd. Hieruit werd vastgesteld dat de Raad van Bestuur meestal vier specifieke doelstellingen heeft. Ten eerste wordt de werking van de Raad van Bestuur beoordeeld. Ten tweede wordt nagegaan of de belangrijke onderwerpen grondig worden voorbereid en besproken. Ten derde wordt de daadwerkelijke bijdrage van elke bestuurder aan de werkzaamheden van de Raad van Bestuur en zijn comités beoordeeld. De vierde en laatste doelstelling is dat de huidige samenstelling van de Raad van Bestuur in het licht van de gewenste samenstelling wordt beoordeeld.

Het is eerst en vooral belangrijk om het onderscheid te maken tussen evaluaties die betrekking hebben op de individuele bestuurders en evaluaties die betrekking hebben op de hele Raad van Bestuur (Ingley & Van Der Walt, 2002). De meeste onderzoekers verkiezen om de bijdrage van een individueel bestuurslid te evalueren (Conger et al., 1998). Op die manier worden de individuele bestuursleden niet alleen gestimuleerd om te reflecteren over hun eigen sterktes en zwaktes, maar ook om hun taakprestaties te verbeteren. Een evaluatieonderzoek van de bijdrage en de taakprestaties van een CEO is een traditioneel voorbeeld van een evaluatie van een individueel bestuurslid (Conger et al., 1998). Tegenwoordig zijn de evaluaties van de individuele bestuursleden meer gericht op de evaluatie van de voorzitter van de Raad van Bestuur (Kiel & Nicholson, 2005).

Wanneer de Raad van Bestuur als geheel wordt geëvalueerd dan zijn er vier belangrijke elementen om effectieve bestuursraden te definiëren (Huse, 2005). Dit zijn de bestuurstaken, het

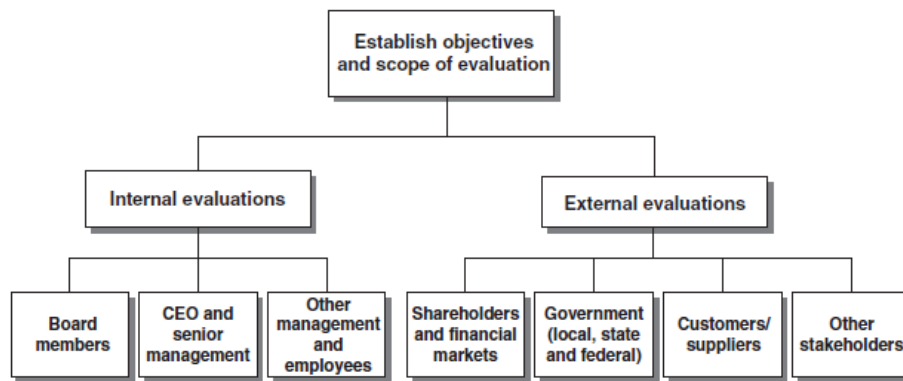
bestuurslidmaatschap, de cultuur en de processen, en leiderschap en structuur binnen de Raad van Bestuur. We zullen deze vier elementen kort bespreken.

Om te beginnen heeft een evaluatie van de bestuurstaken betrekking op de verschillende activiteiten die de Raad van Bestuur kan uitoefenen. Deze taken kunnen gaan van het uitoefenen van controle tot en met het geven van advies of het uitoefenen van een netwerkrol. Een evaluatie over de bestuurstaken is belangrijk om te beoordelen in hoeverre de Raad van Bestuur zijn verplichtingen nakomt en aan de verwachtingen van de stakeholders voldoet. Bovendien zijn de externe stakeholders geïnteresseerd in de controlerende taken van de Raad van Bestuur terwijl de interne stakeholders (= werknemers en managers) meer geïnteresseerd zijn in de adviserende taken. De bestuursleden moeten dus een balans vinden om de wensen van de verschillende groepen stakeholders te vervullen (Minichilli et al., 2007).

Een evaluatie over het bestuurslidmaatschap heeft betrekking op de bijdrage van een individueel bestuurslid. Hierbij wordt er geëvalueerd op welke manier ze bijdragen aan de verschillende bestuurstaken. Dit zowel op het individuele niveau als op het collegiale niveau. Op deze manier kan een Raad van Bestuur samengesteld worden die bestaat uit bestuurders die de vaardigheden en eigenschappen hebben die overeenkomen met de bedrijfsstrategie (Demb & Neubauer, 1992). Een evaluatie over de processen binnen de Raad van Bestuur gaan over aspecten zoals de besluitvormingscultuur, vertrouwen en emoties, en de interacties van de Raad van Bestuur. Een evaluatie over de besluitvormingscultuur beoordeelt of de bestuursleden dezelfde overtuiging hebben wat betreft de inspanningen die elk bestuurslid voor elke taak moet doen. Een evaluatie over het vertrouwen en de emoties benadrukt de impact van persoonlijke relaties op het besluitvormingsproces. Een evaluatieonderzoek over de interacties van de Raad van Bestuur noodzakelijk om na te gaan in welke mate het een invloed heeft op het besluitvormingsproces van de groep (Minichilli et al., 2007). Tenslotte gaat een evaluatie over de leiderschap en structuur na of de formele werkstructuren binnen de Raad van Bestuur de groep ondersteunt om zijn verplichtingen na te komen. Als we spreken over de structuur van de Raad van Bestuur dan spreken we onder andere over de grootte, de samenstelling en de comités van de Raad van Bestuur (Kesner, 1988).

3.2.2.4 Aan wie zal er feedback/informatie gevraagd worden voor de evaluatie?

Figuur 6 illustreert de verschillende bronnen van informatie om de prestaties van de Raad van Bestuur te evalueren (Kiel & Nicholson, 2005). Er wordt een onderscheid gemaakt tussen interne en externe personen om informatie te geven over het bestuursysteem van een organisatie. De interne personen bestaan uit de leden van de Raad van Bestuur, de CEO, het senior management en in bepaalde gevallen ook de werknemers. De externen die informatie kunnen bieden voor een evaluatieonderzoek zijn de eigenaars van de onderneming, de financiële markt en in bepaalde gevallen ook de overheid en bepaalde belangrijke klanten en leveranciers. De voorwaarde die moet worden nagegaan is de nauwkeurigheid van de informatie die de internen en externen ter beschikking hebben met betrekking tot de te evalueren doelstellingen.



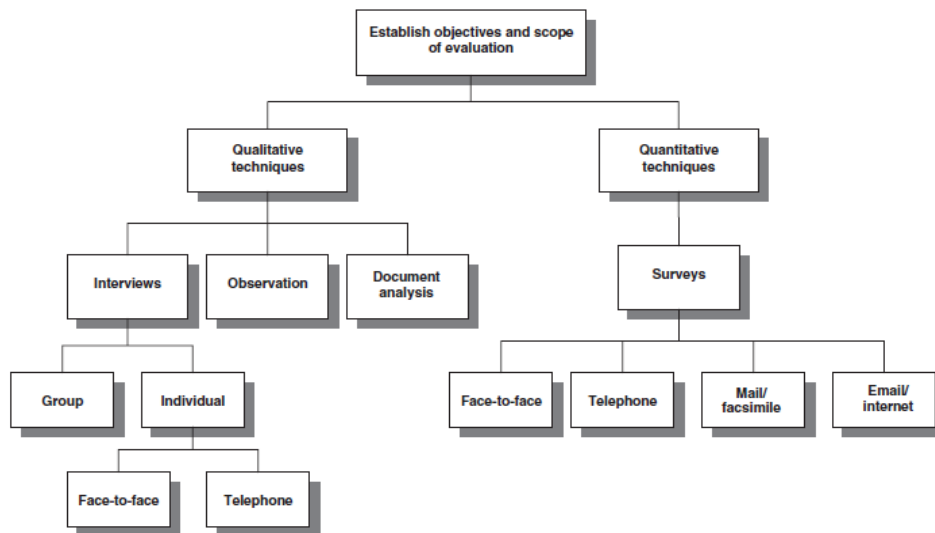
Figuur 6: Aan wie zal informatie gevraagd worden? (Kiel & Nicholson, 2005)

3.2.2.5 Welke evaluatietechnieken worden gebruikt?

De Raad van Bestuur heeft de mogelijkheid om tussen kwalitatieve en kwantitatieve evaluatietechnieken te kiezen. De keuze van de evaluatietechniek zal in grote mate afhangen van de doelstelling van het evaluatieonderzoek en de middelen die er voorhanden zijn (Rasmussen, 2015). Bij een kwantitatieve evaluatietechniek wordt de data in de vorm van nummers weergegeven en wordt een antwoord gegeven op 'hoeveel' vragen. Bij een kwalitatieve evaluatietechniek wordt de data niet in de vorm van nummers weergegeven en wordt er een antwoord gegeven op 'wat', 'hoe', 'waarom', 'wanneer' en 'waar' vragen. Figuur 7 geeft een overzicht van de belangrijkste kwalitatieve en kwantitatieve technieken die worden gebruikt bij een evaluatie van de Raad van Bestuur.

De drie belangrijkste kwalitatieve technieken om een Raad van Bestuur te evalueren zijn interviews, observaties van de Raad van Bestuur en het analyseren van belangrijke documenten. Interviews zijn veruit de beste kwalitatieve methodes om unieke, complexe en waardevolle data te verzamelen (Conger et al., 2001). Een interview kan individueel of in groep afgenomen worden. Een andere bruikbare kwalitatieve techniek is het observeren van de bestuurders tijdens een vergadering van de Raad van Bestuur (Huse, 2005). De onderzoeker die de evaluatie uitvoert observeert de bestuurders waarbij de bestuurders niet worden gemanipuleerd. Met andere woorden er worden hun geen vragen gesteld. De onderzoeker neemt alleen aantekeningen van het gedrag en de activiteiten van de bestuurders die betrekking hebben op de te onderzoeken doelstelling. Een laatste belangrijke kwalitatieve evaluatietechniek is het analyseren van belangrijke documenten zoals jaarverslagen en Corporate Governance charters. Deze evaluatietechniek wordt het best gebruikt in combinatie met andere dataverzamelingstechnieken. De documenten bieden namelijk een waardevol inzicht om de context van de resultaten, die verzameld zijn in andere evaluatietechnieken, beter te begrijpen (Punch, 1998).

