



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

De invloed van de hiërarchie in de raad van bestuur en onafhankelijke bestuurders op de ondernemingswaarde

Alparslan Ak

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VOORDECKERS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be

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

2018
2019



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

De invloed van de hiërarchie in de raad van bestuur en onafhankelijke bestuurders op de ondernemingswaarde

Alparslan Ak

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 vormt een afsluiting van mijn opleiding Toegepaste Economische wetenschappen, master Accountancy en Financiering aan de Universiteit Hasselt. Deze masterproef is geschreven tijdens het academiejaar 2018-2019.

Het zou niet gelukt zijn om deze masterproef tot een goed einde te brengen zonder de hulp van een aantal mensen. Ik wil eerst en vooral mijn Prof. dr. Wim Voordeckers bedanken voor zijn bijstaan en hulp. Hiernaast wil ik mijn familie bedanken voor hun steun en bijstand.

Ik wens u veel leesplezier.

Alparslan Ak

Juni, 2019

Samenvatting

Recente schandalen tonen aan dat een gebrek van controle door de raad van bestuur een probleem is. Indien de raad van bestuur efficiënt presteert dan zouden dergelijke schandalen voorkomen kunnen worden. Bijgevolg vervullen bestuurders van de raad van bestuur een belangrijke rol. Zo formuleren, evalueren en verbeteren ze bedrijfsstrategieën. Voor het effectief vervullen van deze rollen is de communicatie en interactie binnen de raad van bestuur van essentieel belang. De aanwezigheid van hiërarchie zorgt voor een verbetering van de interactie en communicatie onder bestuurders. Hiernaast versnelt de aanwezigheid van een hiërarchie onder bestuurders het besluitvormingsproces dewelke cruciaal is om in te spelen op de veranderende omgeving. Verder geeft een hiërarchie binnen de raad van bestuur een weerkaatsing van macht weer onder bestuurders. Zo zullen binnen de raad van bestuur leden geordend worden op basis van hun ervaring, kennis en vaardigheden. Mensen die hoger gepositioneerd zijn op de hiërarchische ladder durven meer hun meningen te uiten aangezien hun opvattingen meer gerespecteerd worden. Dit komt doordat mensen die laag gepositioneerd zijn op de hiërarchische ladder als minder competent worden beschouwd. Bijgevolg hebben bestuurders die hoger zijn geordend op de hiërarchische ladder meer invloed op het besluitvormingsproces. Zo worden bestuurders met meerdere mandaten als hoge kwaliteit bestuurders beschouwd. Deze bestuurders hebben meer ervaring en een betere reputatie dan bestuurders met minder mandaten. Hierdoor worden deze bestuurders hoger op de hiërarchische ladder geplaatst. Deze veronderstelling sluit nauw aan met de *reputation* hypothese. Deze stelt dat drukbezette bestuurders over meer kwaliteit en reputatie beschikken waardoor ze de ondernemingswaarde positief beïnvloeden.

In deze eindverhandeling wordt onderzoek gedaan naar de invloed van de hiërarchie in de raad van bestuur en onafhankelijke bestuurders op de ondernemingswaarde. Hiervoor wordt gebruik gemaakt van panel data voor de periode 2013-2017. De verkregen resultaten tonen een negatief verband tussen de aanwezigheid van een drukbezet bestuur en de Tobin's Q van het bedrijf op significantieniveau 1%. Deze bevindingen bevestigen de *busyness* hypothese dewelke vertrekt vanuit de assumptie dat drukbezette bestuurders de ondernemingswaarde negatief beïnvloeden.

In hoofdstuk één wordt een introductie gegeven omtrent de onderzoeksvraag. Hiernaast wordt de problematiek van een drukbezet bestuur kort besproken. Vervolgens wordt in hoofdstuk twee de centrale onderzoeksvraag verder toegelicht. Daarnaast wordt een korte omschrijving gegeven over de aanpak van de literatuurstudie en het empirisch onderzoek.

In hoofdstuk drie wordt het concept raad van bestuur in detail besproken. Zo komen belangrijke elementen zoals de samenstelling, werking, hiërarchie, taken en rollen van de raad van bestuur aan bod. Hiernaast wordt het belang van onafhankelijke bestuurders aangestipt. Ook worden familiebedrijven betrokken tot de literatuurstudie en wordt er een vergelijking gemaakt met niet-familiebedrijven.

In hoofdstuk vier worden de verschillende hypothesen voorgesteld en kort toegelicht. Vervolgens worden de dataverzameling en de onderzochte variabelen in hoofdstuk vijf omschreven. Verder wordt een overzicht gegeven van de data en worden er enkele analyses uitgevoerd. Tevens worden de gebruikte lineaire regressiemodellen behandeld. Daarna wordt in hoofdstuk zes de

regressiemodellen toegepast en nader onderzocht. Tenslotte wordt in hoofdstuk zeven de conclusie van het onderzoek geformuleerd en wordt er een aanbeveling gedaan voor verder onderzoek.

Inhoudstabel

Woord vooraf.....	1
Samenvatting	3
Lijsten	7
1. Probleemstelling	9
2. Onderzoeksopzet	11
2.1 Centrale onderzoeksvraag	11
2.2 Literatuurstudie	11
2.3 Empirisch onderzoek.....	12
2.4 Onderzoeksdoel	12
3. Literatuurstudie	13
3.1 Corporate governance.....	13
3.2 De raad van bestuur en zijn samenstelling	14
3.3 Uitvoerende bestuurders en niet-uitvoerende bestuurders.....	15
3.4 Onafhankelijke bestuurders	16
3.5 Hiërarchie van onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur.....	18
3.6 Het belang van een effectief werkende raad van bestuur.....	21
3.7 De werking van de raad van bestuur – Model van Forbes en Milliken ...	21
3.8 De raad van bestuur en zijn taken.....	24
3.9 De raad van bestuur en zijn rollen.....	26
3.9.1 Institutionele theorie – onderhoudende rol.....	26
3.9.2 Resource dependency theorie – netwerkrol	27
3.9.3 Stakeholder theorie – coördinerende rol	28
3.9.4 Stewardship theorie – strategische rol.....	29
3.9.5 Managerial hegemony – ondersteunende rol	30
3.9.6.1 Agency theorie	31
3.9.6.2 Agency problemen	32
3.9.6.3 Agency probleem binnen familiebedrijven	32
3.9.6.4 Agency theorie – controlerol.....	33
3.9.6.5 Familiebedrijven	33
3.9.6.6 Vergelijking tussen familie- en niet-familiebedrijven.....	34
4. Theorie en hypothesen	37
4.1 Onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde.....	37
4.2 Drukbezet bestuur en ondernemingswaarde	37
4.3 Drukbezet bestuur in familiebedrijven en ondernemingswaarde	39
5. Analyse	41

5.1	Dataverzameling	41
5.2	Variabelen	41
5.2.1	Afhankelijke variabelen	41
5.2.2	Controle variabelen	42
5.2.3	Onafhankelijke variabelen	43
5.3	Overzicht data	44
5.3.1	Aantal onafhankelijke bestuurders	44
5.3.2	Drukbezet bestuur	45
5.4	Analyse	46
5.4.1	Lineaire regressies	46
5.4.2	Soorten regressiemodellen	46
5.4.3	Heteroscedasticiteit en autocorrelatie	47
6.	Resultaten	49
6.1	Beschrijvende statistieken	49
6.2	Correlaties	50
6.3	Resultaten van regressies	50
6.3.1	Verschillende modellen en ROA	50
6.3.2	Verschillende modellen en ROE	52
6.3.3	Verschillende modellen en Tobin's Q	53
7.	Algemeen besluit	57
7.1	Conclusie	57
7.2	Beperkingen	58
8.	Referentielijst	61

Lijsten

Figuren

Figuur 1: Een model van bestuur processen en hun impact op bestuur effectiviteit (Forbes & Milliken, 1999).

Figuur 2: Een typologie van de theorieën met betrekking tot de rollen van de raad van bestuur (Hung, 1998)

Figuur 3: Aantal onafhankelijke bestuurders

Figuur 4: Ten minste drie onafhankelijke bestuurders

Figuur 5: Drukbezet bestuur – Niet drukbezet bestuur

Figuur 6: Drukbezet bestuur familiebedrijven – Niet drukbezet bestuur familiebedrijven

Tabellen

Tabel 1: Termen verkennend onderzoek

Tabel 2: Beschrijvende statistieken

Tabel 3: Correlatiematrix

Tabel 4: Regressieresultaten op ROA

Tabel 5: Regressieresultaten op ROE

Tabel 6: Regressieresultaten op Tobin's Q

1. Probleemstelling

Een goed functionerend raad van bestuur is essentieel van belang voor iedere onderneming. Dit blijkt uit studies over de schandalen van Enron en WorldCom. Het schandaal omtrent Enron zorgde voor grote verbazing bij velen. Dit bedrijf werd enerzijds geconfronteerd met onregelmatigheden in zijn boekhouding en anderzijds met frauduleuze handelingen. Uiteindelijk resulteerde dit tot het faillissement van Enron met drastische gevolgen voor de stakeholders. Zo zagen investeerders hun investeringen waardeloos worden en werden duizenden werknemers werkloos (Di Miceli da Silveira, 2013). Hiernaast kreeg WorldCom ook te kampen met schandalen. Ook hier was er sprake van onregelmatigheden in de boekhouding wat leidde tot het faillissement van WorldCom (Scharff & Heft, 2017). Niet alleen Amerikaanse bedrijven maar ook bedrijven vanuit het Verre Oosten komen in aanmerking inzake dergelijke schandalen. Dit blijkt uit de case van Olympus. Hier werd de boekhouding vervalst door de CEO om verliezen van belanghebbenden verborgen te houden (Elam, Madrigal en Jackson, 2014). Het zijn echter niet enkel de buitenlandse ondernemingen die bekend staan omwille van dergelijke praktijken. Ook in België zijn er een aantal bekende fraudegevallen. Zo denken we direct aan de case van Lernout & Hauspie en de case omtrent Studio100.

In al deze cases wordt er gesproken over een gebrek aan controle. Deze tekortkomingen aan controle kunnen toegeschreven worden aan een inefficiënt presterend raad van bestuur. Het is immers de taak van een raad van bestuur om fraude opportuniteiten te voorkomen. Indien de raad van bestuur zijn taak effectief uitvoert dan kunnen fraudes voorkomen worden (Wuerges & Borba, 2014). Dit wordt ook bevestigd door de *Corporate Governance Code* waarin wordt vermeld dat de raad van bestuur het belangrijkste beslissingsorgaan is binnen de onderneming. De raad vervult immers een dubbele rol: enerzijds is ze verplicht ondernemerschap te ondersteunen en adviezen te geven en anderzijds moet ze zorgen voor een effectieve controle en toezicht op de activiteiten van het management (*Corporate Governance Code*, 2009).

Hiernaast vervullen bestuurders van een raad belangrijke rollen zoals het formuleren, evalueren en verbeteren van bedrijfsstrategieën. De mate waarin bestuurders deze strategische rollen op een effectieve manier vervullen, wordt beïnvloed door de mate van interactie binnen dat bestuur. Een hiërarchie onder bestuurders zorgt voor een verbetering inzake communicatie en interactie binnen de raad van bestuur. Deze verbetering zorgt bijgevolg voor een stijging in bedrijfsprestaties. Bedrijven die gekenmerkt worden met onvoorspelbare veranderingen in hun bedrijfsomgeving, moeten vaak snelle beslissingen nemen om te kunnen inspelen op die veranderingen. Wanneer er een duidelijke hiërarchie onder bestuurders bestaat, kan dit het besluitvormingsproces versnellen (He & Huang, 2011).

Blader en Chen (2011) stellen dat de ontwikkeling van een hiërarchie onvermijdbaar is in eender welk besluitvormingsproces. Deze vaststelling is eveneens van toepassing voor een raad van bestuur (Zhu et al., 2016). Er wordt verondersteld dat hiërarchie een weerkaatsing geeft van macht. Zo zal er binnen de raad van bestuur de leden geordend worden op basis van hun ervaring, kennis en vaardigheden (Gould, 2002). Mensen die hoger gepositioneerd zijn op de hiërarchische ladder durven meer hun meningen te uiten aangezien hun opvattingen meer gerespecteerd worden (He & Huang, 2011). Dit komt doordat mensen die laag zijn gepositioneerd op de hiërarchische

ladder als minder competent worden beschouwd (Jetten et al., 2006). Bijgevolg beïnvloeden personen met een hogere hiërarchische positie het besluitvormingsproces sterker (Zhu, et al., 2016).

Lei en Deng (2014) stellen in hun onderzoek vast dat bestuurders met meerdere mandaten als hoge kwaliteit bestuurders worden beschouwd. Deze bestuurders hebben meer ervaring en een betere reputatie dan bestuurders met minder mandaten (Fama & Jensen, 1983). Hierdoor worden deze bestuurders hoger op de hiërarchische ladder geplaatst (Zhu et al., 2016). Bijgevolg is deze veronderstelling in lijn met de *reputation* hypothese. Deze stelt dat drukke bestuurders over meer kwaliteit beschikken en hierdoor de ondernemingswaarde positief beïnvloeden (Liang et al., 2018).

2. Onderzoeksopzet

2.1 Centrale onderzoeksvraag

Binnen de literatuur is er geen eenduidige conclusie omtrent het verband tussen een drukbezet bestuur en ondernemingswaarde. Een bestuurder die meer dan drie mandaten bezit, wordt bestempeld als drukbezet (Ferris et al., 2003). Wanneer tenminste vijftig procent van de raad van bestuur drukbezet is, spreken we over een drukbezet bestuur (Fich & Shivdasani, 2004). Bestuurders die meerdere mandaten hebben worden als hoge kwaliteit bestuurders beschouwd. Zij beschikken over meer ervaring en een betere reputatie dan bestuurders met minder mandaten (Fame & Jensen, 1983). Hierdoor worden deze bestuurders hoger op de hiërarchische ladder geplaatst. Zo zullen onafhankelijke bestuurders die hoger gepositioneerd zijn op de hiërarchische ladder een positieve invloed uitoefenen op de ondernemingswaarde doordat ze financiële rapportering verbeteren en zorgen voor meer vertrouwen van de investeerders (Zhu et al., 2016). De resultaten van Zhu et al. (2016) zijn enkel geldig voor Chinese bedrijven omdat ze zich enkel focussen op Chinese data. China heeft echter een totaal verschillend cultuur als België. Hierdoor kunnen deze resultaten niet zomaar overgenomen worden in de Belgische context. Hiernaast is er in de literatuur niet veel te vinden over de invloed van een hiërarchie binnen de raad van bestuur en de rol van de onafhankelijke bestuurders. Er worden wel aanbevelingen gedaan om dit verder te onderzoeken, maar hier zit duidelijk de tekortkoming. Bijgevolg is er meer aandacht vereist voor dit onderwerp. Vandaar de centrale onderzoeksvraag van deze masterproef: "De invloed van de hiërarchie in de raad van bestuur en onafhankelijke bestuurders op ondernemingswaarde."

2.2 Literatuurstudie

De masterproef zal globaal bestaan uit twee grote delen: de literatuurstudie en het praktijkonderzoek. Het eerste deel van deze masterproef bestaat uit een uitgebreide literatuurstudie. Het is de bedoeling om hier beschikbare informatie te verzamelen over een drukbezet bestuur en onafhankelijke bestuurders. Om dit te verwezenlijken zullen er databanken gebruikt worden voor het opzoeken van relevante wetenschappelijke literatuur. Er zal voornamelijk gebruik gemaakt worden van de elektronische bibliotheek van UHasselt en Google Scholar.

Enkele zoektermen waarmee ik zal starten om de juiste literatuur te bekomen:

Nederlandstalige zoektermen	Engelstalige zoektermen
Raad van bestuur	Board of directors
Onafhankelijke bestuurders	Independent directors
Drukbezette bestuurders	Busy Directors
Drukbezet bestuur	Busy board
Bedrijfswaarde	Firm value

Tabel 1: Termen verkennend onderzoek

2.3 Empirisch onderzoek

Het tweede deel van de masterproef bestaat uit het empirisch onderzoek. Het doel van het empirisch onderzoek is het proberen formuleren van een antwoord op de onderzoeksvraag. Om dit te verwezenlijken zal er voornamelijk gebruik gemaakt worden van kwantitatieve data. Er wordt gekozen voor deze data omdat er bij kwalitatieve data een risico op lage respons bestaat. Voor het onderzoek zijn voldoende waarnemingen noodzakelijk. Bijgevolg zal er niet gewerkt worden met data van slechts één jaar maar wel met data over verschillende jaren. Er wordt gekozen voor de periode 2013-2017, omdat deze de meest recente data bezitten. Door te werken met een longitudinaal onderzoek kan de evolutie doorheen de tijd bekeken worden. De data die gebruikt worden in het empirisch onderzoek zijn afkomstig van de databank van Bureau van Dijk. Voor het analyseren van de data zal er gewerkt worden met regressies dewelke verkregen worden met behulp van Stata.

2.4 Onderzoeksdoel

Het doel van deze masterproef is het belang van een hiërarchie binnen de raad van bestuur en onafhankelijke bestuurders nader te onderzoeken. Bijgevolg zal het onderzoek bestaan uit twee delen. De nadruk binnen deze onderzoek zal liggen op Belgische beursgenoteerde bedrijven, aangezien de nodige data makkelijker beschikbaar zijn. Bovendien zullen de verschillende deelaspecten die een invloed uitoefenen op de hiërarchie van de raad van bestuur bestudeerd worden vanuit een Belgische bedrijfsomgeving. Tevens zal er ook gegrepen worden naar de *corporate governance code* aangezien de raad daar een belangrijke rol vervult. Verder zal er een link gelegd worden met theorieën die gerelateerd zijn aan de raad van bestuur.

3. Literatuurstudie

3.1 Corporate governance

Corporate governance is een onderwerp waaraan meer belang wordt gehecht. Dit is vooral te wijten aan de internationale schandalen die er de laatste jaren plaatsvonden zoals Enron en WorldCom. Onregelmatigheden binnen deze organisaties hebben geleid tot grote schade bij de belanghebbenden waarbij vele investeerders hun geld verloren en vele werknemers op straat terecht kwamen (Di Miceli da Silveira, 2013). Een ander reden waarom de interesse in dit onderwerp gestegen is, is het feit dat bedrijven met een goede *corporate governance* structuur gemiddeld beter presteren dan bedrijven met een slechte *corporate governance* structuur (Culasso et al., 2012).

Corporate governance is een begrip dat wordt vertaald als deugdelijk bestuur. Deze omschrijving geeft echter geen correct inzicht over het breed begrip. Vanuit de literatuur blijkt dat er geen éénduidige definitie van *corporate governance* bestaat. Dit is te wijten aan het feit dat *corporate governance* met verschillende definities wordt omschreven. Desondanks komen de verschillende omschrijvingen vaak op hetzelfde neer (Cohen et al., 2002). Zo definiëren Shleifer en Vishny (1997) *corporate governance* als de wijze waarop de kapitaalverschaffer van de onderneming zichzelf verzekert voor het verkrijgen van een return op zijn investering. Moerland (1997) omschrijft *corporate governance* als de manier waarop ondernemingen bestuurd en gecontroleerd worden, alsook de manier waarop daarover verantwoording wordt afgelegd aan de kapitaalverschaffers en andere stakeholders. *Corporate Governance Code* (2009) definieert *corporate governance* als een reeks van regels en gedragingen die betrekking hebben op de manier waarop vennootschappen gemanaged en gecontroleerd moeten worden.