Waar bij kwalitatieve evaluatietechnieken unieke en complexe data kan verzameld worden, is dit bij kwantitatieve evaluatietechnieken niet het geval. Kwantitatieve data hebben wel het belangrijke voordeel dat ze specifiek en meetbaar zijn. Dit zorgt ervoor dat er vergelijkingen in antwoorden tussen individuen en doorheen de tijd kunnen worden gemaakt. De meest gebruikte kwantitatieve dataverzamelingstechniek bij het evalueren van de Raad van bestuur is een enquête-onderzoek (Punch, 1998). Dit is een onderzoek waarbij subjectieve beoordelingen van individuen met betrekking tot een bepaald probleem worden gemeten.



Figuur 7: Welke evaluatietechnieken worden gebruikt? (Kiel & Nicholson, 2005)

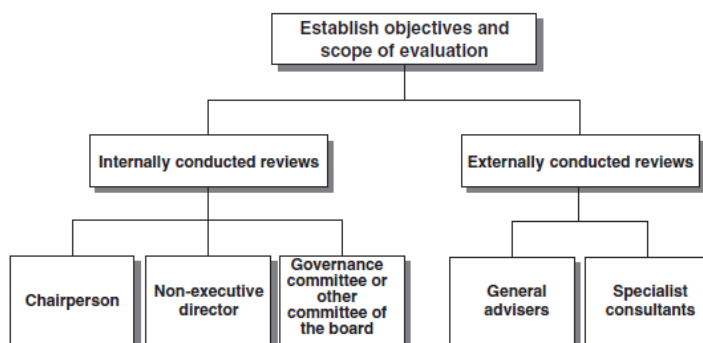
3.2.2.6 Wie zal de evaluatie uitvoeren?

In de voorlaatste stap van het evaluatieproces moet er beslist worden wie de meest geschikte persoon is om de evaluatie uit te voeren. De evaluatie kan door een interne of een externe worden uitgevoerd (Kiel & Nicholson, 2005; Rasmussen, 2015). De interne evaluatie is traditioneel gezien de meest gebruikte evaluatievorm en wordt meestal uitgevoerd door de voorzitter van de Raad van Bestuur. In bepaalde gevallen is het meer geschikt om dit door een niet-uitvoerende of uitvoerende bestuurder te laten doen. Het risico van een interne evaluatie is wel dat de evaluatie niet objectief gebeurt (Conger et al., 1998).

Hypothese 5: Een interne evaluatie van de Raad van Bestuur is positief gecorreleerd met de bedrijfsprestaties.

Een grotere mate van objectiviteit kan verkregen worden door een externe evaluatie. Een externe evaluatie wordt uitgevoerd door consultants gespecialiseerd in het domein van Corporate Governance. Bovendien is de Raad van Bestuur toch genoodzaakt om externen in te huren wanneer ze de capaciteiten niet heeft om zelf een evaluatie uit te voeren (Belcourt & Kluge, 1999).

Hypothese 6: Een externe evaluatie van de Raad van Bestuur is positief gecorreleerd met de bedrijfsprestaties.



Figuur 8: Wie zal de evaluatie uitvoeren? (Kiel & Nicholson, 2005)

3.2.2.7 Wat wordt met de resultaten van de evaluatie van de Raad van Bestuur gedaan?

De doelstellingen, die geformuleerd zijn in de eerste stap, bepalen aan wie de resultaten van de evaluatie worden meegedeeld. Een Raad van Bestuur voert vaak een evaluatie uit met als centrale doelstelling om haar bestuur te verbeteren. Dan is het logisch dat de resultaten van de evaluatie aan de Raad van Bestuur wordt meegedeeld omdat zij de effectiviteit van het bestuur bepalen. De leden van de Raad van Bestuur zullen vervolgens de resultaten onder elkaar bespreken (Huse, 2005). Wanneer de resultaten van de evaluatie betrekking hebben op de prestaties van de individuele bestuurders zal de voorzitter van de Raad van Bestuur en/of de evaluator de resultaten met de bestuurders individueel bespreken (Rasmussen, 2015).

3.3 Overzicht hypotheses

Hypothese 1: *De omvang van de Raad van Bestuur is positief gecorreleerd met de bedrijfsprestaties.*

Hypothese 2: *Het aantal onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur is positief gecorreleerd met de bedrijfsprestaties.*

Hypothese 3: *Het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur is positief gecorreleerd met de bedrijfsprestaties.*

Hypothese 4: *Een evaluatie van de Raad van Bestuur is positief gecorreleerd met de bedrijfsprestaties.*

Hypothese 5: *Een interne evaluatie van de Raad van Bestuur is positief gecorreleerd met de bedrijfsprestaties.*

Hypothese 6: *Een externe evaluatie van de Raad van Bestuur is positief gecorreleerd met de bedrijfsprestaties.*

4. Empirie: methodologie

4.1 Dataverzameling

De databank Belfirst van Bureau van Dijk wordt voor het empirische gedeelte van deze masterproef gebruikt. Deze database bevat bedrijfsinformatie over Belgische en Luxemburgse bedrijven. Alleen de Belgische beursgenoteerde bedrijven worden in deze masterproef bestudeerd. Dit maakt dat de dataset uit 156 Belgische beursgenoteerde bedrijven bestaat. De dataset zal verder gereduceerd worden. De financiële bedrijven (KBC groep, Nationale Bank van België, Dexia en KBC Ancora) en de vastgoedbedrijven (Cofinimmo, Immobel, Befimmo, Xior student housing, Aedificia, etc.) worden uit de dataset gelaten. De financiële bedrijven worden er uit gelaten omdat ze te complex zijn om te analyseren en de vastgoedbedrijven worden er uit gelaten omdat ze niet echt productiebedrijven zijn. Ook de bedrijven waarvan data voor de onderzoek variabelen worden gemist worden uit de dataset gelaten. Daarnaast worden de Belgische beursgenoteerde bedrijven waarvan de Raad van Bestuur uit minder dan 3 bestuurders bestaat ook uit de dataset gelaten. Een team bestaat immers uit 3 of meer individuen (Hoegl & Gemuenden, 2001). De uiteindelijke steekproef bestaat dus uit 56 Belgische beursgenoteerde bedrijven.

4.2 Variabelen

4.2.1 Afhankelijke variabelen

De bedrijfsprestaties kunnen op verschillende manieren worden uitgedrukt. De afhankelijke variabelen die in dit onderzoek gebruikt zullen worden staan hieronder opgesomd:

- **Return on Assets (ROA)**

De ROA meet de winst van een onderneming als percentage van de totale activa. Deze indicator geeft een manager, belegger of analist een idee over hoe efficiënt het management/bestuur van een bedrijf is door zijn activa te gebruiken om winsten te genereren (Hagel et al., 2010).

- **Return on Equity (ROE)**

De ROE meet de winst van een onderneming als percentage van het eigen vermogen. Voor het gros van de analisten en investeerders is dit de voornaamste maatstaf om de bedrijfsprestaties te meten (Hagel et al., 2010)

- **Tobin's Q Ratio**

De Tobin's Q ratio is een ratio die bedacht is geweest door James Tobin, een Nobelprijswinnaar in de economie. Hij veronderstelde dat de gecombineerde marktwaarde van alle bedrijven op de aandelenmarkt ongeveer gelijk zou moeten zijn aan hun vervangingskosten. De Q ratio wordt berekend als de marktwaarde van een bedrijf gedeeld door de vervangingswaarde of de boekwaarde van de activa van het bedrijf. Een lage Q (tussen 0 en 1) betekent bijvoorbeeld dat de kosten voor het vervangen van de activa van een bedrijf groter zijn dan de waarde van de aandelen. Omgekeerd houdt een hoge Q (groter dan 1) in dat de aandelen van een bedrijf duurder zijn dan de vervangingswaarde of boekwaarde van zijn activa, wat betekent dat de aandelen overgewaardeerd zijn.

4.2.2 Onafhankelijke variabelen

In deze masterproef zijn er zes onafhankelijke variabelen. De eerste drie variabelen zijn de variabelen met betrekking tot de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur en de laatste drie variabelen zijn de hoofdvariabelen in dit onderzoek namelijk omtrent de evaluatie van de Raad van Bestuur. Een korte omschrijving van deze zes variabelen wordt hieronder gegeven:

- **Omvang RvB**

De omvang van de Raad van Bestuur wordt simpelweg gemeten als het aantal mensen waaruit de Raad van Bestuur bestaat.

- **Percentage onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur**

Dit wordt gemeten als het aantal onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur gedeeld door de omvang van de Raad van Bestuur.

- **Percentage vrouwen in de Raad van Bestuur**

Dit wordt gemeten als het aantal vrouwen in de Raad van Bestuur gedeeld door de omvang van de Raad van Bestuur.

- **Formele evaluatie van de Raad van Bestuur**

Een Raad van Bestuur voert periodiek een formele evaluatie uit als er in de jaarverslagen een evaluatieprocedure vermeld staat conform de richtlijnen in de Belgische Corporate Governance Code. Voor deze variabele wordt een dummy gebruikt. De dummy is "1" als er sprake is van een formele evaluatie van de Raad van Bestuur en anders is de dummy "0".

- **Interne evaluatie van de Raad van Bestuur**

Een interne evaluatie van de Raad van Bestuur is een evaluatie die wordt uitgevoerd door een interne binnen de onderneming zoals bijvoorbeeld de voorzitter van de Raad van Bestuur. Voor deze variabele wordt een dummy gebruikt. Wanneer de Raad van Bestuur een interne evaluatie houdt zal de dummy "1" zijn en anders "0".

- **Externe evaluatie van de Raad van Bestuur**

Een externe evaluatie van de Raad van Bestuur is een evaluatie die uitgevoerd wordt door een extern persoon van de onderneming zoals bijvoorbeeld een consultant. Voor deze variabele wordt een dummy gebruikt. Wanneer de Raad van Bestuur een externe evaluatie houdt zal de dummy "1" zijn en anders "0".

De essentie van deze masterproef is dat wordt onderzocht of het houden van een evaluatie van de Raad van Bestuur een significante invloed heeft op de bedrijfsprestaties. Het onderzoek zou normalerwijze twee verschillende antwoorden moeten geven. Enerzijds kan een goed uitgewerkte evaluatieprocedure van de Raad van Bestuur een toegevoegde waarde zijn voor de bedrijfsprestaties. Anderzijds kan een evaluatieprocedure geen toegevoegde waarde bieden voor de organisatie omdat de bedrijfsprestaties niet verbeteren of zelfs verslechteren. Verder is de Raad van Bestuur opgebouwd uit structuren en groepen van mensen die ook regelmatig geëvalueerd moeten worden. Daarom is het ook belangrijk om na te gaan of deze structuren en groepen van mensen een significante invloed hebben op de bedrijfsprestaties.

Kortom, zal het empirisch gedeelte van deze masterproef uit twee delen bestaan. In het eerste deel wordt de relatie tussen enkele structurele kenmerken van de Raad van Bestuur en de bedrijfsprestaties onderzocht. In het tweede deel wordt de relatie tussen een evaluatie van de Raad van Bestuur en de bedrijfsprestaties onderzocht.

4.2.3 Controle variabelen

In deze studie wordt er ook gecontroleerd voor een aantal variabelen die in het onderzoek van Zahra & Pearce (1989) ook werden gebruikt:

- **Grootte bedrijf**
Dit wordt gemeten door naar de totale activa te kijken.
- **Leeftijd bedrijf**
Dit is het aantal jaren dat de onderneming sinds de oprichting actief is. De gemiddelde leeftijd van de 56 Belgische beursgenoteerde bedrijven in deze studie is 83,18 jaren met een minimum van 8 jaar en een maximum van 238 jaar.
- **Sector**

Er zal ook gecontroleerd worden voor de sector van de onderneming. Dit doen we a.d.h.v. NACE-code. Deze code verdeelt de Belgische bedrijven in 21 sectoren. Deze 21 sectoren worden verder onderverdeeld in 2 groepen: de productiebedrijven en de niet-productiebedrijven. Voor deze controlevariabele wordt er gebruik gemaakt van een dummy namelijk een "1" voor productiebedrijven en een "0" voor niet-productiebedrijven.

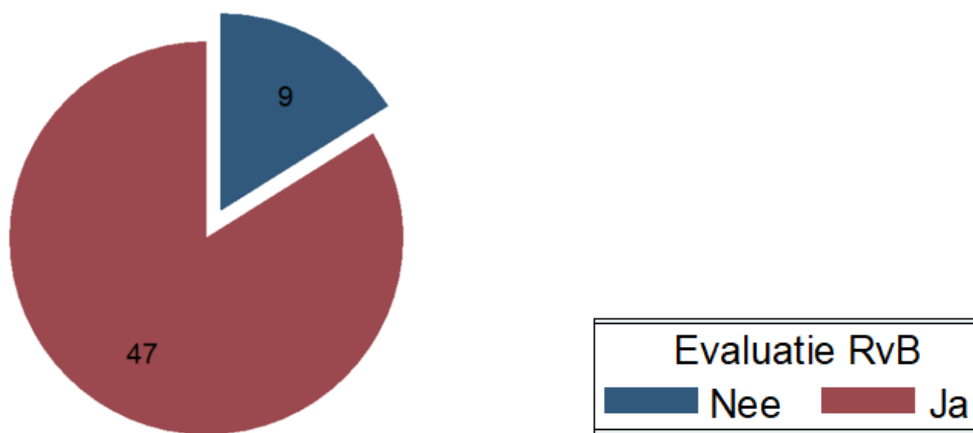
Sector	Dummy variabele	
Productiebedrijven	10-35	1
	41-43	
Niet-productiebedrijven	36-39	0
	45-47	
	49-66	
	68-82	
	86-96	

Tabel 1: Indeling bedrijven volgens NACE-code

4.3 Overzichtsgrafieken omtrent evaluatie Raad van Bestuur

4.3.1 Hoeveel bedrijven voeren een formele evaluatie uit?

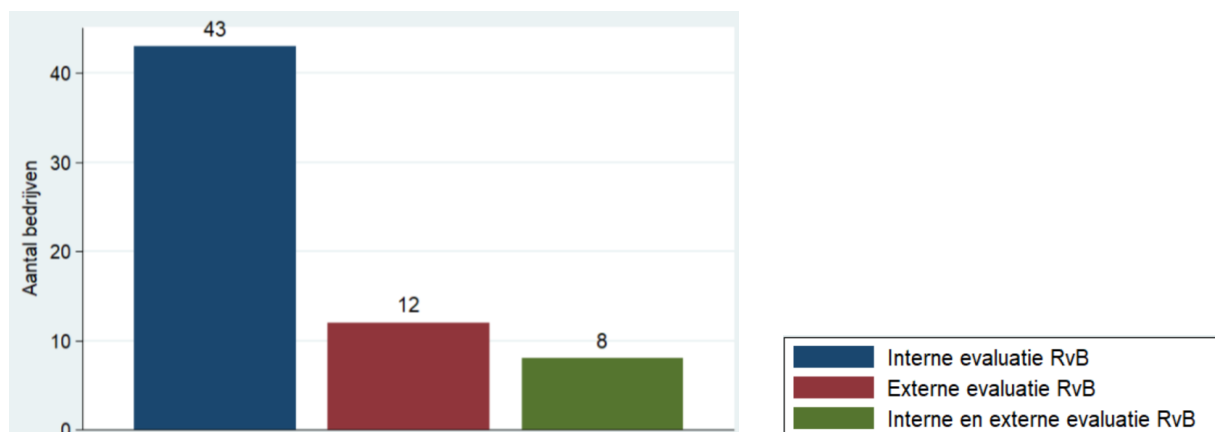
Uit de analyse van de jaarrekeningen van 56 Belgische beursgenoteerde bedrijven verspreid over de periode 2012-2016 werd vastgesteld dat 47 bedrijven op regelmatige basis een formele evaluatie van de Raad van Bestuur uitvoeren zoals beschreven in richtlijnen 4.11-4.15 van de Belgische Corporate Governance Code. Voor de overige 9 bedrijven werd verondersteld dat ze geen regelmatige formele evaluatie van de Raad van Bestuur houden aangezien er geen gegevens met betrekking tot de evaluatie van de Raad van Bestuur werd gevonden in de jaarverslagen. Het kan zijn dat deze bedrijven wel een informele evaluatie van de Raad van Bestuur houden, maar geen formele evaluatieprocedures opnemen in hun jaarverslagen. Daarom wordt dus verondersteld dat 9 bedrijven geen goed uitgewerkte evaluaties van de Raad van Bestuur uitoefenen.



Taartdiagram 1: Hoeveel bedrijven voeren een formele evaluatie uit?

4.3.2 Interne evaluatie versus externe evaluatie

Uit de analyse van de jaarrekeningen van 56 Belgische beursgenoteerde bedrijven over de periode 2012-2016 blijkt dat 43 bedrijven van de 47 bedrijven, die een regelmatige formele evaluatie uitvoeren, een interne evaluatie houden. 12 bedrijven maken gebruik van externe consultants om de Raad van Bestuur te evalueren. Tenslotte zijn er 8 bedrijven die zowel een interne evaluatie als een externe evaluatie uitvoeren.

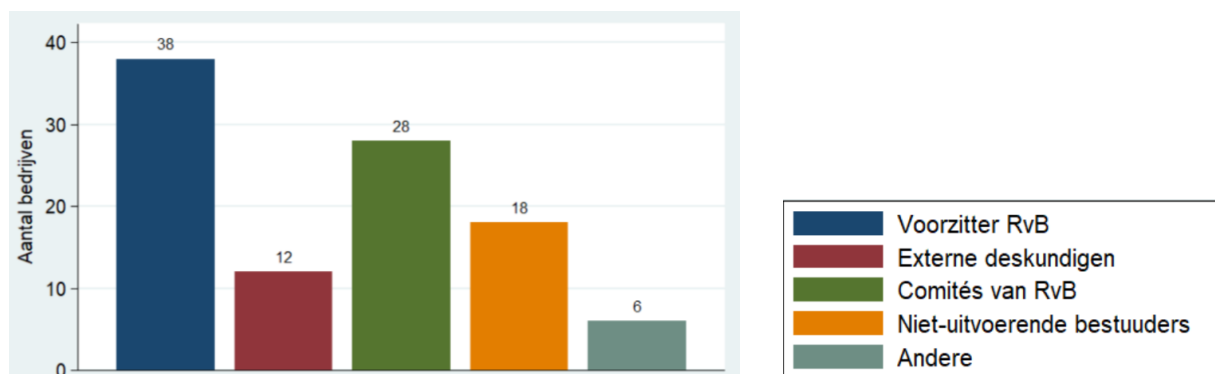


Staafdiagram 1: Interne evaluatie versus externe evaluatie

4.3.3 Wie voert de formele evaluatie uit?

De meeste Belgische beursgenoteerde bedrijven voeren periodiek een formeel evaluatieonderzoek uit onder leiding van de voorzitter van de Raad van Bestuur. Tijdens zo'n een formele evaluatie wordt gekeken hoe de Raad van Bestuur werkt, wordt nagegaan of de behandelde onderwerpen grondig worden voorbereid, wordt de daadwerkelijke bijdrage van elke bestuurder beoordeeld en wordt de actuele samenstelling van de Raad van Bestuur beoordeeld. Ook wordt geëvalueerd of de samenstelling van de Raad van Bestuur voldoet aan de doelstelling van complementaire vaardigheden inzake competenties, ervaring en kennis van zaken.