De *corporate governance* omvat verschillende controlemechanismen die bedrijven helpen bij het managen en controleren. Zo zijn er enerzijds externe controlemechanismen en anderzijds interne controlemechanismen (Denis & McConnell, 2003).

Er bestaan verschillende externe controlemechanismen die bedrijven beïnvloeden. Zo kan de overnamemarkt fungeren als een externe controlemechanisme. Indien het aandeel van het bedrijf goedkoper wordt, dan kan het interessant zijn voor een concurrent om een overname te doen. Nadat een dergelijke overname gebeurt, zal het oorspronkelijk management waarschijnlijk ook vervangen worden. Vervolgens kunnen de *proxy fights* ook gecategoriseerd worden als een externe controleprocedure. Hier gaat een dissidente aandeelhouder streven naar het verkrijgen van voldoende stemmen om op die manier het management of de raad van bestuur te vervangen. Hiernaast kan het wettelijk systeem ook in aanmerking komen als een externe *governance* mechanisme. Zo wordt er nagegaan in welke mate de rechten van de aandeelhouders worden beschermd en of deze wetten al dan niet afdwingbaar zijn (Denis & McConnell, 2003). Tevens kan de financiële structuur van de onderneming dienen als een externe *governance* procedure. Schulden hebben een disciplinerende werking op het management. Indien men onverstandig schulden zou aangaan en vervolgens zijn verplichting niet kan na komen dan is er sprake van een faillissementsdreiging (Guo et al., 2015).

Naast de externe controlemechanismen zijn er ook interne controlemechanismen zoals de eigendomsstructuur en de raad van bestuur (Denis & McConnell, 2003). De eigendomsstructuur van een bedrijf beschrijft de hoofdaandeelhouders die de strategie van een bedrijf bepalen (Zhang et al., 2016). De eigendom van een bedrijf kan verdeeld zijn op twee manieren. De aandelen kunnen geconcentreerd zijn tot een groep van aandeelhouders maar kunnen ook verspreid zijn over meerdere aandeelhouders (Ersoy & Koy, 2015). Een tweede interne controlemechanisme is de raad van bestuur die een cruciale rol vervult binnen het bedrijf. De raad van bestuur probeert het gedrag van het management in overeenstemming te brengen met de belangen van de investeerders. Hierdoor speelt ze een belangrijke rol voor het al dan niet succesvol zijn van een onderneming (Vladu, 2015). Binnen deze masterproef zal er dan ook verder toegespitst worden op de raad van bestuur. De andere controlemechanismen zullen verder niet aan bod komen.

3.2 De raad van bestuur en zijn samenstelling

De Belgische wetgeving stelt dat de raad van bestuur ten minste uit drie bestuurders moet bestaan. Indien de vennootschap echter opgericht is door twee personen of wanneer tijdens een algemene vergadering van aandeelhouders is vastgesteld dat de vennootschap niet meer dan twee aandeelhouders telt, mag de raad van bestuur uit slechts twee leden blijven bestaan tot de dag van de gewone algemene vergadering die volgt op de vaststelling dat er meer dan twee aandeelhouders zijn. Hiernaast worden de bestuurders door de algemene vergadering van aandeelhouders benoemd. Zij kunnen voor de eerste keer benoemd worden tijdens de oprichtingsakte van de vennootschap. Tevens mag de duur van hun opdracht niet langer zijn als zes jaar en kunnen zij op ieder moment ontslagen worden door de algemene vergadering (Artikel 518 Wetboek van Vennootschappen).

Een goede samenstelling van de raad is belangrijk voor een bedrijf, aangezien deze zorgt voor een toegevoegde waarde voor zowel het management als voor de onderneming (Culasso et al., 2012). Deze samenstelling wordt echter beïnvloed door verschillende aspecten. Zo heeft de manier waarop het bedrijf wordt gemanaged en de verdeling van de aandeelhouderschap een impact op deze samenstelling. Er moet immers steeds rekening gehouden worden met de wensen van de aandeelhouders. Hiernaast hebben de activiteiten die het type van het bedrijf bepalen een invloed op de samenstelling van de raad. Maar ook hebben de bepalingen uit de Belgische Commissie *Corporate Governance* code (2009) invloed op deze samenstelling (Guberna & VBO, 2013).

Zo stelt de Belgische *Corporate Governance* Code (2009) dat de raad steeds beslissingen moet nemen in het belang van de onderneming. Hierdoor hechten vele ondernemingen belang aan de bekwaamheden, kennis, ervaring en diversiteit van de bestuurders bij het samenstellen van de raad (Commissie *Corporate Governance*, 2009). Zo verkiezen bedrijven bestuurders die beschikken over voldoende expertise en bedrijfskennis (Shen, 2005). Hiernaast wordt ook aandacht gegeven aan de mate van ervaring waarover een bestuurder beschikt (Robert, McNulty & Stiles, 2005). Maar ook wordt nagegaan in welke mate de bestuurder beschikt over financiële, juridische en technologische expertise (Guberna & VBO, 2013). Inzake diversiteit streeft men naar de ideale combinatie van ervaring en vaardigheden. Een dergelijke mix binnen de raad helpt de bestuurders om problemen vanuit verschillende perspectieven te benaderen, welke de kans op betere

beslissingen verhoogt (Buysse, 2017). Naast het streven naar een goede combinatie van ervaring en kennis hebben ondernemingen ook aandacht voor bestuurders met een internationaal profiel. De keuze voor dergelijke bestuurders wordt genomen door ondernemingen die voornamelijk actief zijn op internationale markten. Het beschikken over internationale profielen brengt zowel voor- als nadelen met zich mee. De culturele verschillen, taalgebruik en het samenroepen van bestuurders tot fysieke vergaderingen worden bestempeld als de grootste minpunten. Deze nadelen kunnen echter gecompenseerd worden door verschillende voordelen die dergelijke profielen bieden. Zo beschikken ze in eerste instantie over kennis in verband met bepaalde marktgevoeligheden. Daarnaast leveren ze regelmatig input dat gebaseerd is op hun internationale achtergrond. Ook kunnen zij trends in de wereldwijde sector aanduiden (Guberna & VBO, 2013).

Alle ondernemingen streven bij het samenstellen van de raad van bestuur naar een gebalanceerde verhouding tussen de uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders. Deze leden moeten elkaar voldoende aanvullen opdat de raad van bestuur effectief kan functioneren (Buysse 2017). Hiernaast wordt er ook een minimum aantal onafhankelijke bestuurders aanbevolen (Commissie *Corporate Governance*, 2009).

3.3 Uitvoerende bestuurders en niet-uitvoerende bestuurders

De raad van bestuur vervult een dubbele rol. Zo ondersteunt zij enerzijds ondernemerschap en waarborgt anderzijds een effectief toezicht. Opdat deze rollen kunnen vervuld worden is het van belang dat de raad uit zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders gevormd wordt. Er wordt van deze bestuurders wel verwacht dat zij steeds onafhankelijke en objectieve beoordelingen kunnen maken (Commissie *Corporate Governance*, 2009). Deze laatste twee voorwaarden zijn erg van belang, zeker als het wordt bekeken vanuit het agency perspectief. De raad moet namelijk instaan voor de controle op de manager zodat deze niet gaat handelen voor zijn eigenbelang (Jensen & Meckling, 1976).

Hiernaast verplicht de Commissie *Governance Code* (2009) bedrijven om hun raad op zo een manier te construeren zodat deze voor tenminste de helft gevormd is door niet-uitvoerende bestuurders. Hiervan moeten er eveneens minstens drie onafhankelijk van zijn. Een niet-uitvoerende bestuurder wordt omschreven als ieder lid van de raad die geen uitvoerende taken vervult binnen de vennootschap (Commissie *Corporate Governance*, 2009). Raadsleden die wel dergelijke taken verwezenlijken, worden bestempeld als uitvoerende bestuurders. De diverse taken die toekomen aan de verschillende bestuursleden verhogen de kwaliteit van het besluitvormingsproces (Roberts, McNulty & Stiles, 2005). Zo bezorgen de uitvoerende bestuurders de raad relevante *business* en financiële informatie, waardoor de raad zijn rol zo effectief en efficiënt mogelijk tot stand kan brengen (Hermalin & Weisbach, 1991). De niet-uitvoerende bestuurders daarentegen voeren debatten omtrent strategieën en beleidslijnen die worden geadviseerd door het uitvoerend management. Hiernaast bekijken deze bestuurders de prestaties van het uitvoerend management en of deze al dat niet overeenstemmen met de eerder bepaalde doelstellingen (Commissie *Corporate Governance*, 2009).

3.4 Onafhankelijke bestuurders

Alle bestuurders binnen de raad moeten zich steeds op een onafhankelijke en objectieve manier gedragen tijdens het vormen van een besluit (*Commissie Corporate Governance, 2009*). Hiervoor vervullen onafhankelijke bestuurders een cruciale rol. Belgische ondernemingen worden dan ook aanbevolen om te beschikken over minstens drie onafhankelijke bestuurders binnen hun raad van bestuur (*Guberna & VBO, 2013*). Niet enkel in België worden dergelijke aanbevelingen gedaan. Zo zijn er Franse, Britse, Amerikaanse codes die uitspraken doen over het aantal onafhankelijke bestuurders (*Huang et al, 2008*).

De Wetboek van Vennootschappen (1999) stelt dat een bestuurder moet voldoen aan de onafhankelijkheidscriteria opdat deze erkend kan worden als een onafhankelijke bestuurder. Zo somt artikel 526ter uit de Wetboek van Vennootschappen (1999) negen belangrijke criteria op.

Als eerst wordt er bepaald dat de bestuurder vijf jaar voor zijn benoeming geen mandaat als uitvoerende lid mag hebben uitgeoefend in de vennootschap. Tevens mag hij niet gefungeerd hebben als een persoon verantwoordelijk voor het dagelijks bestuur. Ook wordt er bepaald dat hij geen functie binnen het directiecomité mag hebben uitgevoerd. Als tweede wordt er gesteld dat de niet-uitvoerende bestuurder niet meer dan drie opeenvolgende mandaten mag uitoefenen, waarbij dit tijdvak tezamen de periode van twaalf jaar niet mag overschrijden (*Wetboek van Vennootschappen, 1999*). Deze criteria ligt erg gevoelig bij de ondernemingen, aangezien het vervangen van een bestuurder met zoveel kennis en ervaring niet evident is (*Guberna & VBO, 2013*). Het derde criterium stelt dat het de bestuurder verboden is om voor een periode van drie jaar voor zijn benoeming te behoren tot een leidinggevend personeel binnen de vennootschap zelf of een andere vennootschap dat is verbonden aan de onderneming. Het vierde criterium schrijft voor dat de bestuurder ook niet mag genoten hebben van voordelen zoals een vergoeding of een ander belangrijk voordeel met vermogensrechtelijke aard die eventueel zou komen van de vennootschap of een daarmee verbonden onderneming. Met uitzondering op de tantièmes of vergoedingen die hij heeft ontvangen als niet-uitvoerend lid. Het vijfde criterium vermeldt dat de bestuurder zowel niet op een directe als een indirecte manier in het bezit mag zijn van maatschappelijke rechten die samen tien procent van het kapitaal vertegenwoordigen. Als zesde criterium wordt er gesteld dat het niet is toegestaan dat de bestuurder een zakelijke relatie heeft gehad met de vennootschap of met een daarmee verbonden vennootschap in het voorbije boekjaar. Het zevende criterium schrijft voor dat het de bestuurder verboden is om binnen de afgelopen drie jaar gewerkt te hebben als een vennoot of werknemer als de huidige of vorige commissaris van de vennootschap. Uit het achtste criterium komt naar voor dat de bestuurder geen uitvoerende lid mag zijn geweest in een bestuur van een andere vennootschap waarin een uitvoerende bestuurder van de vennootschap zetelt als een niet-uitvoerend lid. Ook mogen ze geen belangrijke banden hebben met de uitvoerende bestuurders van de andere vennootschappen. Tot slot als negende criterium mogen er geen bloedverwanten tot de tweede graad, echtgenoot of wettelijk samenwonende partner zetelen in de vennootschap die lid zijn van het bestuursorgaan of directiecomité. Ook mogen deze personen niet verantwoordelijk zijn voor het dagelijks bestuur (*Wetboek van Vennootschappen, 1999*).

De naleving van deze criteria wordt opgevolgd door ondernemingen. Deze controle kan eenmaal gebeuren tijdens de benoeming. De onderneming kan er echter ook voor kiezen om een jaarlijkse controle te doen (Guberna & VBO, 2013). Naast deze controles zijn de bestuurders die de onafhankelijkheidscriteria overschrijden zelf verplicht dit aan te geven aan de raad van bestuur (Commissie *Corporate Governance*, 2009).

Indien de raad van bestuur gevormd wordt uit een grote fractie van interne bestuurders kan dit gevaarlijk zijn. Deze bestuurders kunnen afdwalen van het werkelijk doel, namelijk het maximaliseren van winst voor het bedrijf, en kunnen streven naar eigenbelang (Giraldez & Hurtado, 2014). Om dergelijke toestanden te voorkomen is de aanwezigheid van externe en voornamelijk onafhankelijke bestuurders aangeraden. Tevens wordt het toekennen van meer verantwoordelijkheid aan onafhankelijke bestuurders aanbevolen zodat ze het management beter kunnen controleren welke de ondernemingswaarde goed doet (Rodriguez-Dominguez, et al., 2009).

Onafhankelijke bestuurders hebben een belangrijke contributie tot het bedrijf. Zij staan het management bij inzake commerciële- en productiebeslissingen welke de bedrijfsprestaties positief beïnvloedt. Bijgevolg wordt aanbevolen om een sterkere monitoringfunctie toe te kennen aan deze bestuurders (Giraldez & Hurtado, 2014). Tevens heeft de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders een imago effect op het bedrijf. Naarmate er meer onafhankelijke bestuurders zijn in het bedrijf stijgt ook het vertrouwen van externe groepen in het bedrijf omdat deze goed gecontroleerd wordt. Hierdoor wordt het bedrijf beter beoordeeld door de markt en autoriteiten (Huang et al., 2008).

Naast deze rollen zijn er ook nog taken die toegeschreven worden aan onafhankelijke bestuurders (Luan & Tang, 2007). Onafhankelijke bestuurders kunnen verscheidene taken op zich nemen. Zo waken de onafhankelijke bestuurders over het belang van zowel alle aandeelhouders, inclusief de minderheidsaandeelhouders, als van de vennootschap. Zij treden voornamelijk op tijdens momenten waar uiteenlopende belangen kunnen optreden (Guberna & VBO, 2013). Verder kunnen deze bestuurders ook een bijdrage leveren inzake communicatie door te fungeren als een brug tussen bestuur en stakeholders (Giraldez & Hurtado, 2014). Hiernaast bezorgen ze een toegevoegde waarde aan analyses doordat ze bepaalde situaties vanuit een breder invalshoek bekijken (Luan & Tang, 2007). Ook verstuurt de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders een positief signaal naar de buitenwereld. Zo verwachten stakeholders een hoge graad van financiële transparantie in ondernemingen met onafhankelijke bestuurders. Dit zorgt voor meer vertrouwen bij de belanghebbenden waardoor het aantrekken van externe bronnen gemakkelijker wordt (Gul & Leung, 2004). Tevens benadrukken ondernemingen het belang van onafhankelijke bestuurders in situaties waar een onafhankelijke beoordeling vereist is. De bestuurders vormen door hun aanwezigheid een stimulans voor het nemen van een onafhankelijke beoordeling. Verder benut het management de bestaande netwerken van de onafhankelijke bestuurders (Guberna & VBO, 2013). Maar ook gebruikt het management de kennis en ervaring van de onafhankelijke bestuurders en ondersteunen deze bestuurders het management tijdens moeilijke beslissingen (Donaldson & Davis, 1991). Door het uitvoeren van deze taken zorgen onafhankelijke bestuurders voor een verbetering van de bedrijfswaarde (Giraldez & Hurtado, 2014).

Tot op heden zijn er heel wat onderzoeken geweest omtrent het verband tussen onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde. Maar desondanks komt de literatuur niet tot een éénduidige resultaat (Luan & Tang, 2007). Zo komen Bathala en Rao (1995) tot het besluit dat er een negatief verband bestaat tussen onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde. Zij verantwoorden hun besluit op basis van volgende argumenten. Als eerst beweren zij in hun onderzoek dat onafhankelijke bestuurders niet in staat zijn hun invloed goed uit te oefenen doordat ze een tekort hebben aan sector kennis waarin ze fungeren. Hiernaast worden onafhankelijke bestuurders benoemd door het management waardoor er een kans bestaat dat ze datzelfde management minder streng controleren. Hiernaast zijn er studies die tot een positief verband komen tussen onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde (Adams & Lamont, 2003; Chen & Ching, 2004; Giraldez & Hurtado, 2014). Door de aanwezigheid van dergelijke bestuurders is er sprake van lagere agency kosten, helpen deze bestuurders met het bouwen van netwerken en signaleren financiële transparantie welke de ondernemingswaarde positief beïnvloedt (Luan & Tang, 2007). Echter komen vele studies tot de conclusie dat er helemaal geen verband bestaat tussen onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde. Bijgevolg betekent een hoger percentage van onafhankelijke bestuurders niet noodzakelijk betere bedrijfsprestaties (Dalton et al, 1999; Peng, 2004).

Verder hebben de agency theorie, de *resource dependency* theorie en de stewardship theorie allemaal een standpunt over het verband tussen onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde. Volgens de agency theorie heeft de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders een positief effect op de ondernemingswaarde. Dit komt doordat deze bestuurders het management controleren en bijsturen waarmee ze de belangen van aandeelhouders beschermen (Luan & Tang, 2007). Hiernaast bekomt de *resource dependency* theorie ook een positieve relatie tussen onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde. De onafhankelijke bestuurders zorgen namelijk voor een uitbreiding van het bedrijfsnetwerk welke voordelig is voor het bedrijf aangezien ze sneller kunnen beschikken over schaarse bronnen (Peng, 2004). In tegenstelling tot de twee voorgaande conclusies bekomt de stewardship theorie een negatieve relatie tussen de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde. Volgens deze theorie zijn onafhankelijke bestuurders overbodig omdat ze niet zorgen voor een contributie inzake de bedrijfsontwikkeling. De managers van het bedrijf zullen zichzelf namelijk als een goede huisvader gedragen en zullen de bronnen van het bedrijf steeds voordelig gebruiken (Davis et al., 1997).