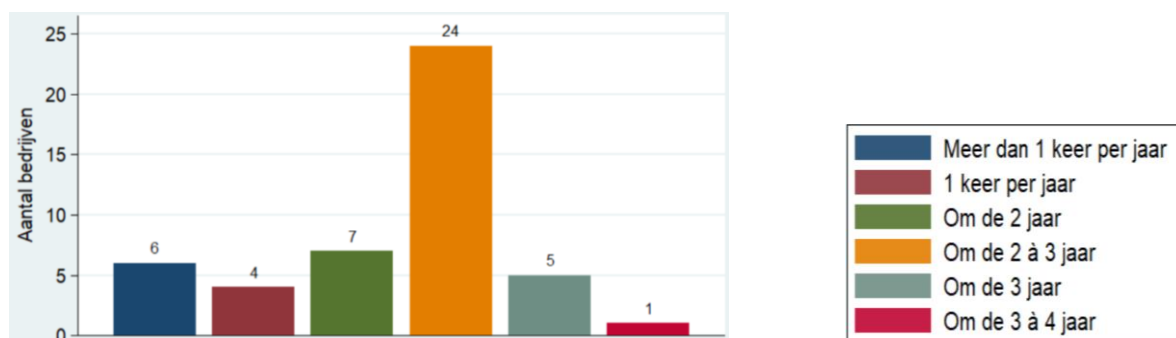
12 van de Belgische beursgenoteerde bedrijven, die een regelmatige formele evaluatie uitvoeren onder leiding van de voorzitter van de Raad van Bestuur laten zich assisteren door een externe specialist die hiervoor als geschikt wordt beschouwd. Ook een aanzienlijk deel van de formele evaluatieonderzoeken van de Raad van Bestuur worden uitgevoerd door de gespecialiseerde comités van de Raad van Bestuur zoals bijvoorbeeld het benoemings- en remuneratiecomité.



Staafdiagram 2: Wie voert de formele evaluatie uit?

4.3.4 Hoe vaak wordt er geëvalueerd?

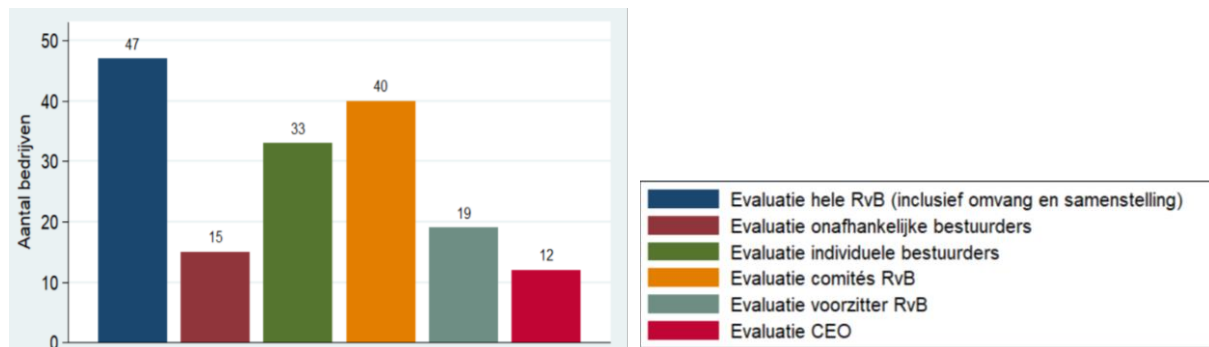
Uit onderstaande staafdiagram kunnen we aflezen dat 24 bedrijven die hun Raad van Bestuur regelmatig evalueren dat doen om de 2 à 3 jaar. Dit is in overeenstemming met de richtlijnen 4.11-4.15 in de Belgische Corporate Governance Code 2009. We kunnen ook zien dat een aanzienlijk deel van de bedrijven hun Raad van Bestuur frequenter evalueren. 4 bedrijven voeren elk jaar een evaluatie uit en 6 bedrijven voeren zelfs meerdere malen per jaar een evaluatie van de Raad van Bestuur uit.



Staafdiagram 3: Hoe vaak wordt er geëvalueerd?

4.3.5 Welke structurele kenmerken van de Raad van Bestuur worden geëvalueerd?

Als we naar staafdiagram 4 kijken dan zien we dat voor alle Belgisch beursgenoteerde bedrijven de gehele Raad van Bestuur wordt geëvalueerd. De criteria die in overweging worden genomen tijdens een evaluatie van de gehele Raad van Bestuur zijn onder andere de omvang, de samenstelling en de werking. Verder evalueren 15 van de bedrijven in deze studie de bijdrage van de onafhankelijke bestuurders. Tot slot beoordelen 33 bedrijven de bijdrage van de individuele bestuurders. Onder deze individuele bestuurders bevinden zich uiteraard ook de vrouwen. Dus wordt vastgesteld dat ook de bijdrage van de vrouwen wordt geëvalueerd. Wat betreft de verplichte samenstelling van de vrouwen in de Raad van Bestuur werd voor geen enkel bedrijf, dat een formele evaluatie uitvoert, niks hieromtrent in de jaarverslagen teruggevonden. De bedrijven zeggen bijvoorbeeld wel dat de actuele samenstelling van de Raad van Bestuur wordt beoordeeld in het licht van de gewenste samenstelling, maar niet in het licht van de verplichte samenstelling.



Staafdiagram 4: Welke structurele kenmerken van de RvB worden geëvalueerd?

4.4 Analyse uitvoering

4.4.1 Lineaire regressies

Om deelvragen twee en drie te beantwoorden, wordt er gebruik gemaakt van regressieanalyse, meer bepaald lineaire regressies.

- o De lineaire regressies die worden getest voor de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur zijn:

$$\text{(Model 1)} \quad Y = \beta_0 + \beta_1 \text{ Grootte bedrijf} + \beta_2 \text{ Leeftijd bedrijf} + \beta_3 \text{ Sector}$$

$$\text{(Model 2)} \quad Y = \beta_0 + \beta_1 \text{ Grootte bedrijf} + \beta_2 \text{ Leeftijd bedrijf} + \beta_3 \text{ Sector} + \beta_4 \text{ Omvang RvB}$$

$$\text{(Model 3)} \quad Y = \beta_0 + \beta_1 \text{ Grootte bedrijf} + \beta_2 \text{ Leeftijd bedrijf} + \beta_3 \text{ Sector} + \beta_4 \% \text{ OB's in RvB}$$

$$\text{(Model 4)} \quad Y = \beta_0 + \beta_1 \text{ Grootte bedrijf} + \beta_2 \text{ Leeftijd bedrijf} + \beta_3 \text{ Sector} + \beta_4 \% \text{ Vrouwen in RvB}$$

Y is gelijk aan ROA, ROE of Tobin's Q. Voor elk model worden dus de ROA, ROE en de Tobin's Q geschat. In totaal zijn er dus 12 lineaire regressies voor de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur. Merk ook op dat in het derde model de afkorting OB's staat voor onafhankelijke bestuurders.

- o De lineaire regressies die worden getest voor de hoofdvariabelen in dit onderzoek zijn:

(Model 1) $Y = \beta_0 + \beta_1 \text{Grootte bedrijf} + \beta_2 \text{Leeftijd bedrijf} + \beta_3 \text{Sector}$

(Model 2) $Y = \beta_0 + \beta_1 \text{Grootte bedrijf} + \beta_2 \text{Leeftijd bedrijf} + \beta_3 \text{Sector} + \beta_4 \text{Formele evaluatie RvB}$

(Model 3) $Y = \beta_0 + \beta_1 \text{Grootte bedrijf} + \beta_2 \text{Leeftijd bedrijf} + \beta_3 \text{Sector} + \beta_4 \text{Interne evaluatie RvB}$

(Model 4) $Y = \beta_0 + \beta_1 \text{Grootte bedrijf} + \beta_2 \text{Leeftijd bedrijf} + \beta_3 \text{Sector} + \beta_4 \text{Externe evaluatie RvB}$

Ook hier is Y gelijk aan ROA, ROE of Tobin's Q en zijn er dus in totaal 12 lineaire regressies voor een formele evaluatie van de Raad van Bestuur.

4.4.2 Pooled OLS, random-effects of fixed-effects regressiemodellen

Voor het uitvoeren van de lineaire regressiemodellen kunnen verschillende modellen worden gebruikt namelijk een simpele pooled OLS, een random-effects of een fixed-effects regressiemodel. Fixed-effects controleren voor alle tijd invariante verschillen tussen de bedrijven, zodat de geschatte coëfficiënten voor de fixed-effects regressiemodellen niet vertekend zijn door weggelaten tijd invariante eigenschappen. Random-effects veronderstellen dat de variatie tussen de bedrijven willekeurig en niet gecorreleerd zijn met de verklarende variabelen in de regressiemodellen. Om te weten welk regressiemodel moeten worden gebruikt, worden eerst enkele tests uitgevoerd. Eerst wordt Breusch-Pagan Lagrange multiplier test (hierna LM test) uitgevoerd om een keuze te maken uit een simpele pooled OLS (= nulhypothese) of een random-effects (= alternatieve hypothese) regressiemodel. Vervolgens wordt de Hausman test uitgevoerd om een te maken uit een random-effects (= nulhypothese) of een fixed-effects (= alternatieve hypothese) regressiemodel (Green, 2008). Tot slot wordt er in de regressies gebruik gemaakt van een tijdsdummy om te controleren voor een tijdseffect.

4.4.3 Autocorrelatie en heteroskedasticiteit

Autocorrelatie en heteroskedasticiteit worden getest door respectievelijk de Breusch-Godfrey en de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg test voor heteroskedasticiteit uit te voeren. Als de residuen van de lineaire regressiemodellen serieel gecorreleerd en/of heteroskedastisch zijn, zullen de schattingen van de parameters niet vertekend zijn. De waarden worden uitgedrukt in chi-kwadraatwaarden en als deze kleiner zijn dan 0,05 wordt er autocorrelatie of heteroskedasticiteit verondersteld.