3.5 Hiërarchie van onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur

De raad van bestuur is een groep waarbij de interactie en communicatie van de leden belangrijk is voor de effectieve werking van deze raad. Zeker in de huidige omgeving die gekenmerkt wordt door onvoorspelbare veranderingen is het nemen van snelle beslissingen cruciaal. Dit kan worden verwezenlijkt door goede interacties tussen de bestuurders. Hiernaast zorgt een goede wisselwerking ervoor dat lange debatten die niet leiden tot enige resultaten voorkomen worden. Bijgevolg is de wisselwerking tussen de leden erg belangrijk. Deze wisselwerking verloopt beter indien er een hiërarchische structuur aanwezig is binnen de raad (He & Huang, 2011)

De sociologische theorieën stellen dat in eender welk groepsbesluitvormingsproces de ontwikkeling van een hiërarchie onvermijdbaar is (Blader & Chen, 2012). Dit is ook geldig voor een raad van bestuur (Zhu et al., 2016). Er wordt verondersteld dat hiërarchie een weerkaatsing geeft van macht. Zo zal er binnen de raad van bestuur de leden geordend worden op basis van hun ervaring, kennis en vaardigheid (Gould, 2002). Mensen die hoger gepositioneerd zijn op de hiërarchische ladder durven meer hun meningen te uiten aangezien hun opvattingen meer gerespecteerd worden (He & Huang, 2011). Dit komt doordat mensen die laag zijn gepositioneerd op de hiërarchische ladder als minder competent worden beschouwd (Jetten et al., 2006). Bijgevolg beïnvloeden personen met een hogere hiërarchische positie het besluitvormingsproces sterker (Zhu et al., 2016).

Zhu et al. (2016) stellen in hun onderzoek dat onafhankelijke bestuurders die hoger gepositioneerd zijn op de hiërarchische ladder hun opinies beter kunnen uitdrukken waardoor ze zich vrijer voelen en hun monitoringrol beter kunnen uitvoeren. Bij de bedrijven waar onafhankelijke bestuurders hun controlerol beter uitoefenen is er vaak sprake van betere financiële rapportering en lagere earningsmanagement. Hiernaast zorgt dit ervoor dat investeerders een positieve perceptie verkrijgen over het bedrijf. Zo vertrekken ze vanuit de assumptie dat onafhankelijke bestuurders beter zullen waken over hun belangen. Hierdoor stellen Zhu et al. (2016) dat onafhankelijke bestuurders met een hogere positie op de hiërarchische ladder een positieve bijdrage hebben op ondernemingswaarde.

Overall ter wereld wordt aangeraden om het aantal onafhankelijke bestuurders te verhogen. Het aanbod van onafhankelijke bestuurders is echter redelijk beperkt. Hierdoor is de kans groot dat bestaande onafhankelijke bestuurders in de markt meerdere mandaten op zich nemen (Lei & Deng, 2014).

Onafhankelijke bestuurders die meerdere mandaten op zich nemen worden als drukbezet bestempeld. Zo stellen Ferris et al. (2003) in hun onderzoek dat een bestuurder drukbezet is wanneer deze meer dan drie mandaten heeft. Dit is een definitie die vaak terugkomt binnen de literatuur (Core et al., 1999; Fich & Shivdasani, 2004).

De manier waarop een drukke bestuurder wordt gedefinieerd bepaalt of een raad van bestuur een drukbezet bestuur is of niet. Hiermee wordt bedoeld dat voor het bestempelen van een bestuurder als drukbezet het aantal mandaten bepalend is. Indien de definitie een drukke bestuurder omschrijft als iemand die meer dan drie mandaten bezit, dan is de kans groter op een drukbezet bestuur. Naarmate de definitie strenger wordt, daalt de kans op een drukbezet bestuur. Ook bij de omschrijving van een drukbezet bestuur is er geen duidelijke definitie. Zo definiëren Fich & Shivdasani (2004) een drukbezet bestuur als een bestuur waarin tenminste vijftig procent van de bestuurders drukbezet zijn. Terwijl Ferris et al. (2003) een drukbezet bestuur bepaalt op basis van het gemiddeld aantal mandaten. Indien het gemiddelde groter is dan de mediaan, dan is er sprake van een drukbezet bestuur.

Binnen de literatuur is er veel onderzoek geweest omtrent drukke bestuurders. Zo komen Lei en Deng (2014) tot de conclusie dat drukbezette onafhankelijke bestuurders beschouwd worden als hoge kwaliteit bestuurders. Het bezitten van meerdere mandaten kan het resultaat zijn van

superieure prestaties in het verleden (Ferris et al., 2003). Deze bestuurders versturen dus een positief signaal naar buiten toe. Zij hebben meer ervaring en een betere reputatie in vergelijking met bestuurders met minder mandaten (Fama & Jensen, 1983). Extra mandaten zijn opportuniteiten voor bestuurders voor het verbeteren van hun bekwaamheden en besluitvorming (Ferris et al., 2003). Tevens hebben deze bestuurders een breder netwerk en beschikken ze over meer contacten waardoor ze gemakkelijker strategische partners kunnen vinden voor het bedrijf (Kress, 2018).

Ook blijkt uit het onderzoek van Pradit en Jiraporn (2018) dat drukke bestuurders attentier zijn in crisistijden voor bedrijven waarin ze zetelen en die het moeilijker hebben. Ze ondersteunen deze bedrijven door het opstellen van een effectieve strategie. Zo navigeren drukke bestuurders bedrijven succesvoller in moeilijke tijden. Bijgevolg worden drukke bestuurders aanvaard als kwaliteit bestuurders en worden ze hoger op de hiërarchische ladder geplaatst (Zhu et al., 2016). De assumptie dat drukke bestuurders over meer kwaliteit beschikken en hierdoor de ondernemingswaarde positief beïnvloeden wordt binnen de literatuur omschreven als de *reputation* hypothese (Liang et al., 2018).

Een volgende assumptie omtrent drukke bestuurders is de zogenaamde *busyness* hypothese (Liang et al., 2018). Deze theorie veronderstelt dat onafhankelijke bestuurders meerdere mandaten op zich nemen. De reden hiervoor is dat ze hun eigen vaardigheden en kunnen regelmatig overschatten (Jason & McCarley, 2014). Als gevolg kampen drukke bestuurders met een te hoge werkdruk. Hierdoor hebben deze bestuurders onvoldoende tijd om de nodige energie te besteden voor het nakomen van hun verplichtingen als onafhankelijke bestuurder, zoals het effectief monitoren van het bedrijf, het opstellen van een succesvolle strategie en het analyseren van managementrapporten (Adams et al., 2010). Het effectief monitoren vereist namelijk toewijding en tijd voor het beoordelen van een strategie of risico (Hauser, 2018). Verder kunnen meerdere mandaten een bestuurder zijn cognitieve capaciteit beperken (Kress, 2018). Mensen hebben cognitieve beperkingen waardoor ze maar een beperkte hoeveelheid informatie kunnen opslaan (Middlebrooks et al., 2017). Om die reden kunnen bestuurders slechts een beperkt aantal bedrijven effectief controleren (Harris & Shimizu, 2004).

Verder zijn deze bestuurders minder frequent aanwezig op bestuursvergaderingen waardoor ze zich terugtrekken tijdens bedrijfsbeslissingsprocessen. Hiernaast durven ze de beslissingen van het management niet uit te dagen (Stuart, 2017). Bijgevolg kunnen drukke bestuurders de bedrijfswaarde negatief beïnvloeden (Fich & Shivdasani, 2006). Desondanks zijn drukke bestuurders niet geneigd om hun mandaten vrijwillig af te staan (Kress, 2018). Dit komt doordat het dienen in een bestuur van een prestigieus bedrijf goed kan uitdraaien voor de reputatie van een bestuurder (Liang et al., 2018).

De *reputation* hypothese besluit dat het hebben van meerdere mandaten de ondernemingswaarde positief beïnvloedt (Ferris et al., 2003). In tegenstelling tot deze hypothese wordt in de *busyness* hypothese verondersteld dat bestuurdersdrukke een negatief invloed heeft op bedrijfswaarde (Fich & Shivdasani, 2006). Deze inconsistente bevindingen zijn te wijten aan verschillen in steekproefselecties en empirische opzet (Cashman, 2012).

Sarkar en Sarkar (2009) hebben een onderzoek uitgevoerd omtrent bestuurdersdrukke en de invloed hiervan op ondernemingswaarde bij Indische bedrijven. Ze besluiten dat er een positieve relatie bestaat tussen het aantal bestuurdersmandaten en ondernemingswaarde. Als echter het aantal mandaten van de bestuurders hoger is als zes dan begint de positieve relatie zwakker te worden. Dit komt doordat de verplichtingen en verantwoordelijkheden van de bestuurders samen toenemen met het aantal mandaten. Deze bevindingen worden ook bevestigd door Miwa & Ramseyer (2000) die hun onderzoek baseren op Japanse bedrijven. Ook bevestigen Lei en Deng (2014) deze conclusie waarbij ze hun onderzoek baseren op data vanuit Hong Kong. Deze resultaten komen zowel overeen met de *reputation* hypothese als de *busyness* hypothese. Zo hebben mandaten een positieve invloed zolang ze niet groter zijn als zes (*reputation* hypothese). Indien een bestuurder meer dan zes mandaten op zich neemt dan ontstaat er een negatieve werking op de bedrijfswaarde (*busyness* hypothese).

De invloed van een hiërarchie in de raad van bestuur en onafhankelijke bestuurders op ondernemingswaarde wordt in de studie van Zhu et al. (2016) van dichterbij bekeken. Ze stellen dat onafhankelijke bestuurders met een hogere positie op de hiërarchische ladder een positieve invloed uitoefenen op de ondernemingswaarde doordat ze earningsmanagement inkrimpen, financiële rapportering verbeteren en zorgen voor meer vertrouwen van de investeerders. Drukbezette onafhankelijke bestuurders worden verondersteld een hogere positie te hebben binnen de hiërarchische ladder. Dit komt doordat deze bestuurders worden beschouwd als hoge kwaliteit bestuurders (Lei & Deng, 2014).

3.6 Het belang van een effectief werkende raad van bestuur

Forbes en Milliken (1999) omschrijven de raad van bestuur als een orgaan dat regelmatig complexe beslissingen moet nemen inzake strategische activiteiten van het bedrijf. Hierdoor is de effectieve werking van de raad cruciaal voor een onderneming. Verder vormt het een belangrijke schakel tussen het management en aandeelhouders. De aandeelhouders verwachten dat de raad het management controleert en indien nodig ondersteunt. Hiernaast streeft dit orgaan ernaar dat de acties van het management steeds overeenstemmen met de belangen van de aandeelhouders. Indien de raad van bestuur niet goed functioneert kan dit desastreuze gevolgen met zich meebrengen. In het geval van Enron en Worldcom fungeerden beide besturen als een rubber stamp board, waarbij de te nemen beslissingen door het management werden voorgekauwd waaronder de raad zijn stempel plaatste. Dit resulteerde vervolgens tot de fameuze schandalen waardoor belanghebbenden veel verlies hebben geleden (Di Miceli Da Silveira, 2003; Pulliam & Solomon, 2002; Scharff, 2005).

3.7 De werking van de raad van bestuur – Model van Forbes en Milliken

De effectieve werking van de raad van bestuur heeft een belangrijke impact op de bedrijfsresultaten aangezien deze waarde creëert voor de onderneming. Dit komt doordat ze een bijdrage leveren aan de te hanteren bedrijfsstrategie (Fama & Jensen, 1983). De effectieve werking van de raad van bestuur wordt zowel op een directe als een indirecte manier beïnvloed.

Deze wordt enerzijds direct beïnvloed door de mate van taakuitvoering door de bestuursleden. Dit is in welke mate de raad van bestuur effectief zijn controletaken en dienstverlening uitvoert. Anderzijds wordt de werking van de raad van bestuur op een indirecte wijze beïnvloed door de cohesie of het gevoel van samenhang die er heerst binnen de raad van bestuur. Dit is voornamelijk te wijten aan het feit dat cohesie een impact heeft op de mate van taakuitvoering (Cohen & Bailey, 1997).

Volgens Forbes en Milliken (1999) zijn er drie processen die een directe invloed hebben op de taakuitvoering van de raad van bestuur die als volgt opgesomd worden, namelijk de inspanningsnorm, het cognitief conflict en het gebruik van kennis en vaardigheden.

Forbes en Milliken (1990) omschrijven de inspanningsnorm als een eerste proces die de werking van de raad van bestuur beïnvloedt. De inspanningsnorm houdt concreet in dat er een verwachting is van de groep ten aanzien van een individueel bestuurslid opdat die zijn taken effectief uitvoert. Deze taken worden omschreven als het monitoren en adviseren van het management. Het effectief uitvoeren van deze taken vereist toewijding, tijd en inzet (Adams et al., 2010). Een vaak voorkomend kritiek op bestuurders is dat ze te veel mandaten bezitten. Doordat bestuurders verschillende mandaten op zich nemen ontstaat er een kans dat ze belet worden om hun taken effectief uit te voeren. Zo hebben deze bestuurders onvoldoende tijd om rapporten ernstig en rustig te bekijken. Daarnaast worden ze ook belet om de risico's voor het bedrijf en de bedrijfsstrategieën goed te beoordelen (Hauser, 2018).

Een volgend proces dat in het model van Forbes en Milliken (1999) naar voren komt is het cognitief conflict. Hierbij kan een onderscheid gemaakt worden tussen enerzijds relatieconflicten en anderzijds taakconflicten. Bij relatieconflicten is er sprake van persoonlijke conflicten tussen de bestuursleden waarbij ze niet goed met elkaar kunnen opschieten. Binnen het model van Forbes en Milliken (1999) wordt er meer gefocust op taakconflicten. Bij deze conflicten is er een meningsverschil tussen de bestuursleden inzake de taken en hoe deze moeten uitgevoerd worden.

Een cognitief conflict is een proces dat regelmatig voorkomt bij groepen die geconfronteerd worden met het nemen van complexe beslissingen zoals dit het geval is voor een raad van bestuur (Jackson, 1992). Jehn (1995) definieert cognitief conflict als een proces van verschillende standpunten waarover leden van de raad beschikken. Deze verschillende meningen, gedachten of ideeën zorgen ervoor dat beslissingen genomen worden rekening houdend met verschillende perspectieven. Een hoge graad van cognitief conflict wordt afgeraden omdat deze kan leiden tot een daling van samenhang tussen de leden van de raad van bestuur. Daarentegen kan een cognitief conflict de werking van de raad van bestuur ook positief beïnvloeden. Zo zal men een probleem steeds vanuit verschillende invalshoeken benaderen waardoor de kwaliteit van de besluitvorming zal toenemen (Janis, 1983).

Stuart (2017) concludeert dat drukbezette bestuurders lijden aan cognitieve overbelasting welke de bestuurder zijn effectiviteit vernietigt. Deze bestuurders hebben het zo druk dat ze de beslissingen van het management niet uitdagen. Hierdoor zal er in besturen waar bestuurders meerdere mandaten bezitten een lage graad van cognitief conflict zijn.

Het gebruik van kennis en vaardigheden wordt als een volgend proces opgenomen in het model van Forbes en Milliken (1999). Dit komt door het feit dat aanwezigheid van een hoge graad kennis en vaardigheden noodzakelijk is voor de effectieve werking van de raad van bestuur. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen enerzijds functionele kennis en anderzijds bedrijfsspecifieke kennis. De kennis over boekhouden, financiering en juridische kennis wordt omschreven als functionele kennis. Indien een raad van bestuur beschikt over dergelijke kennis is dit zeker positief. Hiernaast is er bedrijfskennis welke noodzakelijk is tijdens de operationele activiteiten van het bedrijf. Het beschikken over kennis is echter niet voldoende volgens Forbes en Milliken (1999). Deze kennis effectief toepassen tijdens het verrichten van taken is ook van belang aangezien het effectief gebruik van kennis enerzijds "*process losses*" tegenhoudt en anderzijds het bestuur aanzet tot collectief leren (Cohen & Bailey, 1997). Bestuurders die in het bezit zijn van meerdere mandaten zouden waardevolle kennis en expertise verkrijgen doordat ze zetelen in verschillende bedrijven. Deze bestuurders kunnen acties ondernemen zoals het bepalen van de te hanteren governance praktijken op basis van hun eerdere ervaringen (Kress, 2018). Hiernaast versterkt de bestuurder zijn netwerk naarmate hij meer mandaten uitoefent. Een verbeterde netwerk maakt het mogelijk voor een bestuurder om sneller strategische partners te vinden voor het bedrijf (Ferris et al., 2003) en informatie te voorzien over andere sectoren (Kress, 2018).

Hiernaast heeft cohesie volgens Forbes en Milliken (1999) een indirecte invloed op de werking van de raad van bestuur. Dit komt doordat de graad van samenhang die er heerst tussen de leden de taakuitvoering beïnvloedt. Een hoge graad van samenhang onder de leden zal een hogere tevredenheid tot gevolg hebben. Dit zal op zijn beurt zorgen voor een betere samenwerking binnen de groep. Een te hoge graad van cohesie leidt echter tot het ontstaan van groepsdenken. Janis (1983) definieert groepsdenken als een disfunctioneel besluitvormingsproces van de groep waarbij de druk om unanimitieit groot is. Dit belet het kritisch denken en het behandelen van andere opportuniteiten. Indien er sprake is van een lage cohesie zal men eerder een omzet gerelateerde houding aannemen en in extreme gevallen kunnen bestuursleden er zelfs voor kiezen om uit het bestuur te stappen (Forbes & Milliken, 1999). Een middelmatige graad van cohesie is het niveau dat wordt aanbevolen (Betinelli, 2011).

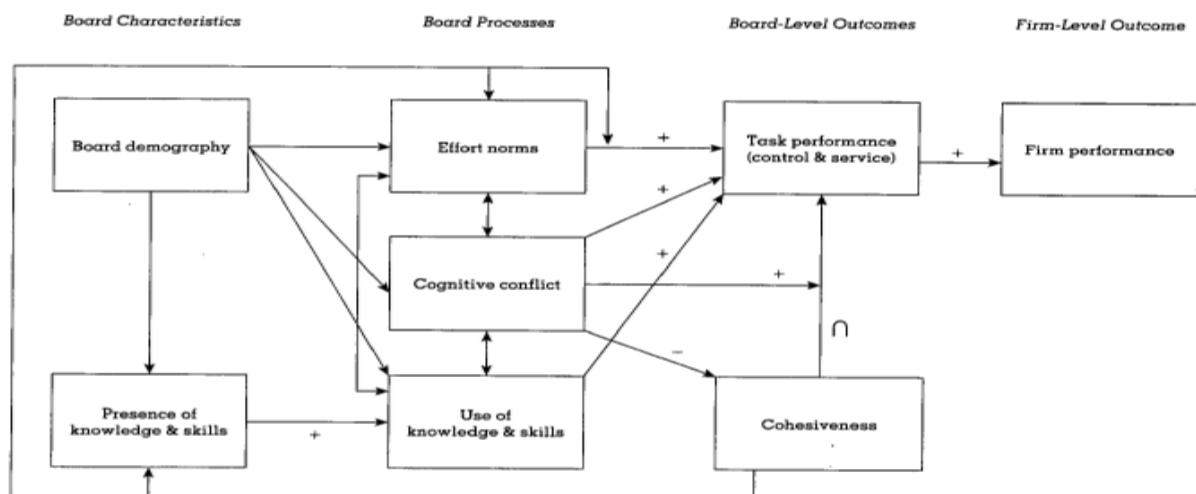
Verder bespreken Forbes en Milliken (1999) de demografische kenmerken waarover de leden van de raad kunnen beschikken. Deze demografische kenmerken oefenen een indirecte invloed uit op de werking van de raad van bestuur. Zo worden de processen die een directe invloed hebben op de werking van de raad hierdoor beïnvloedt.