De heteroskedasticiteit wordt toegepast voor de geschatte waarden van de structurele kenmerken op Y (= ROA, ROE of Tobin's Q) door gebruik te maken van de volgende regressies:

(Model 1) $\log(Y) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{Grootte bedrijf}) + \beta_2 \log(\text{Leeftijd bedrijf}) + \beta_3 \log(\text{Sector})$

(Model 2) $\log(Y) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{Grootte bedrijf}) + \beta_2 \log(\text{Leeftijd bedrijf}) + \beta_3 \log(\text{Sector}) + \beta_4 \log(\text{Omvang RvB})$

(Model 3) $\log(Y) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{Grootte bedrijf}) + \beta_2 \log(\text{Leeftijd bedrijf}) + \beta_3 \log(\text{Sector}) + \beta_4 \log(\% \text{OB in RvB})$

(Model 4) $\log(Y) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{Grootte bedrijf}) + \beta_2 \log(\text{Leeftijd bedrijf}) + \beta_3 \log(\text{Sector}) + \beta_4 \log(\% \text{Vrouwen in RvB})$

De heteroskedasticiteit wordt toegepast voor de geschatte waarden van de evaluatievariabelen op Y (= ROA, ROE of Tobin's Q) door gebruik te maken van de volgende regressies:

$$\text{(Model 1) } \log(Y) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{Grootte bedrijf}) + \beta_2 \log(\text{Leeftijd bedrijf}) + \beta_3 \log(\text{Sector})$$

$$\text{(Model 2) } \log(Y) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{Grootte bedrijf}) + \beta_2 \log(\text{Leeftijd bedrijf}) + \beta_3 \log(\text{Sector}) + \beta_4$$

log(Evaluatie RvB)

$$\text{(Model 3) } \log(Y) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{Grootte bedrijf}) + \beta_2 \log(\text{Leeftijd bedrijf}) + \beta_3 \log(\text{Sector}) + \beta_4$$

log(Interne evaluatie RvB)

$$\text{(Model 4) } \log(Y) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{Grootte bedrijf}) + \beta_2 \log(\text{Leeftijd bedrijf}) + \beta_3 \log(\text{Sector}) + \beta_4 \log$$

(Externe evaluatie RvB)

5. Empirie: resultaten

5.1 Beschrijvende statistieken

Variabelen	N	Gemiddelde	Standaarddeviatie	Minimum	Maximum
Afhankelijke variabelen					
ROA	280	2,75	9,10	-71,66	55,75
ROE	280	7,36	21,84	-73,47	142,74
Tobin's Q	280	1,10	0,91	0	6,13
Onafhankelijke variabelen					
Omvang RvB	280	8,48	3,55	3	20
Percentage onafhankelijke bestuurders in RvB	280	0,49	0,24	0	1
Percentage vrouwen in RvB	280	0,24	0,25	0	1,33
Evaluatie RvB	280	0,84	0,37	0	1
Interne evaluatie RvB	280	0,77	0,42	0	1
Externe evaluatie RvB	280	0,21	0,41	0	1
Controlevariabelen					
Grootte bedrijf	280	2083810	3920918	2801,60	19700000
Leeftijd bedrijf	280	71,54	57,10	4	238
Sector	280	0,43	0,50	0	1

Tabel 2: Beschrijvende statistieken

In tabel 2 vind je een overzicht van de beschrijvende statistieken voor een steekproef van 56 Belgische beursgenoteerde bedrijven. Het gemiddelde, de standaarddeviatie, het minimum en het maximum van alle variabelen in dit onderzoek worden in de tabel weergegeven.

5.2 Correlaties

Om te vermijden dat twee of meer variabelen in de regressiemodellen sterk met elkaar correleren moeten we testen op multicollineariteit. Multicollineariteit kan de betrouwbaarheid van de resultaten verminderen. De variabelen die sterk met elkaar gerelateerd zijn zullen niet samen, maar in aparte regressiemodellen opgenomen worden (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2010). Multicollineariteit kunnen we testen via de correlatiematrix (tabel 3) en via de variance inflation factor (tabel 4).

Correlaties die significant op 5% en 1% zijn worden in tabel 3 respectievelijk door 2 asterisken en 3 asterisken weergegeven. Wanneer we de correlatiematrix bestuderen, zien we dat de afhankelijke variabelen *ROA* en *ROE* beide sterke multicollineariteit hebben. Maar dit vormt geen probleem aangezien we de *ROA* en de *ROE* in twee aparte regressiemodellen opnemen. Ook de onafhankelijke variabelen '*Formele evaluatie RvB*' en '*Interne evaluatie RvB*' vormen samen sterke multicollineariteit. Dit lossen we op door 2 extra regressiemodellen op te stellen waarin we de variabelen niet simultaan opnemen.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1. ROA	1											
2. ROE	0,85***	1										
3. Tobin's Q	0,44***	0,46***	1									
4. Omvang RvB	0,08	0,11	-0,11	1								
5. % OB in RvB	-0,06	-0,06	0,12**	-0,59***	1							
6. % V in RvB	0,02	0,06	-0,02	-0,31***	0,36***	1						
7. Formele evaluatie RvB	-0,01	0,04	-0,01	0,13**	0,02	0,05	1					
8. Interne evaluatie RvB	-0,01	0,02	-0,00	0,09	-0,01	-0,03	0,80***	1				
9. Externe evaluatie RvB	-0,01	0,04	0,18***	0,05	0,03	0,10	0,23***	-0,13**	1			
10. Grootte bedrijf	-0,02	0,02	-0,17***	0,08	0,15	0,41***	0,12**	-0,17***	0,16***	1		
11. Leeftijd bedrijf	0,01	-0,07	-0,20***	-0,06	0,10	0,06	0,14**	-0,00	-0,08	0,12**	1	
12. Sector	-0,01	-0,07	-0,17***	0,15**	0,02	-0,02	-0,01	0,05	-0,01	-0,22***	0,12**	1

Tabel 3: Correlatiematrix (p-waarde < 0,05 = ** en p-waarde < 0,01 = *)**

Variabelen	VIF	1/VIF
Formele evaluatie RvB	5,31	0,19
Interne evaluatie	5,09	0,20
Externe evaluatie	1,59	0,63
Omvang RvB	1,94	0,52
Percentage OB's RvB	1,75	0,57
Percentage vrouwen RvB	1,49	0,67
Grootte bedrijf	1,80	0,55
Leeftijd bedrijf	1,18	0,85
Sector	1,19	0,84

Tabel 4: Variance Inflation Factor

Tabel 4 werd opgesteld door gebruik te maken van 1 regressiemodel waarin alle onafhankelijke variabelen samen werden opgenomen om Y (= ROA, ROE of Tobin's Q) te schatten. Dit werd gedaan omdat de VIF-waarden niet bleken te veranderen in aparte regressiemodellen en bovendien is het overzichtelijker a.d.h.v. één VIF-waarde tabel.

5.3 Regressies

5.3.1 Regressieresultaten structurele kenmerken RvB op ROA

De LM-test geeft aan dat de p-waarden 0 zijn voor model 1, model 2, model 3 en model 4 en zijn dus alle vier kleiner dan 0,05. Dit wil zeggen dat we de nulhypothese verwerpen op 5 % en geen gebruik moeten maken van simpele OLS regressiemodellen.

Vervolgens geeft de Hausman test aan dat we de nulhypothese (= random-effects regressiemodellen) voor model 1, model 2, model 3 en model 4 niet kunnen verwerpen op 5 % significantieniveau. De p-waarden zijn 0,1285 voor model 1; 0,2710 voor model 2; 0,7070 voor model 3 en 0,4329 voor model 4 en zijn dus allen groter dan 0,05. Dit wil zeggen dat we op basis van de Hausman test gebruik moeten maken van random-effects voor de vier regressiemodellen.

Verder wordt er getest op autocorrelatie. De vier regressiemodellen blijken autocorrelatie te vertonen aangezien de chi-kwadraatwaarden overal 0 zijn. De nulhypothese (= geen serieel autocorrelatie) kan dus worden verworpen op 5 % significantieniveau.

Tot slot wordt er getest op heteroskedasticiteit. De chi-kwadraatwaarden voor model 1, model 2, model 3 en model 4 zijn respectievelijk 0,0712; 0,0712; 0,3010 en 0,0020. De chi-kwadraatwaarde is voor model 4 kleiner dan 0,05 en is dus heteroskedastisch.

Regressor	Model 1 (RE)	Model 2 (RE)	Model 3 (RE)	Model 4 (RE)
Constante	3,255* (1,945)	2,763 (2,779)	3,368 (2,361)	2,366 (2,117)
Jaar				
2	0,046 (1,233)	0,049 (1,235)	0,046 (1,234)	0,274 (1,246)
3	-2,678** (1,233)	-2,672** (1,234)	-2,679** (1,234)	-2,323* (1,271)
4	-0,097 (1,234)	-0,087 (1,235)	-0,104 (1,239)	0,350 (1,295)
5	1,135 (1,235)	1,147 (1,238)	1,132 (1,237)	1,655 (1,319)
Grootte bedrijf	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)
Leeftijd bedrijf	0,004 (0,017)	0,004 (0,017)	0,004 (0,017)	0,004 (0,017)
Sector	-0,497 (1,995)	-0,576 (2,026)	-0,493 (2,003)	-0,625 (2,014)
Omvang RvB		0,060 (0,240)		
% OB in RvB			-0,247 (2,917)	
% vrouwen in RvB				3,345 (3,026)
R²	0,0200	0,0233	0,0206	0,0204
N	280	280	280	280

Tabel 5: Regressieresultaten structurele kenmerken RvB op ROA

In tabel 5 kunnen we zien dat geen enkele van de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur een significante invloed heeft op de ROA in de vier modellen. Bovendien wordt er ook een significant tijdseffect van 5 % voor jaar 3 gevonden op de ROA in de vier modellen. De ROA blijkt voor het gemiddeld bedrijf af te nemen in jaar 3. Dus hypothese 1, hypothese 2 en hypothese 3 worden verworpen. Dit wil zeggen dat de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur niet gecorreleerd zijn met de ROA.

5.3.2 Regressieresultaten structurele kenmerken RvB op ROE

De LM-test geeft aan dat de p-waarden 0 zijn voor model 1, model 2, model 3 en model 4 en zijn dus alle vier kleiner dan 0,05. Dit wil zeggen dat we de nulhypothese verwerpen op 5 % en geen gebruik moeten maken van simpele OLS regressiemodellen.

Vervolgens geeft de Hausman test aan dat de p-waarden 0,1563 voor model 1; 0,0421 voor model 2; 0,3474 voor model 3 en 0,1111 voor model 4 zijn. Voor model 2 is de p-waarde kleiner dan 0,05. Dit wil zeggen dat we de nulhypothese (= random-effects) kunnen verwerpen op 5 % significantieniveau en dus gebruik moeten maken van fixed-effects voor regressiemodel 2. Voor model 1, model 3 en model 4 zijn de p-waarden groter dan 0,05. Dit wil zeggen dat we de nulhypothese (= random-effects) niet kunnen verwerpen op 5 % significantieniveau en dus gebruik moeten maken van random-effects voor regressiemodellen 1, 3 en 4.

Verder wordt er getest op autocorrelatie. De vier regressiemodellen blijken autocorrelatie te vertonen aangezien de chi-kwadraatwaarden overal 0 zijn. De nulhypothese (= geen serieel autocorrelatie) kan dus worden verworpen op 5 % significantieniveau.

Tot slot wordt er getest op heteroskedasticiteit. De chi-kwadraatwaarden voor model 1, model 2, model 3 en model 4 zijn respectievelijk 0,4831; 0,0385; 0,1082 en 0,2141. De chi-kwadraatwaarde is voor model 2 kleiner dan 0,05 en is dus heteroskedastisch.

Regressor	Model 1 (RE)	Model 2 (FE)	Model 3 (RE)	Model 4 (RE)
Constante	10,089** (4,794)	96,015** (49,344)	10,600* (5,734)	7,081 (5,166)
Jaar				
2	-0,446 (2,746)	-1,398 (2,479)	-0,449 (2,749)	0,322 (2,773)
3	-3,443 (2,747)	-5,599** (2,374)	-3,447 (2,750)	-2,247 (2,832)
4	0,151 (2,748)	-3,053 (2,476)	0,114 (2,760)	1,657 (2,890)
5	4,456 (2,753)	0 (omitted)	4,445 (2,756)	6,211** (2,948)
Grootte bedrijf	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)
Leeftijd bedrijf	-0,023 (0,043)	-0,994 (0,694)	-0,023 (0,043)	-0,023 (0,043)
Sector	-2,655 (5,005)	0 (omitted)	-2,641 (5,032)	-3,075 (5,042)

Omvang RvB		-1,572 (0,998)		
% OB in RvB			-1,112 (6,803)	
% vrouwen in RvB				11,282 (6,999)
R²	0,0214	0,0037	0,0225	0,0263
N	280	280	280	280

Tabel 6: Regressieresultaten structurele kenmerken RvB op ROE

In tabel 6 kunnen we zien dat de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur geen significante invloed hebben op de ROE in de vier regressiemodellen. We zien wel dat er een significant tijdseffect is van 5 % in model 2 voor jaar 3 en in model 4 voor jaar 5. De ROE blijkt voor het gemiddeld bedrijf af te nemen in jaar 3 voor model 2 terwijl de ROE voor het gemiddeld bedrijf blijkt toe te nemen in jaar 5 voor model 4. Dus hypothese 1, hypothese 2 en hypothese 3 worden verworpen. Dit wil zeggen dat de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur niet gecorreleerd zijn met de ROE.

5.3.3 Regressieresultaten structurele kenmerken RvB op Tobin's Q

De LM-test geeft aan dat de p-waarden 0 zijn voor model 1, model 2, model 3 en model 4 en zijn dus alle vier kleiner dan 0,05. Dit wil zeggen dat we de nulhypothese verwerpen op 5 % en geen gebruik moeten maken van simpele OLS regressiemodellen.

Vervolgens geeft de Hausman test aan dat de p-waarden 0,0003 voor model 1; 0,0013 voor model 2; 0,0006 voor model 3 en 0,0145 voor model 4 zijn. Voor de 4 modellen zijn de p-waarden kleiner dan 0,05. Dit wil zeggen dat we de nulhypothese (= random-effects) kunnen verwerpen op 5 % significantieniveau en dus gebruik moeten maken van fixed-effects voor model 1, model 2, model 3 en model 4.

Verder wordt er getest op autocorrelatie. De vier regressiemodellen blijken autocorrelatie te vertonen aangezien de chi-kwadraatwaarden overall 0 zijn. De nulhypothese (= geen serieel autocorrelatie) kan dus worden verworpen op 5 % significantieniveau.

Tot slot wordt er getest op heteroskedasticiteit. De chi-kwadraatwaarden voor model 1, model 2, model 3 en model 4 zijn respectievelijk 0,0634; 0,0765; 0,0634 en 0,1127. De chi-kwadraatwaarden zijn voor de vier modellen groter dan 0,05 en zijn dus homoskedastisch.

Regressor	Model 1 (FE)	Model 2 (FE)	Model 3 (FE)	Model 4 (FE)
Constante	-3,855** (1,733)	-3,811** (1,744)	-3,837** (1,738)	-3,312*** (1,901)
Jaar				
2	-0,042 (0,087)	-0,042 (0,087)	-0,041 (0,088)	-0,036 (0,088)
3	-0,150*** (0,084)	-0,150*** (0,084)	-0,150*** (0,084)	-0,144*** (0,084)
4	-0,089 (0,087)	-0,089 (0,087)	-0,091 (0,088)	-0,086 (0,088)
5	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)

Grootte bedrijf	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)
Leeftijd bedrijf	0,072*** (0,024)	0,072*** (0,024)	0,072*** (0,024)	0,063** (0,027)
Sector	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)
Omvang RvB		-0,010 (0,035)		
% OB in RvB			-0,079 (0,302)	
% vrouwen in RvB				0,209 (0,298)
R²	0,0352	0,0348	0,0353	0,0346
N	280	280	280	280

Tabel 7: Regressieresultaten structurele kenmerken RvB op Tobin's Q

Ook in tabel 7 kunnen we zien dat de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur geen significante invloed hebben op de Tobin's Q in de vier regressiemodellen. Dus ook hier worden hypothese 1, hypothese 2 en hypothese 3 verworpen. Dit wil zeggen dat de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur niet gecorreleerd zijn met de Tobin's Q. Verder blijkt de leeftijd van het bedrijf positief significant te zijn op 1 % voor model 1, model 2 en model 3 en positief significant op 5 % voor model 4. Dit wil zeggen dat hoe ouder het bedrijf is hoe beter zijn bedrijfsprestaties.

Kortom, kunnen we vaststellen dat hypothese 1, hypothese 2 en hypothese 3 worden verworpen. Dit wil zeggen dat de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur niet gecorreleerd zijn met de Tobin's Q.

5.3.4 Regressieresultaten van evaluatie RvB op ROA

De LM-test geeft aan dat de p-waarden 0 zijn voor model 1, model 2, model 3 en model 4 en zijn dus alle vier kleiner dan 0,05. Dit wil zeggen dat we de nulhypothese verwerpen op 5 % en geen gebruik moeten maken van simpele OLS regressiemodellen.

Vervolgens geeft de Hausman test aan dat de p-waarden 0,5372 voor model 1 en 0,5371 voor model 2, model 3 en model 4 zijn. Voor de 4 modellen zijn de p-waarden groter dan 0,05. Dit wil zeggen dat we de nulhypothese (= random-effects) niet verwerpen op 5 % significantieniveau en dus gebruik moeten maken van random-effects voor de vier regressiemodellen.

Verder wordt er getest op autocorrelatie. De vier regressiemodellen blijken autocorrelatie te vertonen aangezien de chi-kwadraatwaarden overal 0 zijn. De nulhypothese (= geen serieel autocorrelatie) kan dus worden verworpen op 5 % significantieniveau.

Tot slot wordt er getest op heteroskedasticiteit. De chi-kwadraatwaarden voor model 1, model 2, model 3 en model 4 zijn respectievelijk 0,0712; 0,2455; 0,1158 en 0,2389. De chi-kwadraatwaarden zijn voor de vier modellen groter dan 0,05 en zijn dus homoskedastisch.

Regressor	Model 1 (RE)	Model 2 (RE)	Model 3 (RE)	Model 4 (RE)
Constante	3,255* (1,945)	3,300 (2,822)	3,503 (2,682)	3,249 (2,029)
Jaar				
2	0,046 (1,232)	0,046 (1,232)	0,046 (1,232)	0,046 (1,232)
3	-2,678** (1,233)	-2,678** (1,233)	-2,678** (1,233)	-2,678** (1,233)
4	-0,096 (1,233)	-0,096 (1,233)	-0,096 (1,233)	-0,096 (1,233)
5	1,134 (1,235)	1,134 (1,235)	1,133 (1,235)	1,134 (1,235)
Grootte bedrijf	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)
Leeftijd bedrijf	0,004 (0,017)	0,004 (0,017)	0,004 (0,017)	0,004 (0,017)
Sector	-0,497 (1,995)	-0,499 (2,014)	-0,496 (2,014)	-0,500 (2,015)
Formele evaluatie RvB		-0,056 (2,661)		
Interne evaluatie			-0,311 (2,312)	
Externe evaluatie				0,040 (2,389)
R²	0,0200	0,0200	0,0201	0,0199
N	280	280	280	

Tabel 8: Regressieresultaten van evaluatie RvB op ROA

Uit tabel 8 kunnen we afleiden dat een formele evaluatie van de Raad van Bestuur geen significante invloed heeft op de ROA. Ook een interne evaluatie als een externe evaluatie blijken geen significante invloed te vertonen met de ROA. Verder merken we op dat het tijdseffect voor jaar 3 in de vier regressiemodellen significant is op 5 % op de ROA. De ROA blijkt voor het gemiddeld bedrijf af te nemen.

We kunnen vaststellen dat hypothese 1, hypothese 2 en hypothese 3 worden verworpen. Dit wil zeggen dat een evaluatie van de Raad van Bestuur niet gecorreleerd is met de ROA.

5.3.5 Regressieresultaten van evaluatie RvB op ROE

De LM-test geeft aan dat de p-waarden 0 zijn voor model 1, model 2, model 3 en model 4 en zijn dus alle vier kleiner dan 0,05. Dit wil zeggen dat we de nulhypothese verwerpen op 5 % en geen gebruik moeten maken van simpele OLS regressiemodellen.

Vervolgens geeft de Hausman test aan dat de p-waarden 0,1563 voor model 1; 0,1575 voor model 2; 0,1564 voor model 3 en 0,1557 voor model 4 zijn. Voor de 4 modellen zijn de p-waarden groter dan 0,05. Dit wil zeggen dat we de nulhypothese (= random-effects) niet verwerpen op 5 % significantieniveau en dus gebruik moeten maken van random-effects voor de vier regressiemodellen.

Verder wordt er getest op autocorrelatie. De vier regressiemodellen blijken autocorrelatie te vertonen aangezien de chi-kwadraatwaarden overal 0 zijn. De nulhypothese (= geen serieel autocorrelatie) kan dus worden verworpen op 5 % significantieniveau.