Een eerste demografische kenmerk die Forbes en Milliken (1999) behandelen is de jobgerelateerde diversiteit. Meer bepaald verwijst men hier naar de verschillen inzake onderwijsachtergrond en bedrijfsachtergrond. De jobgerelateerde diversiteit zorgt voor een stijging van kennis en vaardigheden binnen de raad van bestuur. Hiernaast zullen strategische beslissingen steeds genomen worden rekening houdend met verschillende perspectieven. Hierdoor zorgt dit ook voor een hogere graad van cognitief conflict binnen de raad van bestuur. Een hoge job diversiteit is negatief gecorreleerd met de graad van cohesie omdat de diversiteit kan zorgen voor moeilijkheden in communicatie tussen de bestuursleden (Williams & O'Reilly, 1998).

Een volgend demografische kenmerk dat wordt aangehaald door Forbes en Milliken (1999) is het aantal externen binnen de raad van bestuur. Enerzijds zal een groot aantal externen zorgen voor een toename van cognitieve conflicten binnen de raad van bestuur omdat zij beschikken over allerlei informatie vanuit de externe omgeving. Anderzijds zal dit leiden tot een afname van de cohesie omdat er een tekort is aan bedrijfsspecifieke kennis.

Verder wordt de grootte van het bestuur bestempeld als een demografische kenmerk. Zo is er sprake van een groter cognitief conflict bij grotere besturen. Maar ook zal er sprake zijn van moeilijkheden inzake de coördinatie van de contributies die de leden hebben. Hiernaast hebben grotere besturen te kampen met moeilijkheden inzake het behouden of verder uitbouwen van de cohesie binnen de groep (Forbes & Milliken, 1999). Ook brengen grotere besturen grotere opportuniteiten met zich mee voor bestuursleden. Bestuurders die zetelen in grote besturen hebben de mogelijkheid om hun connecties beter uit te breiden. Hierdoor worden ze meer gekend en is de kans groter dat ze worden gevraagd om ook te zetelen in andere besturen. Met als gevolg breiden ze hun kennis uit (Ferris, et al., 2003).

Tot slot wordt ook de ambtsperiode van het bestuur behandeld als een demografisch kenmerk. Bestuursleden die voor langere periodes samenwerken, beschikken over meer bedrijfsspecifieke kennis. Verder zal er sprake zijn van een hogere graad van cohesie aangezien de leden elkaar beter kennen. Doch is er sprake van een lager cognitief conflict bij grote besturen. Dit komt doordat leden elkaar voor lange periodes kennen waardoor de kans groot is dat ze streven naar unanimiteit (Forbes & Milliken, 1999).



Figuur 1: Een model van bestuur processen en hun impact op bestuur effectiviteit (Forbes & Milliken, 1999).

3.8 De raad van bestuur en zijn taken

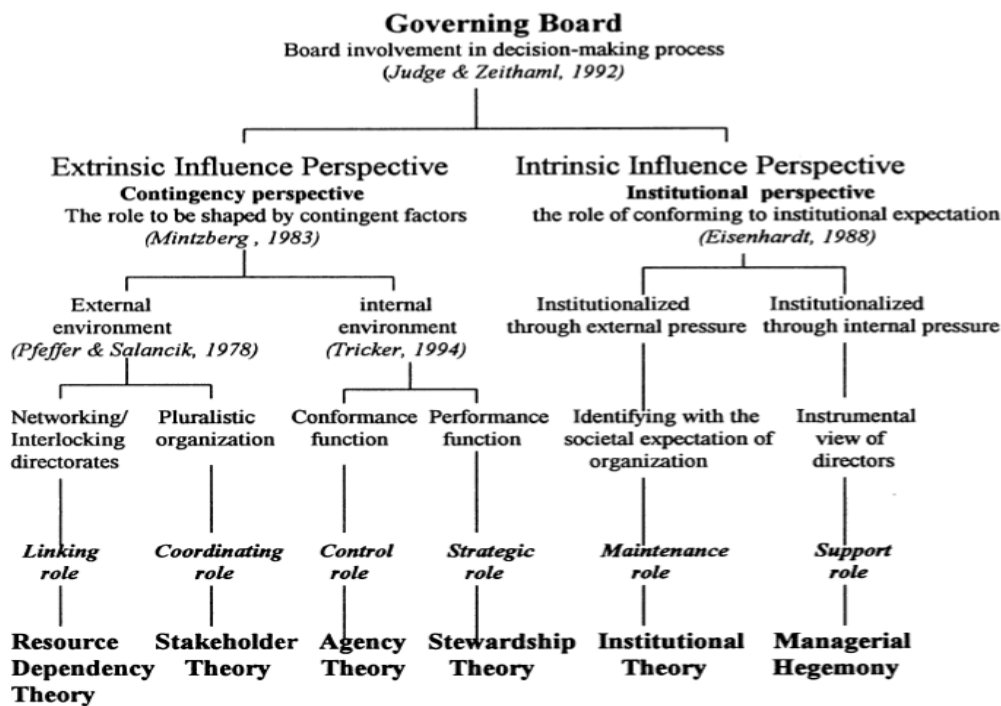
Volgens de Belgische *Corporate Governance* code (2009) is de raad van bestuur verantwoordelijk voor het lange termijn succes van de vennootschap. Hiernaast is deze ook verplicht om te handelen in het belang van het bedrijf en haar aandeelhouders. Om de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur beter te kunnen begrijpen moeten we eerst nagaan welke taken deze vervult.

Als eerst zijn er de wettelijke bevoegdheden die zijn toegekend aan de raad van bestuur. Zo is de raad verantwoordelijk voor de jaarlijkse vaststelling van de jaarrekening. Ook moeten zij het jaarverslag opstellen en deze goedkeuren. Tevens behoort het toepassen van de alarmbelprocedure ook tot hun verantwoordelijkheid (Buysse, 2017). De alarmbelprocedure wordt toegepast op moment dat één van de twee drempels wordt overschreden. De eerste drempel wordt overschreden indien het netto-actief daalt tot onder de helft van het maatschappelijk kapitaal. De tweede drempel wordt overtreden indien het netto-actief nog verder daalt tot onder één vierde van het maatschappelijk kapitaal. In deze gevallen is het bestuursorgaan verplicht een verslag hieromtrent op te stellen en de algemene vergadering binnen de twee maanden samen te roepen. Hier zal de continuïteit van het bedrijf en eventuele herstelmaatregelen besproken worden (Pacioli, 2010).

Hiernaast kan de algemene vergadering bepaalde bevoegdheden toekennen aan de raad van bestuur indien dit is bepaald in de statuten. Deze bevoegdheden kunnen gaan over het nemen van beslissingen inzake kapitaalverhogingen en het inkopen van eigen aandelen (Buysse, 2017). Verder bezit de raad van bestuur over een adviserende functie bij het bepalen van de visie, strategie, expansieplannen, de goedkeuring van budgetten en belangrijke investeringen (Linck et al., 2008). De raad van bestuur focust zich dus meer op beslissingen die een grote impact kunnen hebben op het bedrijf (Buysse, 2017). Tevens streeft de raad ernaar dat het besluitvormingsproces zo efficiënt mogelijk verloopt en dat moeilijke beslissingen tijdig worden genomen (Linck et al., 2008). Ook beschikt de raad over de bevoegdheid voor het selecteren van geschikte kandidaten die zetelen in de raad van bestuur en doen zij aanbevelingen hieromtrent aan de aandeelhouders (Hopt & Leyens, 2004). Tevens selecteert, evalueert en vervangt de raad van bestuur het management en leggen zij ook de te ontvangen vergoedingen van het management vast. Hiernaast fungeert de raad als een toezichthouder over de activiteiten van het bedrijf en of deze wel in overeenstemming zijn met de regelgeving (Linck et al., 2008). Ze houdt ook toezicht over de doeltreffendheid van de comités en gaat na of de jaarrekening tijdig openbaar wordt gemaakt. Tot slot weerspiegelen de bestuurders de waarden van de onderneming en vervullen ze een voorbeeldfunctie naar de belanghebbenden toe van het bedrijf (*Corporate Governance Committee*, 2009).

3.9 De raad van bestuur en zijn rollen

Hung (1998) omschrijft het belang van de raad van bestuur met behulp van de verschillende rollen die het bestuur vervult. De verschillende rollen die de raad van bestuur vervult, kunnen niet verklaard worden vanuit één specifieke theorie. Om die reden wordt er gewerkt met een typologie van theorieën die gerelateerd worden aan de rollen van de raad van bestuur. Onderstaand figuur weergeeft de verschillende rollen van de raad van bestuur en de bijbehorende theorieën.



Figuur 2: Een typologie van de theorieën met betrekking tot de rollen van de raad van bestuur (Hung, 1998)

3.9.1 Institutionele theorie – onderhoudende rol

Volgens de institutionele theorie wordt de structuur van een bedrijf voornamelijk bepaald en beïnvloed door de aanwezige instituties zoals wetten in de omgeving. Deze instituties vormen samen cognitieve, normatieve en regulatieve structuren en activiteiten die naast het sociaal gedrag van mensen ook het gedrag van organisaties bepalen (Scott, 1995). Deze structuren en activiteiten zijn subjectieve producten ontstaan door menselijke interacties, maar ze worden door de mensen en organisaties als objectieve regels ervaren (Lawrence & Shadnam, 2008).

De relevantie van de institutionele theorie komt door het feit dat belangrijke actoren verwachtingen hebben van een bedrijf dat ze meer structuur en dus meer organisatorische normen heeft. Als bedrijven willen overleven moeten ze zich aanpassen aan de externe omgeving wat bepaald wordt door instituties (Scott, 1995).

De belangrijkste institutionele benadering voor een bedrijf is de aanpassing aan de omgeving. Volgens DiMaggio en Powell (1983) zorgen instituties ervoor dat bedrijven elkaar gaan imiteren waardoor de homogeniteit van de bedrijven wordt verhoogd. Als voldoende gelijkaardige organisaties zich op een bepaalde manier organiseren, zal er druk ontstaan bij de andere

organisaties. Met als gevolg zullen deze organisaties hun structuur gelijkaardig opstellen om op die manier legitimiteit te verkrijgen. Dit doen ze omdat ze zich willen aanpassen aan hun externe omgeving (DiMaggio en Powell, 1983; Teo et al., 2003).

De institutionele theorie benadrukt het feit dat organisaties druk ondervinden vanuit de institutionele context buiten de raad van bestuur. Dergelijke druk beperkt de acties die de raad van bestuur kan uitvoeren. Institutionele theorie stelt namelijk dat organisaties gevormd worden door sociale regels waardoor organisaties vanzelfsprekende gewoonten of gebruiken aannemen die de vorm en praktijk van de organisatie bepalen (Hung, 1998).

Vanuit deze context vervult de raad van bestuur een onderhoudende rol. Zo zal deze zich focussen op de institutionele druk van buitenaf door het beter begrijpen en analyseren van de externe omgeving (Hung, 1998).

3.9.2 Resource dependency theorie – netwerkrol

De activiteiten die het bedrijf uitvoert, kunnen beperkt worden door de bronnen die het bedrijf tot zijn beschikking heeft (Werner, 2008). Hierdoor worden bedrijven verplicht om met elkaar samen te werken en relaties op te bouwen om toegang tot vereiste bronnen te vereenvoudigen (Klein, 2016).

De *resource dependency* theorie bespreekt dit probleem. Volgens deze theorie zijn bedrijven afhankelijk van elkaar om toegang tot cruciale bronnen (inputfactoren) te hebben en trachten om die redenen te creëren met elkaar om toegang tot de bronnen te garanderen (Hung 1998).

Het vertrekpunt van deze theorie is dus dat de overleving van het bedrijf sterk afhangt van de mate waarop een bedrijf zich kan garanderen van noodzakelijke bronnen. De bedrijven gaan deze bronnen zoals informatie, materiaal, kapitaal of toegang tot een markt eenvoudiger verkrijgen door relaties op te bouwen met elkaar, ook wel netwerken genoemd (Klein, 2016).

De raad van bestuur speelt hierbij een belangrijke rol door het opbouwen van relaties tussen verschillende bedrijven ondanks alle complexiteit (Hung, 1998). Klein (2016) bevestigt deze bevindingen en vult deze verder aan. De raad van bestuur vervult immers meerdere rollen dan enkel het leveren van advies aan een bedrijf. Zij fungeert ook als een communicatiemiddel met externe bedrijven om relaties op te bouwen en het bouwen van een netwerk. Het netwerken door een bedrijf is erg belangrijk omdat het vele voordelen met zich mee kan brengen. Zo zullen de transactiekosten en marketingkosten gedeeld worden onder de bedrijven die zitten in het netwerk. Hiernaast worden de risico's van de activiteiten gedeeld onder de bedrijven. Tevens verkrijgen de bedrijven een goede reputatie en legitimiteit welke mogelijk wordt gemaakt door het netwerk. De bedrijven die zitten in het netwerk kunnen bewijzen aan potentiële klanten dat ze beschikken over de vereiste bronnen wat op zijn beurt zal leiden tot financiële stabiliteit. Dit zal vervolgens een veilig gevoel bezorgen bij de potentiële kopers van het bedrijf.

Het opbouwen van relaties is bijgevolg enorm belangrijk voor bedrijven opdat ze kunnen overleven (Klein, 2016). Hung (1998) stelt dat deze relaties tot stand kunnen gebracht worden aan de hand van *director interlocks*. Deze bestuurders maken het mogelijk dat er een relatie wordt gecreëerd

tussen twee ondernemingen doordat één persoon lid is van de raad van bestuur bij beide ondernemingen. Deze bestuurder verzekert dat de vereiste bronnen zullen verdeeld worden over de twee organisaties.

Verder kan de raad van bestuur ook verantwoordelijk zijn voor het aanwerven van mensen en het aantrekken van kennis uit de omgeving door goede relaties op te bouwen met andere bedrijven. Aan de hand van de kennis die men verkrijgt, kunnen bestuurders acties ondernemen om de onderneming in dezelfde lijn te brengen met zijn omgeving (Hillman & Dalziel, 2003).

Klein (2016) benadrukt om die reden het belang van de netwerkrol die toekomt aan de raad van bestuur, waarbij deze het bedrijf moet koppelen aan zijn omgeving. Hiermee gaat de raad van bestuur de nodige inputfactoren aantrekken en gaat die ook zorgen voor meer zekerheid over de omgeving. Verder zal het effectief vervullen van deze rol het bedrijf zijn continuïteit garanderen en het bedrijf helpen bij het realiseren van zijn doelstellingen (Hung, 1998).

Deze netwerkrol wordt goed toegepast door drukke bestuurders. Zij helpen het bedrijf met het verkrijgen van een groter netwerk. Zo zal een drukke bestuurder het bedrijf sneller voorzien van strategische partners en commerciële contacten (Fich & Shivdasani, 2006). Hiernaast assisteren ze het bedrijf ook bij onderhandelingen met commerciële contacten waarvoor ze hebben gezorgd. Ze kunnen het bedrijf voorzien van betere contractvoorwaarden doordat ze zetelen in besturen van deze contacten (Booth & Deli, 1995). Field et al. (2003) stellen dat bedrijven drukke bestuurders rekruteren om te genieten van hun vaardigheden, ervaringen, kennis en breed netwerk.

3.9.3 Stakeholder theorie – coördinerende rol

Voordat de stakeholder theorie wordt verklaard, moet er eerst een duidelijke omschrijving gemaakt worden omtrent de term stakeholder dewelke erg breed is. Hierdoor wordt het plakken van een éénduidige definitie op de stakeholder theorie erg complex (Miles, 2017).

Een universeel aanvaarde definitie voor de term stakeholder is er niet. Afhankelijk van het perspectief die een persoon aanneemt, kan een stakeholder anders gedefinieerd worden (Miles, 2017). Starik (1995) beschrijft de term stakeholder vanuit een politiek standpunt. Hier wordt elke natuurlijke entiteit bestempeld als een stakeholder. Terwijl Phillips et al. (2003) in hun onderzoek de stakeholder eerder beschrijven vanuit een bedrijfsperspectief. Zij omschrijven een stakeholder als diegene waaraan de organisatie een morele verplichting tegenover heeft. Verder moet er steeds voldaan worden aan een belangrijke voorwaarde. Er kan gesproken worden van een stakeholder, enkel wanneer de persoon in relatie is met het bedrijf. Vanuit een strategisch perspectief worden alle groepen zonder wiens ondersteuning de organisatie zou ophouden met bestaan, gezien als een stakeholder (Miles, 2012). Hung (1998) daarentegen definieert een stakeholder als elk individu of elke groep die een invloed heeft op of beïnvloed wordt door het realiseren van de bedrijfsdoelstellingen. De belangrijkste stakeholders zijn volgens hem klanten, crediteuren, werknemers, aandeelhouders, banken, overheidsinstellingen en milieuorganisaties.

Hieruit blijkt dat een bedrijf verantwoordelijk is voor vele verschillende groepen. De stakeholder theorie speelt hier verder op in. Volgens deze theorie moeten de managers van het bedrijf beslissingen nemen, rekening houdend met de verschillende belangen van alle stakeholders.

Hierdoor kan de stakeholder theorie beschouwd worden als een aanvulling op de agency theorie waarbij de focus enkel wordt gelegd op het maximaliseren van waarde voor de aandeelhouders (Jensen, 2001).

De doelstellingen van het bedrijf kunnen enkel gerealiseerd worden indien de verschillende belangen gebalanceerd worden. Om die reden speelt de raad van bestuur een belangrijke rol binnen deze theorie. Zij moeten namelijk de verschillende belangen in evenwicht brengen en ervoor zorgen dat de verschillende belangen zowat in dezelfde richting worden geduwd. Hierdoor beschikt de raad van bestuur over een coördinerende rol (Hung, 1998).

3.9.4 Stewardship theorie – strategische rol

De stewardship theorie wordt beschouwd als de tegenhanger van de agency theorie (Hung, 1998). Volgens de agency theorie zijn managers opportunisten en streven zij naar eigenbelang waardoor er belangenconflicten ontstaan tussen de manager en de eigenaar. Volgens deze theorie moeten managers steeds extrinsiek gemotiveerd worden aan de hand van hoge bonussen om ze in lijn te houden en kunnen ze niet vertrouwd worden (Jensen & Meckling, 1976).

In tegenstelling tot de agency theorie, definiëren Caers et al. (2006) de stewardship theorie als een principaal-agent relatie waarbij de belangen van de agent en principaal in overeenstemming zijn met elkaar. Volgens deze theorie worden managers gezien als partners of stewards die handelen in het belang van het bedrijf. Hiernaast willen deze stewards uit nature ervoor zorgen dat het bedrijf hoog gepositioneerd is. Dit is te wijten aan het feit dat er een samenhang is tussen de persoonlijke bevrediging van de manager en het succes van het bedrijf (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Ze beschouwen het goed doen van hun werk als een verplichting en zullen inspanningen leveren om de waarde van het bedrijf te maximaliseren (Donaldson & Davis, 1991). Hierdoor worden de managers volgens deze theorie op een intrinsieke manier gemotiveerd. Dit is een duidelijk verschilpunt in vergelijking met de agency theorie waar de managers op een extrinsieke manier gemotiveerd worden op basis van hoge beloningen (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

Tevens is het gedrag van de stewards op zo een manier geconstrueerd dat het handelen op een coöperatieve manier de prioriteit verkrijgt op het individueel handelen. De manager stelt zich op een coöperatieve manier op, om op die manier de doelstellingen van het bedrijf te kunnen realiseren. Aangezien de belangen van de manager in dezelfde lijn liggen met die van het bedrijf, worden de persoonlijke behoeftes van de manager ook bevredigd naarmate de bedrijfsdoelstellingen worden behaald. Verder zal de manager volgens de stewardship theorie zeker geen opportunistisch gedrag vertonen omdat hij zichzelf gaat identificeren met het bedrijf. Hij gaat het bedrijf toe-eigenen waardoor de goede en slechte prestaties van het bedrijf als persoonlijk ervaren worden door hem. Bijgevolg wordt er volgens deze theorie verondersteld dat er geen belangenconflict tot stand kan komen (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

De stewardship theorie verwerpt de controlerol van de raad van bestuur. Deze zal niet fungeren als een controlerend orgaan die de belangen van managers en aandeelhouders in dezelfde lijn brengt. Ze vervult volgens deze theorie eerder een strategische rol waarbij die actief participeert aan de

strategische doeleinden van het bedrijf. Hierdoor zal het management haar plannen, doelen en ideeën beter analyseren en omvormen tot acties.

Drukke bestuurders hebben onvoldoende tijd om het management te ondersteunen (Jiraporn et al., 2009). Pradit & Jiraporn (2018) stellen dat drukke bestuurders in economische bloeiperiodes afgeleid worden door hun verschillende verantwoordelijkheden waardoor ze risico's niet tijdig spotten. Hierdoor wordt het afgeraden om drukke bestuurders aan te werven in economische bloeiperiodes. In crisistijden is het echter verstandig om drukke bestuurders te rekruteren tot de raad van bestuur. Deze bestuurders worden namelijk beschouwd als kwalitatieve bestuurders (Fama & Jensen, 1983). In tegenstelling tot economische bloeiperiodes gaan drukke bestuurders het bedrijf die in moeilijkheden zit de nodige aandacht schenken. Ze gaan het management helpen bij het opstellen van een strategie en gaan het bedrijf goed begeleiden tijdens de crisis (Pradit & Jiraporn, 2018).

3.9.5 Managerial hegemony – ondersteunende rol

Managerial hegemony houdt in dat moderne organisaties geleid worden door professionele managers, terwijl de raad van bestuur slechts een ceremoniële functie vervult binnen het bedrijf. Het verwijst namelijk naar een situatie waarbij deze zich niet moeite met het nemen van beslissingen en wordt gebruikt als een rubber stamp board. Al hun beslissingen worden voorgedrukt door professionele managers. Aanhangers van de *managerial hegemony* stellen dat de raad van bestuur slechts een managementinstrument is om beslissingen van professionele managers te ondersteunen (Hung 1998).

De voorstanders van de *managerial hegemony* rechtvaardigen de ondersteunende rol van de raad van bestuur op basis van verschillende argumenten. Een eerste argument die zij aanhalen is dat de raad van bestuur beperkt wordt voor het maken van onafhankelijke beslissingen omdat bestuurders zich baseren op informatie die door het management wordt geleverd. Een volgend argument is dat bestuurders die zetelen in de raad van bestuur voordelen halen uit hun mandaat. De meeste bestuurders worden verkozen door het management maar zij kunnen op ieder moment buiten gezet worden indien zij de wil van het management niet volgen. Hierdoor willen bestuurders vaak niet tussenkomen in belangrijke beslissingen om zo hun verkregen voordelen te garanderen (Hung, 1998).

Een management die zijn autoriteit ongehinderd wilt beoefenen heeft een voorkeur aan drukke bestuurders (Kress, 2018). Dit komt doordat deze bestuurders vaak niet aanwezig zijn op vergaderingen (Jiraporn, 2009). Hierdoor zijn ze minder betrokken bij het nemen van belangrijke beslissingen (Fich & Shivdasani, 2006). Tevens hebben deze bestuurders het te druk om de beslissingen van het management grondig te analyseren en deze uit te dagen waardoor het management zich extra risicovol kan gedragen. Ondanks de passieve rol die drukke bestuurders vervullen in een bedrijf zullen ze toch hun mandaat niet willen afstaan. Ze genieten van een prestigevoordeel indien ze zetelen in succesvolle bedrijven (Kress, 2018).

3.9.6.1 Agency theorie

De agency theorie wordt omschreven als een overeenkomst tussen verschillende partijen. Volgens deze theorie delegeert de principaal bepaalde verantwoordelijkheden aan de agent welke vervolgens diensten verricht in het belang van de principaal (Shleifer & Vishny, 1997). De welvaart van de principaal kan zowel positief als negatief beïnvloed worden door de acties van de agent. De principaal streeft namelijk voor het maximaliseren van winst en het behouden van goede marktcondities voor zijn geldschieters. Terwijl de agent volgens deze theorie geneigd is om zijn eigen ambities na te streven (Fama & Jensen, 1983). Indien de agent besluit om zijn privédoelstellingen te realiseren waarbij de belangen van de principaal verwaarloosd worden, kan dit leiden tot conflicten tussen de partijen binnen de agency relatie (Jensen & Meckling, 1983).

De essentie van de agency theorie is dat er twee partijen zijn waarbij de mensen opportunistisch zijn en enkel hun eigen belangen nastreven. Hierdoor kunnen de doelen, handelingen en wensen van principaal en agent verschillen welke leidt tot conflicterende doelen (Eisenhardt, 1989). Deze conflicten kunnen volledig voorkomen worden indien beide partijen een gedetailleerd contract ondertekenen waarin elke situatie en iedere bijbehorende actie volledig worden omschreven. Dergelijke scenario is echter onmogelijk, aangezien het moeilijk is om te voorzien wat er in de toekomst zal gebeuren (Shleifer & Vishny, 1997). Hierdoor moeten er agency kosten gemaakt worden om de belangen van beide partijen op elkaar af te stemmen. Deze agency kosten kunnen verschillende soorten aannemen. Allereerst zijn er de *bonding expenditures*, welke omschreven kunnen worden als kosten die door de agent worden gemaakt met als doel het reduceren van het belangenconflict met de principaal. Verder worden de *monitoring expenditures* omschreven als een volgende soort. Deze kosten worden gemaakt door de principaal voor het controleren van het gedrag van de agent. De principaal probeert dit te verwezenlijken door onder andere meer middelen toe te kennen aan controlesystemen. Tot slot wordt het *residual loss* besproken, dit wordt omschreven als het verlies dat ondanks alle inspanningen blijft bestaan als gevolg van de belangenconflicten tussen beide partijen (Jensen & Meckling, 1976).

Imperfecte informatie tussen twee partijen heeft een belangrijke impact op de agency relatie (Jensen & Meckling, 1976). Deze marktimperfectie komt tot stand doordat de agent zichzelf beter kent dan de principaal en bijgevolg meer informatie heeft over zijn eigen prestaties. Het probleem ontstaat op het moment dat de doelen en wensen van beide partijen uiteenlopen, met conflicterende belangen als gevolg (Cole et al., 1994). Het maximaliseren van de winst onder een aanvaardbare graad van risico, het verzekeren van de continuïteit van het bedrijf en het streven naar voordelige marktvoorwaarden voor de stakeholders kunnen gecategoriseerd worden als belangen die toebehoren aan de principaal. Terwijl de belangen van de agenten kunnen omschreven worden als het nastreven naar macht en rijkdom. Bijgevolg zullen de handelingen van de agent de welvaart van zowel zichzelf als die van de principaal beïnvloeden. Zo kan de agent enerzijds handelingen uitvoeren waarmee die zijn eigenbelang maximaliseert maar dit ten koste van zijn principaal. Anderzijds kan de agent er ook voor kiezen om de doelen van zijn principaal na te streven (Jensen & Meckling, 1976).

3.9.6.2 Agency problemen

De aanwezigheid van imperfecte informatie tussen principaal en agent kan leiden tot het ontstaan van agency problemen binnen het bedrijf zoals moral hazard, adverse selectie en altruïsme (Jensen & Meckling, 1976). Het probleem van moral hazard ontstaat doordat de handelingen van de agent niet overeenstemmen met de belangen van de principaal (Culasso et al., 2012). Meer bepaald zal het gedrag van de agent veranderen nadat het contract is afgesloten tussen de twee partijen (Jensen & Meckling, 1976). Zo zal de agent zich op een risicovollere manier gedragen indien hijzelf geen schade hieronder vindt. Dit zal ertoe leiden dat de agent zijn taken niet meer naar behoren uitvoert. Hiernaast is de kans groot dat de agent zich zal focussen op het nastreven van zijn eigenbelang. De agenten focussen zich in dit geval meer op het verkrijgen van een betere status enerzijds en het verdienen van een hoger loon anderzijds (Schulze et al., 2002). Het probleem van moral hazard kan beperkt worden door de principaal. Dit kan gerealiseerd worden door het opstellen van een verbintenis die de optimale combinatie van beloningen en straffen omvat. Aan de hand van dit contract slaagt de principaal erin om de doelen van de agent dichter bij zijn eigen belangen te brengen (Chrisman et al., 2004).

Adverse selectie is een volgende agency probleem die wordt veroorzaakt door de aanwezigheid van informatieasymmetrie. Dit probleem komt tot stand voordat het contract is afgesloten. In dit geval verbergt de agent informatie over zijn prestaties voor de principaal. Hierdoor zullen de prestaties van de agent niet overeenkomen met de verwachtingen die de principaal had (Jensen & Meckling, 1976). Dit probleem kan beperkt worden door het toewijzen van meer middelen aan rekruteringsystemen (Chrisman et al., 2004).

3.9.6.3 Agency probleem binnen familiebedrijven

Altruïsme kan gecategoriseerd worden als een volgend probleem onder de agency theorie. Dit is een probleem die ervaren wordt door familiebedrijven. Volgens altruïsme verkrijgt het welzijn van anderen de voorkeur op het eigenbelang. Concreet houdt dit in dat ouders zorg dragen voor hun kinderen en familieleden (Schulze et al., 2003). Doordat ouders de wensen van hun kinderen vervullen, zullen zij tegelijkertijd hun eigen welzijn maximaliseren (Lunati, 1997). Deze manier van handelen brengt zowel voor- als nadelen met zich mee. Zo kan er onder altruïsme sprake zijn van sterke loyaliteit. De kinderen die door hun ouders zijn gerekruteerd zullen zich oprecht gedragen ten aanzien van het bedrijf welke vertrouwen creëert. Hiernaast verbetert het beslissingsproces en verloopt de communicatie tussen leden ook effectiever. De verbetering van communicatie vermindert de informatieasymmetrie waardoor het invoeren van controlesystemen minder noodzakelijk wordt. Naast de voordelen waarvoor altruïsme zorgt, brengt het ook een aantal nadelen met zich mee. Zo zal het feit dat managers streven voor het verzekeren van werk voor eigen familieleden zorgen voor problemen. De kans is groot dat de aangestelde familieleden zullen *freeriden*, middelen verspillen en geen verantwoordelijkheid zullen opnemen voor hun daden (Lubatkin et al., 2005). Dit wangedrag is te wijten aan de managers, aangezien zij zich mild zullen opstellen ten opzichte van hun eigen familieleden (Schulze et al., 2003). Altruïsme kan eventueel beperkt worden door het opstellen van een strategische planning zoals een duidelijke formulering van de visie, missie en doelstellingen van het bedrijf (Chrisman et al., 2004).

3.9.6.4 Agency theorie – controlerol

Het is onmogelijk om al deze problemen tussen principaal en agent perfect op te lossen. Een mogelijkheid voor het wegwerken van het agency probleem is het toewijzen van meer middelen aan controlesystemen. Deze systemen brengen de belangen van agenten en principalen dichter bij elkaar doordat ze doelstellingen toewijzen aan agenten, toezicht houden over de resultaten van de agenten en hen belonen op basis van hun prestaties (Jensen & Meckling, 1976). De raad van bestuur is een dergelijk controlesysteem die het agency probleem tussen verschillende partijen oplost. Het probeert namelijk deze partijen hun belangen op één lijn te krijgen zodat de investeerders vertrouwen verkrijgen in de organisatie waarin zij investeren. Bijgevolg wordt de raad van bestuur binnen deze theorie beschouwd als een controle-instrument dat ongewenst gedrag tussen de partijen zal doen dalen. Hieruit komt de controlerol naar voren van de raad van bestuur (Hung, 1998).

Het effectief uitvoeren van de controlerol vereist inzet en tijd van een bestuurder (Hauser, 2018). Bestuurders zijn echter vaak enthousiast waardoor ze meer mandaten op zich nemen dan dat ze daadwerkelijk aankunnen. Hierdoor verhoogt hun werkdruk en worden ze belet om hun monitoringrol effectief uit te voeren (Ahn et al., 2010). Tevens hebben drukke bestuurders te weinig tijd om rapporten ernstig te analyseren en hebben ze tijdstekort voor het beoordelen van de te hanteren strategieën (Kress, 2018). Hierdoor bekritisieren Fich en Shivdasani (2006) bedrijven voor het rekruteren van drukke bestuurders want ze stellen dat deze bestuurders niet in staat zijn om hun verplichtingen en verantwoordelijkheden na te komen.

3.9.6.5 Familiebedrijven

Familiebedrijven zijn belangrijk voor de wereldwijde economie aangezien zij een belangrijke impact uitoefenen op de hedendaagse samenleving. Ze zorgen namelijk voor een grote werkgelegenheid (Culasso et al., 2012). In continentaal Europa, Latijns-Amerika en Azië worden de meeste bedrijven gecontroleerd door de familie (Faccio & Lang, 2001).

Specifiek voor België stellen Lambrecht en Molly (2011) in hun onderzoek vast dat 77 procent van alle bedrijven familiebedrijven zijn. Dit aandeel zorgt voor een werkgelegenheid van 45 procent in België en voor een bijdrage van een derde aan het BBP (Lambrecht & Molly, 2011).

Gezien het belang van familiebedrijven is het niet verrassend dat er vele wetenschappelijke studies omtrent deze bedrijven worden gevoerd. In deze studies komen er verschillende conclusies naar voor. Zo concludeert Brady (2009) in zijn onderzoek dat familiebedrijven meer risico avers zijn op vlak van investeringen en dat ze flexibeler zijn inzake het inspelen op opportuniteiten omdat ze beschikken over een eenvoudiger en kleinere managementstructuur. Ook Culasso et al. (2012) komen tot een aantal conclusies wat betreft familiebedrijven. Uit het onderzoek blijkt dat familiebedrijven betere lange termijn financiële beslissingen nemen en dat familiebedrijven steeds beschikken over een lange termijn visie.

Een eenduidige definitie voor het familiebedrijf is er niet te vinden binnen de academische literatuur (Astrachan, Klein & Smyrniotis, 2002). Er wordt echter een vrijverklarende omschrijving over familiebedrijven gegeven door het instituut voor familiebedrijven (IFB). Lambrecht & Molly

(2011) stellen dat er aan een aantal voorwaarden voldaan moet worden vooraleer men kan spreken van een familiebedrijf. De eerste voorwaarde is dat familieleden in bezit moeten zijn over de meerderheid van de zeggenschap (Culasso et al., 2012). In het geval van een beursgenoteerd bedrijf is het beschikken over 25 procent van de stemkracht voldoende opdat er sprake is van een familiebedrijf. Dit komt doordat het aandelenbezit bij beursgenoteerde bedrijven gemiddeld meer verspreid is. Hierdoor zal dit percentage voldoende zijn voor het bezorgen van een meerderheid van de stemkracht aan de familie (Lambrecht & Molly, 2011). De tweede voorwaarde is dat er tenminste één lid van de familie moet zetelen in het bestuur van het bedrijf of deze lid moet actief deel uitmaken van het management (Culasso, 2012; Lambrecht & Molly, 2011). Deze voorwaarde is ook erg belangrijk aangezien de betrokkenheid van familieleden tot het bedrijf het familiebedrijf uniek maakt (Daspit et al., 2017).

3.9.6.6 Vergelijking tussen familie- en niet-familiebedrijven

Vanuit de academische literatuur komt naar voor dat er allerlei verschillen zijn tussen familiebedrijven en hun niet-familiale concurrenten (Anderson & Reeb, 2003). Familiebedrijven worden bestempeld als bedrijven waarbij ten minste één familielid zetelt in het bestuur. Indien dit niet het geval is, spreekt men over niet-familiale bedrijven (Culasso et al., 2012).

Allereerst kan het verschil in gemiddelde leeftijd aangestipt worden tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Zo blijkt dat de personen in familiebedrijven in het algemeen ouder zijn dan personen in niet-familiebedrijven (Perricone, Earle & Taplin, 2001). Deze grotere leeftijden kunnen toegeschreven worden aan het feit dat familieleden zeer betrokken zijn tot de onderneming (Lambrecht & Molly, 2011).

Hiernaast verschilt ook de structuur van een familiebedrijf met die van een niet-familiebedrijf. Zo heerst er een lagere hiërarchische structuur binnen familiebedrijven in tegenstelling tot niet-familiale ondernemingen, waardoor de afstand tussen werknemers en managers erg laag is binnen familiale ondernemingen die op zijn beurt het besluitvormingsproces binnen deze bedrijven versnelt (Jorissen et al., 2001). Verder worden familiebedrijven gekenmerkt voor hun stabiele bedrijfsstructuur. Zo blijven bedrijfsleiders van deze bedrijven gemiddeld langer aan het hoofd in vergelijking met bedrijfsleiders van bedrijven zonder familiale banden (Lambrecht & Molly, 2011).

Ook stelt Ceysens (2008) vast dat er verschillen zijn inzake cultuur tussen beide soorten bedrijven. Zo streven meeste familiebedrijven vaker naar een meer open en hechtere bedrijfscultuur. Daarentegen is er bij niet-familiebedrijven een meer rationele bedrijfscultuur van toepassing. Een dergelijke cultuur belet het voor nieuwkomers om zich meteen te engageren in de bedrijfsactiviteiten. Dit komt doordat ze worden gezien als buitenstaanders. Hiernaast vertrekt men binnen deze cultuur vanuit de assumptie dat aanwezige kennis voldoende is. Bijgevolg wordt kennis dat van buitenaf komt niet benut. Binnen een open cultuur wordt er daarentegen veel belang gehecht aan zowel interne als externe kennis (Hofstede & Minkov, 2010). Hierdoor vergemakkelijkt een dergelijke cultuur het importeren van nieuwe technologieën en vaardigheden in een organisatie welke de kennis vergroot. Ook zorgt een open cultuur ervoor dat het management kennis deelt met mensen op de werkvloer. Zo kan een bedrijf zich sneller aanpassen aan de veranderende omgeving (Al Mehairi, 2013). Maar ook zal een bedrijf gemakkelijker kunnen

inspelen op de veranderende behoeften van de klanten welke zijn competitieve voordeel goed doet (Ruppel & Harington, 2000). Compernelle (2002) stelt echter dat een open bedrijfscultuur ook nadelig kan zijn. Zo kan een dergelijke bedrijfscultuur schade berokken aan het bedrijf indien er sprake is van overdreven loyaliteit. Dit kan namelijk leiden tot een organisatiegedrag waar er weinig rationele beslissingen worden genomen en er een gebrek is aan kritische reflectie. Bijgevolg zal een dergelijke organisatiegedrag de ontwikkeling van de onderneming beletten.