Tot slot wordt er getest op heteroskedasticiteit. De chi-kwadraatwaarden voor model 1, model 2, model 3 en model 4 zijn respectievelijk 0,4831; 0,4001; 0,2943 en 0,2173. De chi-kwadraatwaarden zijn voor de vier modellen groter dan 0,05 en zijn dus homoskedastisch.

Regressor	Model 1 (RE)	Model 2 (RE)	Model 3 (RE)	Model 4 (RE)
Constante	10,089** (4,794)	7,872 (7,015)	9,188 (6,663)	9,708* (5,009)
Jaar				
2	-0,446 (2,746)	-0,446 (2,746)	-0,447 (2,746)	-0,442 (2,746)
3	-3,443 (2,747)	-3,450 (2,747)	-3,442 (2,747)	-3,443 (2,747)
4	0,151 (2,748)	0,142 (2,748)	0,152 (2,748)	0,153 (2,748)
5	4,456 (2,753)	4,440 (2,753)	4,459 (2,753)	4,454 (2,753)
Grootte bedrijf	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)
Leeftijd bedrijf	-0,023 (0,043)	-0,025 (0,043)	-0,023 (0,043)	-0,022 (0,043)
Sector	-2,655 (5,005)	-2,639 (5,045)	-2,673 (5,052)	-2,711 (5,053)
Formele evaluatie RvB		2,910 (6,669)		
Interne evaluatie RvB			1,146 (5,802)	
Externe evaluatie RvB				1,750 (5,992)
R²	0,0214	0,0236	0,0220	0,0222
N	280	280	280	280

Tabel 9: Regressieresultaten van evaluatie RvB op ROE

Ook in tabel 9 kunnen we opmerken dat een formele evaluatie van de Raad van Bestuur geen significante invloed heeft op de ROE. We kunnen dus vaststellen dat hypothese 1, hypothese 2 en hypothese 3 worden verworpen. Dit wil zeggen dat een evaluatie van de Raad van Bestuur niet gecorreleerd is met de ROE.

5.3.6 Regressieresultaten van evaluatie RvB op Tobin's Q

De LM-test geeft aan dat de p-waarden 0 zijn voor model 1, model 2, model 3 en model 4 en zijn dus alle vier kleiner dan 0,05. Dit wil zeggen dat we de nulhypothese verwerpen op 5 % en geen gebruik moeten maken van simpele OLS regressiemodellen.

Vervolgens geeft de Hausman test aan dat de p-waarden 0,0003 zijn voor de vier regressiemodellen en zijn dus alle vier ook kleiner dan 0,05. Dit wil zeggen dat we de nulhypothese (= random-effects) verwerpen op 5 % significantieniveau en dus gebruik moeten maken van fixed-effects voor de vier regressiemodellen.

Verder wordt er getest op autocorrelatie. De vier regressiemodellen blijken autocorrelatie te vertonen aangezien de chi-kwadraatwaarden overal 0 zijn. De nulhypothese (= geen serieel autocorrelatie) kan dus worden verworpen op 5 % significantieniveau.

Tot slot wordt er getest op heteroskedasticiteit. De chi-kwadraatwaarden voor model 1, model 2, model 3 en model 4 zijn respectievelijk 0,0634; 0,5198; 0,7439 en 0,8993. De chi-kwadraatwaarden zijn voor de vier modellen groter dan 0,05 en zijn dus homoskedastisch.

Regressor	Model 1 (FE)	Model 2 (FE)	Model 3 (FE)	Model 4 (FE)
Constante	-3,855** (1,733)	-3,855** (1,733)	-3,855** (1,733)	-3,855** (1,733)
Jaar				
2	-0,041 (0,087)	-0,041 (0,087)	-0,041 (0,087)	-0,041 (0,087)
3	-0,150* (0,083)	-0,150* (0,083)	-0,150* (0,083)	-0,150* (0,083)
4	-0,088 (0,087)	-0,088 (0,087)	-0,088 (0,087)	-0,088 (0,087)
5	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)
Grootte bedrijf	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)
Leeftijd bedrijf	0,072*** (0,024)	0,072*** (0,024)	0,072*** (0,024)	0,072*** (0,024)
Sector	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)	0 (omitted)
Formele evaluatie RvB		0 (omitted)		
Interne evaluatie			0 (omitted)	
Externe evaluatie				0 (omitted)
R²	0,0352	0,0352	0,0352	0,0352
N	280	280	280	280

Tabel 10: Regressieresultaten (fixed-effects) van evaluatie RvB op Tobin's Q

In tabel 10 kunnen we zien dat een formele evaluatie van de Raad van Bestuur constant is over de tijd. Ook een interne evaluatie en een externe evaluatie blijken constant te zijn over de tijd.

De Hausman test prefereerde fixed-effects regressiemodellen boven random-effects regressiemodellen. Maar omdat de variabelen constant zijn over de tijd werd toch random-effects regressiemodellen (zie tabel 10) opgesteld.

Regressor	Model 1 (RE)	Model 2 (RE)	Model 3 (RE)	Model 4 (RE)
Constante	1,734*** (0,195)	1,677*** (0,290)	1,785*** (0,274)	-3,855** (1,733)
Jaar				
2	-0,117 (0,096)	-0,117 (0,096)	-0,117 (0,096)	-0,041 (0,087)
3	-0,298*** (0,097)	-0,298*** (0,097)	-0,298*** (0,097)	-0,150* (0,083)
4	-0,311*** (0,097)	-0,311*** (0,097)	-0,311*** (0,097)	-0,088 (0,087)
5	-0,294*** (0,097)	-0,294*** (0,097)	-0,294*** (0,097)	0 (omitted)
Grootte bedrijf	-0,00000005** (0,00000002)	-0,00000005** (0,00000002)	-0,00000005** (0,00000002)	-0,00000006** (0,00000002)
Leeftijd bedrijf	-0,002 (0,002)	-0,002 (0,002)	-0,002 (0,002)	-0,002*** (0,002)
Sector	-0,367* (-0,208)	-0,367* (-0,210)	-0,367* (-0,210)	-0,381* (0,203)
Formele evaluatie RvB		0,074 (0,278)		
Interne evaluatie			-0,066 (0,241)	
Externe evaluatie				0,461* (0,241)
R²	0,1167	0,1175	0,1176	0,1588
N	280	280	280	280

Tabel 11: Regressieresultaten (random-effects) van evaluatie RvB op Tobin's Q

In tabel 11 kunnen we zien dat een formele evaluatie van de Raad van Bestuur geen significante invloed heeft op de Tobin's Q. Maar een externe evaluatie van de Raad van Bestuur blijkt een positief significante invloed van 10 % op de Tobin's Q te hebben. Dit wil zeggen dat een formele evaluatie van de Raad van Bestuur in samenwerking met een externe deskundige de bedrijfsprestaties verbeteren. Verder blijken de grootte van het bedrijf en de sector waarin het bedrijf actief is een negatieve significante invloed van respectievelijk 5 % en 10 % te hebben op de Tobin's Q in de vier regressiemodellen. Voor de grootte van het bedrijf wil dit zeggen dat hoe groter het bedrijf is hoe lager de Tobin's Q. Voor de sector wil dit zeggen dat productiebedrijven een gemiddelde lagere Tobin's Q ondervinden dan de niet-productiebedrijven. Tot slot blijkt er in de eerste drie modellen

een significant tijdseffect op 1 % te zijn voor jaar 3, jaar 4 en jaar 5. De Tobin's Q blijkt voor het gemiddeld bedrijf af te nemen in jaar 3, jaar 4 en jaar 5.

Kortom, kunnen we vaststellen dat hypothese 1 en hypothese 2 worden verworpen en dat hypothese 3 niet wordt verworpen. Dit wil zeggen dat een externe evaluatie van de Raad van Bestuur positief gecorreleerd is met de Tobin's Q.

6. Conclusie

6.1 Discussie van de resultaten

Deze studie onderzocht het effect van een formele evaluatie van de Raad van Bestuur op de bedrijfsprestaties. Uit regressieanalyse blijkt dat deze relatie niet significant is. Dit wil zeggen dat een uitgewerkte evaluatieprocedure (conform de richtlijnen 4.11-4.15 van de Belgische Corporate Governance Code) geen invloed heeft op de bedrijfsprestaties. Een externe evaluatie blijkt wel een positieve significante invloed van 10 % te hebben op de bedrijfsprestaties. Met ander woorden, een formele evaluatie van de Raad van Bestuur volledig uitgevoerd door een externe deskundige (of in samenwerking met interne evaluatoren) verhoogt wel degelijk de bedrijfsprestaties. Dit resultaat is zoals we verwacht hadden vanuit de literatuurstudie. Omdat externe deskundigen de evaluatie van een Raad van Bestuur objectiever uitvoeren dan wanneer dit alleen maar gebeurt door interne evaluatoren. Bovendien herkennen externe deskundigen eventuele Corporate Governance problemen veel makkelijker waardoor verbeteringen effectiever worden doorgevoerd. Dit leidt vervolgens tot betere bedrijfsprestaties.

Verder zijn het aantal bedrijven dat een formele evaluatie van de Raad van Bestuur laat uitvoeren door een externe deskundige beperkt tot 12 bedrijven in deze studie. De meeste bedrijven (43 van de 56 bedrijven) maken nog steeds gebruik van een traditioneel intern evaluatieonderzoek uitgevoerd onder leiding van de voorzitter van de Raad van Bestuur of door één van zijn comités. Bovendien evalueren 24 van de 56 bedrijven hun Raad van Bestuur om de 2 à 3 jaar. Dit is in overeenstemming met de richtlijn in de Belgische Corporate Governance Code. Slechts 10 bedrijven in deze studie evalueren hun Raad Van Bestuur 1 of meerdere keren per jaar. Tot slot worden tijdens een formele evaluatie verschillende aspecten van de Raad van Bestuur geëvalueerd die volgens de academische literatuur ook hun impact hebben op de bedrijfsprestaties. Deze studie beperkte zich namelijk tot drie structurele kenmerken van de Raad van Bestuur om te zien of deze geëvalueerd werden.