Ook inzake visie is er een verschil tussen familiale en niet-familiale ondernemingen. Zo streven familiale ondernemingen een langetermijnvisie na, dit in tegenstelling tot niet-familiebedrijven waarbij de interesse meer gevestigd is op het korte termijn. Dit verschil kan enerzijds verklaard worden door de aanwezigheid van externe managers bij niet-familiebedrijven. Zij zullen zich op korte termijnprestaties focussen aangezien zij niet lang blijven in het bedrijf en beoordeeld zullen worden over de periode van hun aanwezigheid. Anderzijds zullen familiebedrijven zich meer focussen op lange termijnprestaties aangezien zij het bedrijf op termijn willen doorgeven aan de volgende generatie (Ceyssens, 2008). Dit verschil in visie zorgt eveneens voor verschillen inzake het gebruik van managementinformatiesystemen. Zo zullen familiebedrijven minder vertrouwen hebben in korte termijn planningssystemen om beslissingsprocessen te ondersteunen dan niet-familiebedrijven. Daarnaast zijn er ook verschillen van bedrijfsspecifieke aard tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Zo zijn het aantal werknemers die worden tewerkgesteld binnen familiebedrijven significant kleiner dan bij niet-familiebedrijven (Jorissen et al., 2001).

Verder bestaan er vele studies over de verschillen tussen familiale en niet familiale ondernemingen en de invloed op ondernemingswaarde (Astrachan & Shanker, 2003). Een eenduidige conclusie omtrent dit onderwerp is er niet te vinden in de literatuur (Cullasso et al., 2012). Zo komen Sciascia & Mazzola (2008) tot de conclusie dat familiale eigenaarschap geen invloed uitoefent op de economische prestaties van een bedrijf. Andere onderzoeken besluiten echter dat familiale ondernemingen betere prestaties neerleggen dan hun niet-familiale concurrenten. Zo trachten familieleden de winst van het bedrijf te maximaliseren (Baronti & Caprio, 2006). Ze leveren deze inspanningen omdat het welzijn van de familie is gebonden aan de prestaties van het bedrijf. Verder hanteren familiebedrijven een lange termijn visie en streven ze naar het verzekeren van bedrijfscontinuïteit. Welke leidt tot betere prestaties voor familiebedrijven (Anderson & Reeb, 2003). Ook Allouche et al. (2008) komen tot het besluit dat familiebedrijven betere prestaties neerleggen dan hun niet familiale concurrenten. Zo hebben de eigenaars gelijkaardige doelen als het management welke zorgen voor lagere agency kosten. In tegenstelling tot voorheen vermelde resultaten zijn er andere onderzoekers die het tegenovergestelde beweren. Zo komen Oswald et al. (2009) tot het besluit dat familiebedrijven minder goed presteren dan niet-familie bedrijven. Dit komt doordat minder bekwame familieleden belangrijke posities in het bedrijf bekleden. Zo ontstaat er een gelegenheid voor deze personen om bedrijfsmiddelen te gebruiken voor persoonlijke verrijking (Lee, 2004). Tevens missen familiebedrijven vele winstgevende projecten doordat ze geld en middelen gebruiken voor familiale doelen (Chrisman et al., 2007).

Het rekruteren van onafhankelijke bestuurders tot de raad van bestuur is een mogelijkheid om dit probleem te verhelpen (Anderson & Reeb, 2003). Zij zijn namelijk niet gebonden tot de onderneming waardoor ze een onafhankelijke positie innemen ten opzichte van het management

(Corbetta & Salvato, 2004). Hiernaast vervullen deze bestuurders belangrijke rollen binnen het familiebedrijf. Zo zullen ze ten tijde van familiale conflicten, welke ontstaan door verschillen in bedrijfs- en familiebelangen, trachten om een oplossing te vinden. Onafhankelijke bestuurders zullen in dit geval dienen als een objectief klankbord waarbij onpartijdig advies wordt gegeven (Chrisman et al., 2004). Verder zullen ze het familiebedrijf voorzien van ervaring, expertise en ruime kennis. Familieleden beheren vaak wel over operationele kennis maar hebben een nood aan externe kennis voor de boekhouding en financiering (Huse, 2005). Ook bevragen ze de familiale beslissingen om dusdanig onnodige gelduitstromen te voorkomen. Bovendien proberen zij erop toe te zien dat de noden van alle belanghebbenden vervuld worden. Dit verhoogt het vertrouwen in het management van het familiebedrijf voor niet-familiale belanghebbenden (Anderson & Reeb, 2003). Dusdanig vormen onafhankelijke bestuurders een toegevoegde waarde voor ondernemingen en wordt het toekennen van meer verantwoordelijkheid aan deze bestuurders aanbevolen (Guberna & Vbo, 2018; Rodriguez-Dominguez et al., 2009).

Onafhankelijke bestuurders die meerdere mandaten uitoefenen, zijn geneigd om meer verantwoordelijkheden op te nemen. Hiernaast beschikken deze bestuurders over meer ervaring (Lei & Deng, 2014). Met als gevolg worden ze hoger op de hiërarchische ladder geplaatst. Er wordt verondersteld dat hiërarchie een weerkaatsing geeft van macht. Zo nemen bestuurders met meer ervaring en betere competenties een hogere positie in de hiërarchie (Gould, 2002). Hierdoor kunnen deze bestuurders het besluitvormingsproces sterker beïnvloeden (Zhu et al., 2016). Dit komt doordat zij meer geneigd zijn om hun meningen te uiten aangezien deze meer gerespecteerd zullen worden (He & Huang, 2011).

Ondanks deze uitspraken van de onderzoekers is er geen consensus terug te vinden omtrent de invloed van drukbezette onafhankelijke bestuurders in een familiebedrijf op de ondernemingswaarde.

4. Theorie en hypothesen

4.1 Onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde

Bestuurders binnen de raad moeten zich tijdens het vormen van een besluit op een onafhankelijke en objectieve manier gedragen (Commissie *Corporate Governance*, 2009). Hiervoor vervullen onafhankelijke bestuurders een cruciale rol aangezien ze situaties steeds vanuit een objectieve en brede invalshoek zullen bekijken (Luan & Tang, 2007).

Indien de raad voornamelijk wordt gevormd door interne bestuurders bestaat er een reële kans dat ze zullen streven naar eigenbelang (Giraldez & Hurtado, 2014). Dergelijke situaties worden voorkomen indien er voldoende onafhankelijke bestuurders zetelen in de raad van bestuur (Rodriguez-Dominguez et al., 2009). Hiernaast zijn er verschillende landen die codes hebben geschreven waarin ze aanbevelingen doen omtrent de fractie of aantal van onafhankelijke bestuurders die er moeten zetelen in de raad van bestuur opdat deze effectief kan fungeren (Huang et al., 2008).

Verder ondersteunen deze bestuurders het bedrijf omtrent zakelijke en operationele beslissingen welke de ondernemingswaarde goed doen (Giraldez & Hurtado, 2014). Ook bezorgen onafhankelijke bestuurders het bedrijf een beter imago (Huang et al., 2008). Zo zal de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders een positief signaal versturen naar de buitenwereld. Stakeholders verwachten een hoge graad van financiële transparantie in ondernemingen met onafhankelijke bestuurders. Dit vergemakkelijkt dan op zijn beurt het aantrekken van externe bronnen (Gul & Leung, 2004).

Hiernaast hebben verschillende theorieën besluiten gevormd omtrent de relatie tussen onafhankelijke bestuurders en bedrijfswaarde. De *stewardship* theorie stelt dat managers van het bedrijf zich als een goede steward zullen gedragen en de bronnen van het bedrijf niet zullen verspillen. Met als gevolg zijn onafhankelijke bestuurders volgens deze theorie overbodig. In tegenstelling tot deze theorie concluderen de *agency* theorie en de *resource dependency* theorie een positief verband tussen onafhankelijke bestuurders en bedrijfswaarde. Zo besluit de *agency* theorie dat onafhankelijke bestuurders het management goed controleren en indien nodig deze bijsturen waarmee ze de belangen van stakeholders veilig stellen (Luan & Tang, 2007). De *resource dependency* theorie vertrekt vanuit het standpunt dat onafhankelijke bestuurders het bedrijf een breder netwerk bezorgen waardoor bedrijven sneller kunnen beschikken over schaarse bronnen (Peng, 2004). Tevens gebruikt het management de kennis en ervaring van onafhankelijke bestuurders en ondersteunen deze bestuurders het management bij het nemen van moeilijke beslissingen (Donaldson & Davis, 1991). Bijgevolg bekomen we volgende hypothese:

H1: Onafhankelijke bestuurders verhogen de ondernemingswaarde.

4.2 Drukbezet bestuur en ondernemingswaarde

Binnen de literatuur heerst er een debat omtrent onafhankelijke bestuurders. Zo beschikken veel van deze bestuurders over meerdere mandaten waardoor ze als drukbezet worden bestempeld. Een bestuurder die meer dan drie mandaten bezit, wordt beschouwd als drukbezet (Core et al.,

1999; Ferris et al., 2003; Fich & Shivdasani, 2004). Dit is een definitie die vaak terugkomt in de literatuur voor het omschrijven van een drukke bestuurder.

De manier waarop een drukke bestuurder wordt gedefinieerd bepaalt of een raad van bestuur een drukbezet bestuur is of niet. Hiermee wordt bedoeld dat voor het bestempelen van een bestuurder als drukbezet het aantal mandaten bepalend is. Indien de definitie een drukke bestuurder omschrijft als iemand die meer dan drie mandaten bezit, dan is de kans groter op een drukbezet bestuur. Naarmate de definitie strenger wordt, daalt de kans op een drukbezet bestuur.

Ook bij het definiëren van een drukbezet bestuur is er geen eenduidigheid. Zo definiëren Ferris et al. (2003) een drukbezet bestuur op basis van het gemiddeld aantal mandaten. Indien het gemiddelde groter is dan de mediaan, dan is er sprake van een drukbezet bestuur. Fich en Shivdasani (2004) hebben echter kritiek op deze omschrijving. Ze stellen dat hun maatstaf misleidend kan zijn indien enkele bestuurders over extreem hoge aantal mandaten beschikken. Met als gevolg kan het gemiddelde een vertekend beeld geven. Doordat er een risico op een vertekend beeld bestaat, omschrijven Fich en Shivdasani (2004) een drukbezet bestuur als een bestuur waarin tenminste vijftig procent van de bestuurders drukbezet zijn.

Verder stellen Fich en Shivdasani (2006) in hun onderzoek vast dat drukke bestuurders hun plichten en verantwoordelijkheden niet kunnen vervullen. Hiernaast bemerkt Jiraporn (2007) dat ze vaker afwezig zijn in belangrijke vergaderingen waardoor ze geen invloed kunnen uitoefenen op het besluitvormingsproces.

In tegenstelling tot hierboven vermelde studies stellen Peitra et al. (2008) dat de aanwezigheid van drukke bestuurders een positief signaal versturen naar de aandeelhouders toe, gezien drukke bestuurders vaak van hoge kwaliteit worden geacht. Bijgevolg creëert dit signaal meer vertrouwen onder investeerders en zullen ze meer geneigd zijn om te investeren in het bedrijf (Core et al., 1999). Ook bezitten deze bestuurders over een breder netwerk van contacten en beschikken ze over meer ideeën (Chrisholm & Nielsen, 2009). Hiernaast beschikken ze over meer ervaring waardoor ze sneller problemen herkennen en zijn ze een belangrijke bron van kennis (Rouyer, 2016). Field et al. (2013) bemerken in hun studie dat drukke bestuurders voordelig zijn voor bedrijven die zich voorbereiden op een beursintroductie. Deze bedrijven kunnen steeds rekenen op de ervaringen, adviezen en netwerken van de bestuurders.

Rouyer (2016) bemerkt dat het verkrijgen van meer contacten, het verkrijgen van nieuwe ideeën en toegang tot nieuwe bronnen van financiering, belangrijker is voor bedrijven dan enkel het monitoren en het verlagen van agency kosten. Het verlagen van kosten kan enkel de winstgevendheid verhogen, nieuwe ideeën en innovatie zorgt integendeel voor werkelijke groei en een stijging van bedrijfsprestaties. Bijgevolg wordt volgende hypothese opgesteld:

H2: Bedrijven met een drukbezet bestuur hebben een hogere ondernemingswaarde.

4.3 Drukbezet bestuur in familiebedrijven en ondernemingswaarde

Binnen familiebedrijven is er vaak onvoldoende kennis en ervaring beschikbaar (Vanderkerkhof et al., 2014). Hierdoor is het rekruteren van drukbezette onafhankelijke bestuurders een belangrijke factor voor de ontwikkeling van het bedrijf (Block, 2011). Deze bestuurders bezitten immers over kennis en vaardigheden door hun ervaringen in andere bedrijven, dewelke vaak bij familiale bestuurders ontbreken. Deze kennis biedt een meerwaarde voor het bedrijf bij het leren omgaan met uitdagingen inzake verandering (Salomo & Kock, 2011).

Verder blijkt dat familiale aandeelhouders geneigd zijn om bestuurders te rekruteren die niet handelen tegen hun wil waardoor ze beschikken over de bedrijfscontrole (Jaggi et al., 2009). Bijgevolg opteert een familiaal bestuur ervoor om drukke onafhankelijke bestuurders te rekruteren tot de raad. Deze keuze komt doordat drukke bestuurders minder vaak aanwezig zijn in vergaderingen, erin falen om kritische vragen te stellen en minder belang hechten aan monitoringactiviteiten (Eulawi et al., 2016).

De drukke onafhankelijke bestuurders worden dus niet geselecteerd voor hun controlevaardigheden maar wel voor de ervaring, kennis, reputatie en expertise die ze met zich meebrengen (Rubino, Tenuta, & Cambrea, 2017). De rol van deze bestuurders wordt eerder bepaald als het ondersteunen van het bedrijfsmanagement dan de controle ervan. Zo wordt er van deze bestuurders enkel verwacht om het besluitvormingsproces te verbeteren op basis van hun ervaringen en vaardigheden welke de ondernemingswaarde verhoogt (Minichelli et al., 2009).

H3: Het positief effect van een drukbezet bestuur op de ondernemingsprestaties zal sterker zijn voor familiebedrijven.

5. Analyse

5.1 Dataverzameling

Het empirisch gedeelte van deze masterproef is gebaseerd op data die zelf is samengesteld. Hiervoor is er gebruik gemaakt van de Bel-first database van het Bureau van Dijk. Deze database beschikt over uitgebreide gegevens van 1,2 miljoen bedrijven uit België en Luxemburg. Zo is er onder andere informatie terug te vinden over de activiteiten van het bedrijf, financiële kerncijfers, kengetallen, informatie omtrent het personeelsbestand en de mandatarissen van bestuurders. Hiernaast werd ook informatie gehaald uit jaarrekeningen die te vinden zijn op de website van de Nationale Bank van België. Tot slot werden ook jaarverslagen van de beursgenoteerde bedrijven geraadpleegd.

Binnen deze masterproef zullen enkel de beursgenoteerde Belgische bedrijven bestudeerd worden. Bijgevolg bestaat de dataset uit 154 Belgische beursgenoteerde bedrijven. Vervolgens wordt de dataset verder beperkt door het weglaten van vastgoedbedrijven (Befimmo, Home Invest Belgium, Immo Moury, etc.) en financiële bedrijven (Dexia, Nationale Bank van België, KBC group, etc.). De vastgoedbedrijven worden weggelaten omdat ze niet kunnen beschouwd worden als productiebedrijven. De financiële instellingen worden geëlimineerd uit de dataset omdat er specifieke regels gelden voor de samenstelling van hun raad van bestuur waardoor deze verschillen van de andere bedrijven. Hiernaast werden enkel die bedrijven opgenomen waar de raad van bestuur tenminste drie bestuurders telt. Bij wet is het minimum aantal bestuursleden vastgesteld op drie (Artikel 518 Wetboek van Venootschappen). Hierdoor kan er steeds een besluit gevormd worden nadat er een stemming wordt gehouden. Tot slot worden er ook geen bedrijven opgenomen tot de dataset waarvan onvoldoende informatie beschikbaar is voor de analyse van de variabelen. Met als gevolg ontstaat er een steekproef met 67 beursgenoteerde Belgische bedrijven die actief waren op de beurs tussen 2013 en 2017.

5.2 Variabelen

5.2.1 Afhankelijke variabelen

De ondernemingswaarde kan op verscheidene manieren gemeten worden. Zo kiezen verschillende onderzoekers ervoor om Tobin's Q als een maatstaf te gebruiken voor het bepalen van ondernemingswaarde.

Er wordt echter ook aangeraden om gebruik te maken van boekhoudkundige maatstaven dewelke niet gedreven worden door de groeiambities van een bedrijf (Fich & Shivdasani, 2004). Bijgevolg zullen drie verschillende maatstaven gehanteerd worden voor het bepalen van de ondernemingswaarde.

- **Tobin's Q Ratio**

Voor de berekening van ondernemingswaarde wordt gebruik gemaakt van Tobin's Q. Tobin's Q is een ratio die uit het artikel *Pitfalls in Financial Model Building* van Tobin en Brainard (1968) naar voren is gekomen. Hierin veronderstellen de auteurs dat de samengestelde marktwaarde van alle bedrijven op de aandelenmarkt gelijkaardig zouden moeten zijn aan hun vervangingskosten. Het is

een ratio dat specifiek gebruikt wordt voor beursgenoteerde ondernemingen. Het weergeeft een beeld over het vertrouwen van belanghebbenden in het bedrijf (Guest, 2009). De berekening van deze ratio kan op twee verschillende manieren gebeuren. Enerzijds kan het berekend worden door de marktwaarde van een bedrijf te delen door de kostprijs van nieuwe kapitaalgoederen plus de interest voor het lenen van de daarvoor nodige kredieten (Sarkar & Sarkar, 2005). Anderzijds kan het gecalculeerd worden door de marktwaarde van de onderneming te delen door de boekwaarde van de onderneming (Rubino et al., 2016). Indien de ratio tussen nul en één ligt, betekent dit dat de kost voor het vervangen van activa groter is dan de waarde van zijn aandelen. Als het resultaat echter groter dan één is, betekent dit dat de vervangingswaarde of boekwaarde van activa lager is dan de waarde van zijn aandelen. In dat geval is de onderneming meer waard dan dat het boekhoudkundig wordt voorgesteld. Voor de berekening van de Tobin's Q is er gebruik gemaakt van de tweede definitie.

- **Return on Assets (ROA)**

De ROA (Return on Assets) of de netto rentabiliteit van het totaal der activa weergeeft de winst of het verlies van het boekjaar als percentage van de totale activa. De ROA omschrijft wat voor resultaten een bedrijf behaalt met de middelen die ze ervoor gebruikt. Hierdoor kan de stakeholder achterhalen hoe efficiënt het management middelen gebruikt om winsten te genereren (Hagel et al., 2010). Met andere woorden weergeeft dit kengetal hoeveel winst een bedrijf maakt voor elke euro activa (Palepu & Khanna, 2010).

- **Return on Equity (ROE)**

De ROE (Return on Equity) of de rentabiliteit op het eigen vermogen weergeeft de winst of het verlies van het boekjaar als percentage van het eigen vermogen. De ROE is voor een meerderheid van de stakeholders de voornaamste maatstaf voor het meten van ondernemingsprestaties (Hagel et al., 2010). Het verduidelijkt hoe efficiënt managers de geïnvesteerde middelen van aandeelhouders hebben gebruikt om rendement te genereren.

5.2.2 Controle variabelen

Vervolgens worden er enkele controlevariabelen opgenomen in het model. Door het in rekening brengen van deze variabelen wordt voorkomen dat het regressiemodel een vertekend beeld geeft. De controlevariabelen kunnen de afhankelijke variabele beïnvloeden. In geval deze variabelen genegeerd worden en het blijkt dat ze alsnog een effect hebben op de afhankelijke variabele, is er sprake van *omitted variable bias*. Hierdoor kan het regressiemodel een foutief beeld geven dewelke leidt tot verkeerde conclusies. Bijgevolg is het belangrijk om te zoeken naar dergelijke variabelen. Het is echter onmogelijk om alle variabelen op te nemen die een invloed hebben op de afhankelijke variabele. Hierdoor zal er een selectie gemaakt worden op basis van gelijkaardige onderzoeken (Fich & Shivdasani, 2006; Field et al., 2011). In dit onderzoek zullen leeftijd, grootte van het bedrijf en omvang van de raad van bestuur gehanteerd worden als controlevariabelen.

- **Omvang raad van bestuur**

De omvang van de raad van bestuur wordt bepaald op basis van het aantal bestuurders die zetelen in de raad van bestuur (Minichilli et al., 2009).

- **Grootte bedrijf**

De grootte van het bedrijf wordt gemeten door te kijken naar de totale activa (Zona & Zattoni, 2007).

- **Leeftijd bedrijf**

Deze controlevariabele wordt bepaald op basis van het aantal jaren waarin het bedrijf actief is.

5.2.3 Onafhankelijke variabelen

- **Aantal onafhankelijke bestuurders**

Het aantal onafhankelijke bestuurders is een eerste onafhankelijke variabele binnen dit onderzoek. Deze variabele wordt simpelweg gemeten als het aantal onafhankelijke bestuurders binnen de raad van bestuur.

- **Drukbezet raad van bestuur**

Drukbezette raad van bestuur wordt in dit onderzoek beschouwd als een tweede onafhankelijke variabele. Het doel is om te achterhalen of ondernemingen met een drukbezet bestuur al dan niet een hogere ondernemingswaarde hebben. Hiervoor zijn er data van 67 beursgenoteerde Belgische bedrijven verzameld. Deze bedrijven telden 3152 bestuurders die tezamen in het bezit waren van 14987 mandaten. Bij de bepaling van het aantal mandaten van een bestuurder werd er gekeken in hoeveel raden van bestuur de bestuurder zetelt. Indien de bestuurder zetelt in de raden van bestuur van verschillende verbonden bedrijven dan werd dit opgenomen als één mandaat. Bestuurders die zetelen in verbonden bedrijven worden geconfronteerd met een lagere werkdruk in tegenstelling tot bestuurders die zetelen in verschillende onafhankelijke bedrijven (Kiel & Nicholson, 2006). Verder werden volgende gegevens van de bestuurders verzameld, namelijk de naam van de bestuurder en het feit of de bestuurder zetelt als een onafhankelijke bestuurder of niet.

In de literatuur is er geen éénduidige definitie terug te vinden omtrent een drukbezet bestuur (Ferris et al, 2003; Fich & Shivdasani, 2004). Ik zal in dit onderzoek een drukbezet bestuur omschrijven als een bestuur waarin tenminste vijftig procent van de bestuurders drukbezet zijn (Fich & Shivdasani, 2004). De manier waarop een drukke bestuurder wordt omschreven, bepaalt of een raad van bestuur drukbezet is of niet. In dit onderzoek wordt een bestuurder als drukbezet beschouwd indien deze meer dan drie mandaten bezit (Core et al., 1999; Ferris et al., 2003; Fich & Shivdasani, 2004). Voor het bepalen van een drukbezet bestuur wordt gewerkt met een *dummy* variabele. Er zal een één geplaatst worden bij bedrijven waarvan tenminste 50 procent van de bestuurders drukbezet zijn. Indien dit niet het geval is zal er een nul geplaatst worden.

- Drukbezet bestuur binnen familiebedrijven

Bij deze onafhankelijke variabele wordt gebruik gemaakt van een *dummy* variabele om familiebedrijven te onderscheiden van niet familiebedrijven. De waarde één wordt geplaatst bij het bedrijf indien het gaat om een familiebedrijf. Als dit niet zo is dan krijgt het bedrijf een nulwaarde.

Voor het bepalen of een bedrijf al dan niet een familiebedrijf is, werd er gekeken naar het aandelenbezit van de familie. Er is sprake van een familiebedrijf indien de familie meer dan 50% van de aandelen bezit. Het bedrijf kan ook met minder dan 50% van de aandelen bestempeld worden als een familiebedrijf. Dit is het geval bij beursgenoteerde bedrijven waarvan de aandelen erg gespreid zijn. Indien de familie de macht heeft binnen het bedrijf is er sprake van een familiebedrijf, ook als ze niet meer dan 50% van de aandelen bezitten. Macht wordt in deze context omschreven als het bezitten van voldoende aandelen om de beslissingen te overheersen (Lambrecht & Molly, 2011). Hiernaast wordt ook gekeken of een bedrijf zichzelf al dan niet categoriseert als familiebedrijf.

5.3 Overzicht data

5.3.1 Aantal onafhankelijke bestuurders

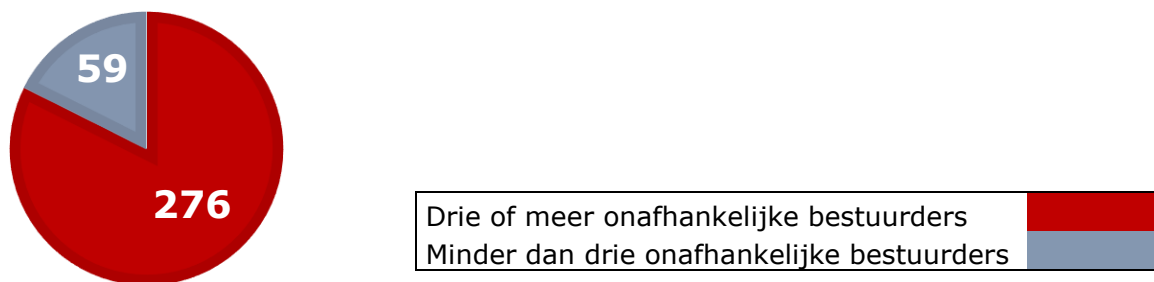
Onafhankelijke bestuurders vervullen een belangrijke rol binnen de raad van bestuur. Zij helpen de raad om steeds onafhankelijk en objectief te handelen (Rodriguez-Dominguez et al., 2009). In dit onderzoek zetelen voor de 67 geselecteerde beursgenoteerde Belgische bedrijven in totaal 253, 263, 259, 247 en 254 aantal onafhankelijke bestuurders respectievelijk voor de jaren 2013, 2014, 2015, 2016 en 2017.



Figuur 3: Aantal onafhankelijke bestuurders

Onafhankelijke bestuurders leveren een belangrijke bijdrage tot de ondernemingswaarde. Zo ondersteunen zij het management bij commerciële- en productiebeslissingen welke de bedrijfsprestaties ten goede komt (Giraldez & Hurtado, 2014). Hiernaast verstuurt de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders een goed signaal naar buiten. Stakeholders verwachten bij bedrijven met onafhankelijke bestuurders een verhoogde financiële transparantie. Dit zorgt voor meer vertrouwen bij de belanghebbenden waardoor het aantrekken van externe bronnen

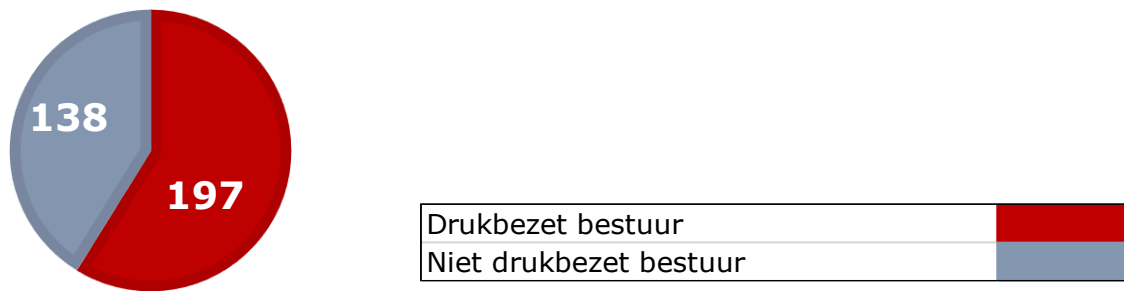
gemakkelijker wordt (Gul & Leung, 2004). Tevens bezorgen ze een toegevoegde waarde aan analyses doordat ze problemen en situaties vanuit een bredere invalshoek bekijken (Luan & Tang, 2007). Bijgevolg zijn er overal ter wereld aanbevelingen terug te vinden omtrent het aantal onafhankelijke bestuurders. Belgische ondernemingen worden aanbevolen om te beschikken over ten minste drie onafhankelijke bestuurders binnen hun raad van bestuur (Guberna & VBO, 2013). Voor de 67 geselecteerde bedrijven hadden 276 van de 335 bedrijven tenminste drie onafhankelijke bestuurders in hun raad van bestuur. De overige 59 bedrijven hadden minder dan drie onafhankelijke bestuurders in hun raad van bestuur. Bijgevolg voldeed 82% van de bedrijven van onze steekproef aan het advies van Guberna en VBO (2013).



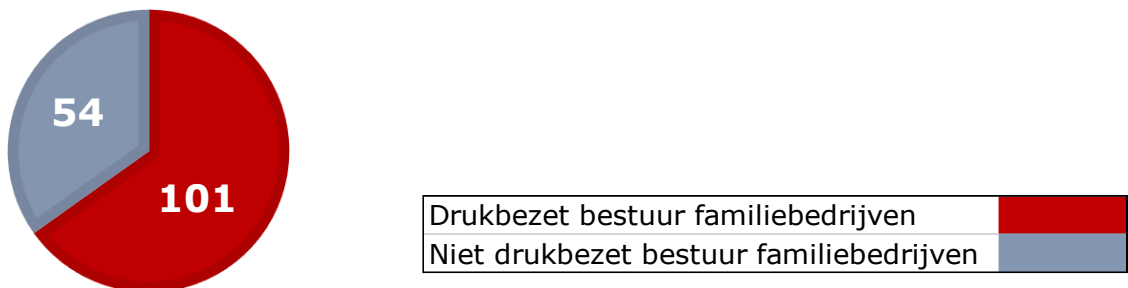
Figuur 4: Ten minste drie onafhankelijke bestuurders

5.3.2 Drukbezet bestuur

In dit onderzoek gebruiken we de omschrijving van Fich en Shivdasani (2004) voor het bepalen van een drukbezet bestuur. Deze bestempelen een raad van bestuur als drukbezet wanneer tenminste 50% ervan bestaat uit drukke bestuurders. Voor het definiëren van een bestuurder als drukbezet wordt er gebruik gemaakt van Ferris et al. (2003) hun definitie. Deze omschrijven een bestuurder als drukbezet indien deze meer dan drie mandaten bezit. Er zijn ook theorieën omtrent het bezitten van meerdere mandaten. Zo stellen Fama en Jensen (1983) dat bestuurders met meer mandaten, meer ervaring, reputatie en kwaliteit hebben. Waardoor deze bestuurders hoger op de hiërarchische ladder worden geplaatst. Bestuurders die hoger gepositioneerd zijn op de hiërarchische ladder beïnvloeden het besluitvormingsproces sterker (Zhu et al., 2016). Hiernaast zijn er twee belangrijke theorieën omtrent drukbezette bestuurders. Enerzijds is er de *reputation* hypothese, die stelt dat drukke bestuurders over meer kwaliteit en reputatie beschikken waardoor ze de ondernemingswaarde positief beïnvloeden (Liang et al., 2018). Anderzijds is er de *busyness* hypothese, die veronderstelt dat drukke bestuurders onvoldoende tijd hebben om hun verplichtingen als bestuurder na te komen (Adams et al., 2010). In dit onderzoek hadden 197 van de 335 (59%) bedrijven een drukbezet bestuur voor de periode 2013-2017. Voor de 31 familiebedrijven van onze steekproef waren 101 van de 155 (65%) raden van bestuur drukbezet voor de periode 2013-2017.



Figuur 5: Drukbezette bestuur – Niet drukbezette bestuur



Figuur 6: Drukbezette bestuur familiebedrijven – Niet drukbezette bestuur familiebedrijven

5.4 Analyse

5.4.1 Lineaire regressies

Er wordt gebruik gemaakt van regressieanalyse (lineaire regressies) voor het beantwoorden van de opgestelde hypothesen. Hieronder zijn de lineaire regressies die getoetst zullen worden terug te vinden. Y wordt hier gelijkgesteld aan ROA, ROE of Tobins' Q. Er wordt dus een schatting bij elk model gemaakt voor de ROA, ROE en Tobins' Q. Bijgevolg is er gebruik gemaakt van 12 lineaire regressies. Merk ook op dat het aantal onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur omschreven wordt als aantal OBS in het tweede model.

- (Model 1) $Y = \beta_0 + \beta_1 \text{Grootte bedrijf} + \beta_2 \text{Leeftijd bedrijf} + \beta_3 \text{Omvang raad van bestuur}$
- (Model 2) $Y = \beta_0 + \beta_1 \text{Grootte bedrijf} + \beta_2 \text{Leeftijd bedrijf} + \beta_3 \text{Omvang raad van bestuur} + \beta_4 \text{Aantal OBS}$
- (Model 3) $Y = \beta_0 + \beta_1 \text{Grootte bedrijf} + \beta_2 \text{Leeftijd bedrijf} + \beta_3 \text{Omvang raad van bestuur} + \beta_4 \text{Drukbezette bestuur}$
- (Model 4) $Y = \beta_0 + \beta_1 \text{Grootte bedrijf} + \beta_2 \text{Leeftijd bedrijf} + \beta_3 \text{Omvang raad van bestuur} + \beta_4 \text{Drukbezette bestuur in familiebedrijven}$

5.4.2 Soorten regressiemodellen

Alvorens de lineaire regressiemodellen te toetsen, moet er een keuze gemaakt worden van het regressiemodel. Zo moet er een keuze gemaakt worden tussen *pooled OLS*, *fixed-effects model* of *random-effects model*. De *pooled OLS* methode wordt gebruikt om de samenhang tussen twee of meerdere variabelen nader te onderzoeken. Deze methode vertrekt vanuit de assumptie dat er een

lineair verband bestaat tussen de onderzochte variabelen. Als er geen sprake is van een lineair verband, wordt het afgeraden om de *pooled OLS* methode te gebruiken (Stock & Watson, 2011). Binnen het *fixed effects model* wordt er per variabele het gemiddelde bepaald over tijd en van de variabele afgetrokken. Hiernaast laat dit model variabelen, die niet wijzigen over tijd, weg uit de analyse. Met andere woorden maakt dit model gebruik van gegevens die variëren over tijd. Het *fixed effects model* vertrekt vanuit de assumptie dat indien iets niet wijzigt over tijd, dan kan het ook niets beïnvloeden. Een volgend model dat kort zal besproken worden is het *between subjects model* die de factor tijd negeert en enkel kijkt naar over de tijd gepoolde gemiddelden. Totslot is er het *random effects model* dewelke een gemiddelde is van het *fixed effects model* en het *between effects model*. De coëfficiënt van een tijdsvariërende variabele weergeeft bij dit model een gemiddeld effect van het *fixed effects model* en het *between effects model* op de afhankelijke variabele. Hiernaast wordt zowel met een *fixed effects model* als een *random effects model* gecontroleerd voor individuele verschillen. Bij een *fixed effects model* wordt dit gedaan op basis van een aparte intercept voor iedere respondent. Bij een *random effects model* is er geen sprake van een aparte intercept voor iedere individu. Dit model werkt met een bepaalde variantie (Borenstein et al., 2009).

Er moeten enkele testen worden uitgevoerd om te bepalen welk model gebruikt kan worden. Zo wordt er eerst de Breusch-Pagan Lagrange multiplier test oftewel de LM test uitgevoerd. Deze test maakt een keuze tussen het *pooled OLS* en het *random effects model*, waarbij het *random effects model* geldt als de alternatieve hypothese. Vervolgens wordt de Hausman test uitgevoerd. Deze test maakt een keuze tussen het *random effects model* en het *fixed effects model*, waarbij het *fixed effects model* geldt als de alternatieve hypothese (Green, 2008). Tot slot wordt ook het tijdseffect gecontroleerd door gebruik te maken van een *tijdsdummy*.

5.4.3 Heteroscedasticiteit en autocorrelatie

Vervolgens zal er getoetst worden op de aanwezigheid van autocorrelatie en heteroscedasticiteit. Autocorrelatie weergeeft de mate van onderlinge correlatie tussen de variabelen. In geval van autocorrelatie heeft de afhankelijke variabele de neiging om de schattingen van de residuen te beïnvloeden. Hierdoor weten we niet meer of de parameters correct zijn (Stock & Watson, 2011). Voor het toetsen op autocorrelatie zal gebruik gemaakt worden van de Breusch-Godfrey test. Heteroscedasticiteit komt voor wanneer er een systematische verandering is in de variantie van de error term (Stock & Watson, 2011). Bij heteroscedasticiteit zal de variantie van de error stijgen naarmate y stijgt. In geval van heteroscedasticiteit zijn de statistische resultaten vertekend. Dit komt doordat de weergegeven p-waarden kleiner worden voorgesteld dan dat ze werkelijk zijn. Hierdoor kunnen foutieve conclusies getrokken worden. Voor het toetsen op heteroscedasticiteit zal de Breusch Pagan/Cook Weisberg test worden uitgevoerd. Na het uitvoeren van de test bekomen we een chi-kwadraatwaarde met de bijbehorende p-waarde.