Als eerste werd gekeken naar de omvang van de Raad van Bestuur. Alle bedrijven in deze studie (47 van de 56 bedrijven) die een formele evaluatie van de Raad van Bestuur uitvoeren, evalueren de omvang van de Raad van Bestuur. Ten tweede werd ook gekeken of de onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur regelmatig worden geëvalueerd. Slechts 15 van de 47 bedrijven die een regelmatige formele evaluatie houden, blijken de bijdrage van de onafhankelijke bestuurders te evalueren. Als laatste werd ook gekeken of de vrouwen in de Raad van Bestuur werden geëvalueerd aangezien het vereist minimum van 33 % voor de vrouwenquota ook een actueel debat vormt in de Belgische Corporate Governance. Specifieke informatie over de evaluatie van de vrouwen in de Raad van Bestuur werd niks teruggevonden in de jaarverslagen van de bedrijven die een formele evaluatie houden. Dit is logisch aangezien er alleen naar de bijdrage van de individuele bestuurders wordt gekeken en niet naar de specifieke bijdrage van de gendergroepen in de Raad van Bestuur. Maar er werd wel vastgesteld dat 33 van de 47 bedrijven die een formele evaluatie houden de bijdrage van de individuele bestuurders beoordelen.

Ook het effect van deze structurele kenmerken van de Raad van bestuur op de bedrijfsprestaties werd in deze studie onderzocht. Uit regressieanalyse blijkt dat de relatie met de bedrijfsprestaties niet significant is voor de drie structurele kenmerken van de Raad van Bestuur.

6.2 Beperkingen van de studie en aanbevelingen voor verder onderzoek

Deze studie bevat een aantal beperkingen waar rekening mee gehouden moet worden. Een eerste belangrijke beperking is dat een kwantitatief onderzoek werd verricht terwijl een kwalitatief onderzoek hier meer tot zijn recht zou zijn. Een regelmatige formele evaluatie van de Raad van Bestuur zou als doel moeten hebben dat bestuursproblemen worden herkend en worden opgelost ten einde een effectieve Raad van Bestuur te hebben. En aangezien de effectiviteit van de Raad van Bestuur grotendeels wordt bepaald door de bestuurders waaruit het bestaat, zouden persoonlijke interviews met de individuele bestuurders en enquêtes waardevollere informatie kunnen bieden om eventuele bestuursproblemen op te lossen.

Een volgende beperking is dat de resultaten uit deze studie niet representatief zijn voor alle Belgische bedrijven. Slechts de Belgische beursgenoteerde bedrijven werden bestudeerd. Belgische private bedrijven hebben andere dynamieken dan de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Private bedrijven zijn bijvoorbeeld minder verantwoordelijkheid verschuldigd ten aanzien van de maatschappij dan publieke bedrijven. Private bedrijven zouden misschien minder belang hechten aan een evaluatie van de Raad van Bestuur. Daarom zou het ook interessant zijn dat onderzoek wordt gedaan naar de toegevoegde waarde van een evaluatie van de Raad van Bestuur in private bedrijven.

Een andere beperking is de tijdsspanne in deze studie. De periode 2012-2016 werd gebruikt als tijdsspanne. Een tijdsspanne van bijvoorbeeld 10 jaar of meer levert meer observaties op aangezien de dataset uit slechts 56 bedrijven bestaat. Maar omwille van tijdsgebrek en het ontbreken van data voor bepaalde jaren was dat niet mogelijk.

Tot slot is er ook een aanbeveling voor verder onderzoek. Het academisch onderzoek over de evaluatie van de Raad van Bestuur is vooral beperkt tot het theoretisch kader. Er is met andere woorden nog vooruitgang te boeken op empirisch vlak. De evaluatie van specifieke structurele kenmerken van de Raad van Bestuur (zoals bijvoorbeeld zijn omvang en zijn samenstelling) in verband brengen met de bedrijfsprestaties zijn interessante pistes waar nog meer onderzoek naar kan gedaan worden.

Lijst van geraadpleegde werken

Adams, R. B., & Ferreira, D., (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291-309.

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*, 48:1, 58-107.

Adams, M., & Jiang, W., (2016). "Do outside directors influence the financial performance of risk-trading firms? Evidence from the United Kingdom (UK) insurance industry," *Journal of Banking & Finance*, 64(C), 36-51.

Apastegua, J., Azmat, G., & Iriberry, N., (2012). The impact of gender composition on team performance and decision-making: Evidence from the field. *Management Science*, 58(1), 78-93.

Baysinger B and Hoskisson RE (1990). The composition of boards of directors and strategic control, *Academy of Management Review* 15(1): 72-87.

Bear, S., Rahman, N., & Post, C., (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics*, 97(2), 207-221.

Belcourt, M. & Kluge, H., (1999). Measuring Board Performance. *Ivey Business Journal*, 63, 26-32.

Belgische Corporate Governance Code 2009

Cascio, W. F., (2004). Board Governance: A Social Systems Perspective, *Academy of Management Executive*, 18, 97-100.

Coles, J. W., McWilliams, V. B., & Sen, N., (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27: 23-50.

Conger, J. A., Finegold, D., & Lawler, E. E., (1998). Appraising Boardroom Performance. *Harvard Business Review*, 136-148.

Conger, J. A., Lawler III, E. E., & Finegold, D. L., (2001). *Corporate Boards: New Strategies for Adding Value at the Top*. San Francisco: Jossey-Bass.

Crosan, R., & Gneezy, U., (2009). Gender differences in preferences. *Journal of Economics Literature*, 47(2), 1-27.

Daily, C. M. and Dalton, D. R., (2003). Looking in the Mirror: Board Evaluation, *The Journal of Business Strategy*, 24, 8-9.

Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L., (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.

- De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F., (2005). Corporate boards in OECD countries : Size, composition, functioning and effectiveness, *Corporate Governance: An International Review*. 13(2), 197-210.
- Dehaene, A., De Vuyst, V., & Ooghe, H., (2001). Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies. *Long Range Planning*, 34: 383-398.
- Demb, A., & Neubauer, F. F., (1992). The Corporate Board : Confronting the Paradoxes. *Long Range Planning*, 25, 9-20.
- Duchin, R., Matsusaka, J. G., & Ozbas, O., (2010). "When are outside directors effective?," *Journal of Financial Economics*, 96(2), 195-214.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C., (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- Forbes, D. P. & Milliken, F., (1999). Cognition and corporate governance: Understanding board of directors as strategic decision: Making groups. *Academy of Management Review*, 3: 489-505.
- GILLAN S., 2006, On Corporate Governance: An overview and introduction to the special issue, *Journal of Corporate Finance*.
- Graf, P., (2007). "Myths about Director Evaluation." *Corporate Board* 28(166): 16-21.
- Hagel, J. III., Brown, J. S., & Davison, L., 2010. The best way to measure company performance. *Harvard Business Review*.
- Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E., 2010. *Multivariate Data Analysis*, 7th Edition. *Pearson*.
- Harjoto, M., Laksmana, I., & Lee, R., (2015). Board diversity and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, forthcoming.
- Hoegl, M., & Gemuenden, H. G., (2001). Teamwork Quality and the Success of Innovative Projects: A Theoretical Concept and Empirical Evidence. *Organization Science*, 12(4), 435-449.
- Hillman, A. & Dalziel, T. 2003. Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28: 383-396.
- Hung, H., (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards, *Corporate Governance: An International Review* 6(2): 101-111.
- Huse, M., (2005). Accountability and Creating Accountability: A Framework for Exploring Behavioural Perspectives of Corporate Governance. *British Journal of Management*, 16, s65-s79.

- Ingley, C., & Van Der Walt, N., (2002). Board Dynamics and the Politics of Appraisal. *Corporate Governance: an International Review*, 10, 163-174.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (1), 305-360.
- Joecks, J., Pull, K., & Vetter, K., (2013). Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What exactly constitutes a "critical mass?". *Journal of Business Ethics*, 118(1), 61-72.
- Johnson, J. L., Daily, C.M., & Ellstrand, A.E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of Management*, 22(3), 409-438.
- Johnson, S.G., Schnatterly, K., & Hill, A.D. (2012). Board Composition Beyond Independence: Social Capital, Human Capital and Demographics. *Journal of Management*, 39 (1), 232-262.
- Kazanjian, J., (2000). Assessing Boards and Individual Directors. *Ivey Business Journal*, 64, 45-50.
- Kesner, I. F., (1988). Directors' characteristics and committee membership: An investigation of type, occupation, tenure, and gender. *The Academy of Management Journal*, 31, 66-84.
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J., (2005). Evaluating Boards and Directors. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5): 613-631.
- Klein, A., (1998). Firm Performance and Board Committee Structure. *Journal of Law and Economics*, 275-303.
- Leblanc, R., (2005). "Assessing Board Leadership." *Corporate Governance: An International Review* 13(5): 654-666.
- Lipton, M., & Lorsh, J., (1992). A modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer*, 48: 59-77.
- Long, T., (2006). "This Year's Model: Influences on Board and Director Evaluation." *Corporate Governance: An International Review* 14(6): 547-557.
- Minichilli, A., Gabrielsson, J., & Huse, M., (2007). Board Evaluations: making a fit between the purpose and the system. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4): 609-622.
- Mintzberg, H., (1983). *Power in and around organizations* (Vol. 142). Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- OECD, 2004, *OECD Principles of Corporate Governance*.
- Punch, K. F., (1998) *Introduction to Social Research: Quantitative and Qualitative Approaches*. London: Sage Publications.
- Rasmussen, J., (2015). Do board evaluations measure board effectiveness? *International studies of management & organization*, 45(1): 80-98.
- Reguera-Alvarado, N., de Fuentes, Pilar., & Laffarga, Joaquina., (2017). Does Board Gender Diversity Influence Financial Performance ? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141: 337-350.

- Rose, C., (2007). Does female board representation influence firm performance? The Danish Evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 404-413.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W., (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52: 759–783.
- Sonnenfeld, J. (2002). What makes great boards great. *Harvard Business Review*, 80(9), 106-113.
- Spira, L., & Bender, R., (2004). Compare and Contrast: Perspectives on Board Committees, *Corporate Governance: an International Review*, 489-499.
- Unerman, J., & O'Dwyer, B., (2004). Enron, WorldCom, Andersen et al.: a challenge to modernity. *Critical Perspectives on Accounting*, 15 (2004), 971-993.
- Van den Berghe, L. A. A., & Levrau, A., (2004). Evaluating boards of directors: What constitutes a good corporate board? *Corporate Governance: An International Review*, 12: 461–478.
- Yermack, D., (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40: 185–211.
- 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.