Voor het toetsen op heteroscedasticiteit zal gebruik gemaakt worden van volgende modellen:

- (Model 1) $\log(Y) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{Grootte bedrijf}) + \beta_2 \log(\text{Leeftijd bedrijf}) + \beta_3 \log(\text{Omvang raad van bestuur})$
- (Model 2) $\log(Y) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{Grootte bedrijf}) + \beta_2 \log(\text{Leeftijd bedrijf}) + \beta_3 \log(\text{Omvang raad van bestuur}) + \beta_4 \log(\text{Aantal OBS})$
- (Model 3) $\log(Y) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{Grootte bedrijf}) + \beta_2 \log(\text{Leeftijd bedrijf}) + \beta_3 \log(\text{Omvang raad van bestuur}) + \beta_4 \log(\text{Drukbezet bestuur})$
- (Model 4) $\log(Y) = \beta_0 + \beta_1 \log(\text{Grootte bedrijf}) + \beta_2 \log(\text{Leeftijd bedrijf}) + \beta_3 \log(\text{Omvang raad van bestuur}) + \beta_4 \log(\text{Drukbezet bestuur in familiebedrijven})$

6. Resultaten

6.1 Beschrijvende statistieken

Variabelen	N	Gemiddelde	Standaarddeviatie	Minimum	Maximum
Afhankelijke variabelen					
ROA	335	3,08	10,82	-71,66	67,99
ROE	335	8,36	19,94	-73,47	96,91
Tobin's Q	335	2,16	16,58	0	301,99
Onafhankelijke variabelen					
Aantal onafhankelijke bestuurders	335	3,81	1,85	0	11
Drukbezet bestuur	335	0,59	0,49	0	1
Drukbezet bestuur in familiebedrijven	155	0,65	0,48	0	1
Controlevariabelen					
Grootte bedrijf (omzet)	335	378830.3	1031097	0	6620759
Leeftijd bedrijf	335	44,04	35,97	1	145
Omvang raad van bestuur	335	8,95	3,78	3	24

Tabel 2: Beschrijvende statistieken

In tabel 2 wordt een overzicht gegeven van de beschrijvende statistieken. Deze tabel is gebaseerd op 67 beursgenoteerde Belgische bedrijven voor de periode 2013-2017. Het centrum en de spreiding van de variabelen wordt aan de hand van deze tabel verduidelijkt. Het gemiddelde geeft ons een beter beeld over het centrum van de data. Terwijl de standaarddeviatie, het minimum en het maximum ons meer inzicht verschaffen over de spreiding.

De ondernemingswaarde wordt gemeten op basis van drie verschillende variabelen. Het gemiddelde voor de ROA, ROE en Tobin's Q bedragen respectievelijk 3,08, 8,36 en 2,16. Deze tonen ons dat de bedrijfsprestaties gemiddeld positief zijn voor de 67 opgenomen bedrijven.

Een eerste onafhankelijke variabele is het aantal onafhankelijke bestuurders binnen een raad van bestuur. De bedrijven die geselecteerd zijn tot dit onderzoek beschikken over gemiddeld 3,81 onafhankelijke bestuurders. Dit aantal komt overeen met het aantal dat wordt aanbevolen. Zo worden Belgische ondernemingen aanbevolen om te beschikken over ten minste drie onafhankelijke bestuurders binnen de raad van bestuur (Guberna & VBO, 2013). Een volgende onafhankelijke variabele is een drukbezet bestuur. Voor de bepaling van een drukbezet bestuur wordt de omschrijving van Fich en Shivdasani (2004) gebruikt. Zij omschrijven een drukbezet bestuur als een bestuur waarvan tenminste vijftig procent drukbezet is. Hiernaast worden drukbezette bestuurders gedefinieerd als bestuurders die meer dan drie mandaten bezitten (Ferris et al., 2003). De steekproef bevat 3152 bestuurders die tezamen in het bezit zijn van 14987 mandaten voor de periode 2013-2017. Voor 59 procent van de bedrijven die zijn opgenomen tot de dataset geldt er een drukbezet bestuur. Tot slot wordt de onafhankelijke variabele drukbezet bestuur in familiebedrijven opgenomen. Hiervoor wordt de tweede onafhankelijke variabele gespecificeerd tot familiebedrijven. In dit geval zijn de raden van bestuur voor 65 procent drukbezet.

6.2 Correlaties

Vervolgens zal de correlatie tussen verschillende variabelen bekeken worden. Hierbij is het aangeraden om te controleren op multicollineariteit. De aanwezigheid van multicollineariteit betekent dat je onvoldoende informatie hebt, waardoor de regressiecoëfficiënten moeilijker geschat worden. Hierdoor zijn de gemaakte schattingen vertekend. Dit is het geval wanneer twee of meerdere variabelen sterk met elkaar correleren. In geval van multicollineariteit zullen de sterk gecorreleerde variabelen opgenomen worden in verschillende regressies (Hair, Black & Anderson, 2010). Voor controle op aanwezigheid van multicollineariteit is er een correlatiematrix opgesteld (tabel 3). Meteen zien we dat de afhankelijke variabelen ROA en ROE sterke multicollineariteit vertonen. Dit is echter geen probleem aangezien de ROA en de ROE in verschillende modellen zullen geanalyseerd worden. Ook is er een sterke correlatie op te merken tussen de onafhankelijke variabelen 'Drukbezet bestuur' en 'Drukbezet bestuur familie'. Dit probleem wordt eveneens verholpen door de verschillende variabelen niet tegelijk op te nemen in het zelfde model.

	ROA	ROE	Tobin's Q	AOB	Drukbezet bestuur	Drukbezet bestuur familie	Grootte bedrijf	Leeftijd bedrijf	Omvang RvB
ROA	1,00								
ROE	0,8075***	1,00							
Tobin's Q	0,1884***	-0,0034	1,00						
AOB	0,0509	0,1038	-0,0202	1,00					
Drukbezet bestuur	0,0050	-0,0252	-0,0617	0,0974	1,00				
Drukbezet bestuur familie	0,0820	-0,0373	0,2170***	0,1783**	1,00***	1,0000			
Grootte bedrijf	0,1030	0,2583***	-0,0262	0,0967	0,1032	0,1978**	1,00		
Leeftijd bedrijf	0,0365	0,0548	-0,0611	0,3791***	-0,0054	0,1320	0,2716***	1,00	
Omvang RvB	0,0816	0,1198**	-0,0372	0,7608***	0,0730	0,2743***	0,2265***	0,3738***	1,00

Tabel 3: Correlatiematrix (p-waarde < 0,05 = ** en p-waarde < 0.01 = *)**

6.3 Resultaten van regressies

6.3.1 Verschillende modellen en ROA

Vooraleer we de data kunnen testen moeten er een aantal testen uitgevoerd worden. Eerst wordt de *LM test* uitgevoerd om een keuze te maken tussen de *pooled OLS* (=nulhypothese) en *random effects model* (=alternatieve hypothese). Na het uitvoeren van deze test, bekomen we als p-waarden 0,00 voor de vier modellen, dit is steeds kleiner dan 0,05. Bijgevolg wordt de nulhypothese (=pooled OLS) verworpen op 5% significantieniveau. Dit betekent dat we geen gebruik mogen maken van de *pooled OLS* voor de vier modellen.

Vervolgens wordt de *Hausman test* toegepast dewelke een keuze laat maken tussen het *random effects model* (=nulhypothese) en het *fixed effects model* (=alternatieve hypothese). Na het toepassen van deze test worden p-waarden 0,4880, 0,6618, 0,6656 en 0,4343 bekomen voor respectievelijk model 1, model 2, model 3 en model 4. Voor de vier modellen zijn de p-waarden

steeds groter dan 0,05. Dit betekent dat we de nulhypothese (=random effects model) niet kunnen verwerpen op 5% significantieniveau en bijgevolg voor alle modellen gebruik moeten maken van de random effects model.

Verder wordt er getoetst op aanwezigheid van autocorrelatie. Er is sprake van autocorrelatie voor de vier modellen aangezien de chi-kwadraat overal gelijk is aan 0. Hierdoor wordt de nulhypothese (=geen autocorrelatie) verworpen op 5% significantieniveau.

Tot slot wordt er nagegaan of er sprake is van heteroscedasticiteit. De chi-kwadraatwaarden voor de modellen kunnen als volgt opgesomd worden: model 1; 0,2856, model 2; 0,2078, model 3; 0,3324 en model 4; 0,1519. Voor de vier modellen zijn deze waarden groter dan 0,05. Bijgevolg kan geconcludeerd worden dat er sprake is van homoscedasticiteit.

Regressor	Model 1 (RE)	Model 2 (RE)	Model 3 (RE)	Model 4 (RE)
Constance	2,3207 (2,4829)	2,4298 (2,5106)	2,2486 (2,6205)	6,4958 (3,9283)
Jaar				
2	0,6649 (1,4211)	0,6624 (1,4213)	0,6679 (1,4219)	0,4051 (1,5123)
3	0,1746 (1,4177)	0,1808 (1,4179)	0,1772 (1,4185)	-0,1288 (1,5086)
4	-0,8496 (1,4187)	0,8746 (1,4207)	-0,8411 (1,4217)	0,2603 (1,5083)
5	-0,5531 (1,4246)	-0,5704 (1,4257)	-0,5377 (1,4326)	-0,7212 (1,5131)
Grootte bedrijf	0,0001 (0,0009)	0,0001 (0,0001)	0,0001 (0,0001)	0,0002 (0,0001)
Leeftijd bedrijf	-0,0005 (0,0299)	0,0011 (0,0304)	-0,0003 (0,0301)	-0,017 (0,0379)
Omvang RvB	0,0502 (0,2416)	0,1223 (0,3222)	0,0482 (0,2426)	-0,1808 (0,3404)
Aantal OBS		-0,2104 (0,6048)		
Drukbezet bestuur			0,1358 (1,3397)	
Drukbezet bestuur familiebedrijven				2,2405 (1,5266)
R²	0,02	0,0206	0,0211	0,0404
N	335	335	335	155

Tabel 4: Regressieresultaten op ROA (p-waarde < 0,05 = ** en p-waarde < 0.01 = *)**

Uit tabel 4 kan afgeleid worden dat de onafhankelijke variabelen (aantal onafhankelijke bestuurders, drukbezet bestuur en drukbezet bestuur in familiebedrijven) geen significante invloed uitoefenen op de ROA. Hieruit kunnen we concluderen dat hypothese 1, hypothese 2 en hypothese

3 verworpen kunnen worden. Met andere woorden wil dit zeggen dat het aantal onafhankelijke bestuurders en het hebben van een drukbezet bestuur bij familiebedrijven als niet-familiebedrijven geen verband vertonen met de ROA.

6.3.2 Verschillende modellen en ROE

De LM test maakt het mogelijk om een keuze te maken tussen de *pooled OLS* (=nulhypothese) en *random effects model* (=alternatieve hypothese). Na het uitvoeren van deze test bekomen we voor de vier modellen dezelfde p-waarden, namelijk 0,00. Deze waarden zijn steeds kleiner dan 0,05 waardoor de nulhypothese (=pooled OLS) wordt verworpen op 5% significantieniveau. Met andere woorden betekent dit dat we geen gebruik mogen maken van de *pooled OLS* voor de vier regressiemodellen.

Na het uitvoeren van de *LM test* wordt de *Hausman test* toegepast. Deze geeft de p-waarden 0,4430, 0,6410, 0,4407 en 0,5652. De bekomen waarden zijn steeds groter dan 0,05. Dit betekent dat voor de vier modellen de nulhypothese (=random effects model) niet verworpen wordt op 5% significantieniveau. Bijgevolg zal de *random effects model* toegepast worden voor de vier modellen.

Ook wordt er getoetst op autocorrelatie. Voor de vier modellen zijn de bekomen chi-kwadraatwaarden gelijk aan 0. Bijgevolg wordt de nulhypothese (=geen autocorrelatie) verworpen op 5% significantieniveau.

Als laatst wordt getoetst op heteroscedasticiteit. De bekomen chi-kwadraatwaarden 0,2976, 0,3462, 0,1724 en 0,2422 voor respectievelijk model 1, model 2, model 3 en model 4. Deze waarden zijn steeds groter dan 0,05 dewelke betekent dat er sprake is van homoscedasticiteit.

Uit tabel 5 kan afgeleid worden dat de grootte van het bedrijf positief is op 1% significantieniveau voor model 1, model 2 en model 3. Dit wil zeggen dat naarmate een bedrijf groter is, de ROE ook zal stijgen. De onafhankelijke variabelen (aantal onafhankelijke bestuurders, drukbezet bestuur en drukbezet bestuur in familiebedrijven) vertonen geen significante invloed op de ROE. Bijgevolg kunnen we concluderen dat hypothese 1, hypothese 2 en hypothese 3 verworpen kunnen worden. Dit wil met andere woorden zeggen dat het aantal onafhankelijke bestuurders en het hebben van een drukbezet bestuur bij familiebedrijven als bij niet-familiebedrijven geen verband vertonen met de ROE.

Regressor	Model 1 (RE)	Model 2 (RE)	Model 3 (RE)	Model 4 (RE)
Constance	6,9722 (4,5775)	6,6853 (4,6167)	6,8098 (4,7629)	12,7876 (8,199)
Jaar				
2	1,5215 (1,9976)	1,5305 (1,998)	1,5257 (2,0004)	1,3468 (2,6265)
3	0,9594 (1,9911)	0,9429 (1,9916)	0,9637 (1,9938)	0,0242 (2,6194)
4	0,352 (1,9943)	0,423 (1,9979)	0,3681 (2,0006)	1,1103 (2,6211)
5	0,5871 (2,0086)	0,6371 (2,0106)	0,6155 (2,0228)	-0,4401 (2,6334)
Grootte bedrijf	0,0005*** (0,0002)	0,0005*** (0,0002)	0,0005*** (0,0002)	0,0002 (0,0002)
Leeftijd bedrijf	-0,0093 (0,0609)	-0,0135 (0,061)	-0,0091 (0,0611)	-0,0535 (0,0859)
Omvang RvB	-0,1167 (0,4183)	-0,3222 (0,5313)	-0,1175 (0,419)	-0,1545 (0,6662)
Aantal OBS		0,5906 (0,9494)		
Drukbezet bestuur			0,2655 (2,0421)	
Drukbezet bestuur familiebedrijven				2,0798 (2,7574)
R²	0,08	0,0875	0,083	0,0186
N	335	335	335	155

Tabel 5: Regressieresultaten op ROE (p-waarde < 0,05 = ** en p-waarde < 0,01 = ***)

6.3.3 Verschillende modellen en Tobin's Q

Na de uitvoering van de LM test wordt het mogelijk om een keuze te maken tussen de *pooled OLS* (=nulhypothese) en *random effects model* (=alternatieve hypothese). De p-waarden voor de vier modellen zijn steeds 0,00. Deze waarden zijn steeds kleiner dan 0,05 waardoor de nulhypothese (=pooled OLS) wordt verworpen op 5% significantieniveau. Dit betekent dat de *pooled OLS* niet mag gebruikt worden.

Vervolgens wordt de *Hausman test* uitgevoerd. Deze weergeeft voor de eerste twee modellen een p-waarde van 0,3761 en 0,4427. Deze waarden zijn groter dan 0,05 dus wordt de nulhypothese (=random effects model) niet verworpen op 5% significantieniveau. Bijgevolg wordt voor model 1 en model 2 de *random effects model* gebruikt. Voor model 3 en model 4 zijn respectievelijk 0,0217 en 0,0185 p-waarden geldig. Deze waarden zijn kleiner dan 0,05. Bijgevolg wordt de nulhypothese (=random effects model) verworpen op 5% significantieniveau. Hierdoor wordt voor deze modellen gebruik gemaakt van de *fixed effects model*.

Verder wordt er ook getoetst op autocorrelatie. Voor de vier modellen zijn de bekomen chi-kwadraatwaarden gelijk aan 0. Bijgevolg wordt de nulhypothese (=geen autocorrelatie) verworpen op 5% significantieniveau.

Tot slot wordt getoetst op heteroscedasticiteit. De bekomen chi-kwadraatwaarden zijn voor model 1; 0,1296, model 2; 0,4177, model3; 0,2591 en model 4; 0,3219. Deze waarden zijn steeds groter dan 0,05 dus is er sprake van homoscedasticiteit.

Tot slot kan er uit tabel 6 afgeleid worden dat de onafhankelijke variabelen, aantal onafhankelijke bestuurders en drukbezet bestuur in familiebedrijven geen significante invloed uitoefenen op de Tobin's Q. De onafhankelijke variabele drukbezet bestuur is negatief op 1% significantieniveau. Uit model 3 blijkt dat indien de raad van bestuur drukbezet is, de ondernemingswaarde daalt. Deze bevinding is in samenhang met de *busyness* hypothese. Volgens deze theorie hebben drukke bestuurders een te hoge werkdruk doordat ze in het bezit zijn van meerdere mandaten. Hierdoor hebben deze bestuurders onvoldoende tijd om hun verplichtingen als bestuurder te vervullen (Adams et al., 2010). Hiernaast zijn ze minder vaak aanwezig op bestuursvergaderingen waardoor ze passief zijn tijdens bedrijfsbeslissingsprocessen (Stuart, 2017). Bijgevolg hebben drukbezette besturen een negatieve invloed op ondernemingswaarde (Fich & Shivdasani, 2006).

Hiernaast zien we dat de leeftijd van het bedrijf positief is op 1% significantieniveau voor model 4. Naarmate familiebedrijven ouder worden beschikken ze over meer ervaring. Hierdoor herkennen ze opportuniteiten sneller. Zo zullen deze bedrijven nieuwe technologieën sneller implementeren (Acemoglu et al., 2006). Hiernaast beschikken deze bedrijven over meer kennis omdat ze langer operationeel zijn (Cucculelli et al., 2014).

Tot slot worden hypothese 1, hypothese 2 en hypothese 3 verworpen. Dit betekent dat het aantal onafhankelijke bestuurders en een drukbezet bestuur bij familiebedrijven als niet-familiebedrijven geen verband vertonen met de Tobin's Q. Terwijl de aanwezigheid van een drukbezet bestuur een significant negatieve invloed uitoefent op ondernemingswaarde.

Regressor	Model 1 (RE)	Model 2 (RE)	Model 3 (FE)	Model 4 (FE)
Constante	3,1284 (2,9799)	3,0039 (3,0079)	55,2916 (32,9631)	-6,0248 (1,6987)
Jaar				
2	-0,0305 (2,8611)	-0,0236 (2,8614)	-1,0249 (2,5881)	0,1964 (0,1081)
3	-0,0475 (2,8588)	-0,0551 (2,8592)	-2,062 (2,4583)	0,1821 (0,1027)
4	-0,4743 (2,8592)	-0,4357 (2,8612)	-3,8581 (2,5618)	-0,1467 (0,1063)
5	4,6581 (2,8624)	4,6866 (2,8637)	0 (omitted)	0 (omitted)
Grootte bedrijf	-0,0001 (0,0009)	-0,0008 (0,0009)	-0,0001 (0,0001)	-0,0004 (0,0003)
Leeftijd bedrijf	-0,0223 (0,0283)	-0,0244 (0,0291)	-0,9847 (0,7192)	0,1384*** (0,0301)
Omvang RvB	-0,841 (0,2662)	0,1969 (0,3905)	-0,337 (0,8049)	-0,0188 (0,0384)
Aantal OBS		0,3131 (0,7901)		
Drukbezet bestuur			-8,4243*** (3,1779)	
Drukbezet bestuur familiebedrijven				-0,0768 (0,1329)
R²	0,0181	0,0184	0,0153	0,0225
N	335	335	335	155

Tabel 6: Regressieresultaten op Tobin's Q (p-waarde < 0,05 = ** en p-waarde < 0.01 = ***)

7. Algemeen besluit

7.1 Conclusie

Het doel van deze masterproef is het proberen formuleren van een antwoord op de centrale onderzoeksvraag. De onderzoeksvraag van dit onderzoek luidt als de invloed van een hiërarchie in de raad van bestuur en onafhankelijke bestuurders op de ondernemingswaarde. Voor het beantwoorden van de centrale onderzoeksvraag zijn er verschillende hypothesen opgesteld. Om deze hypothesen te toetsen zijn er data verzameld van 67 beursgenoteerde Belgische bedrijven. Verder wordt de hiërarchie gemeten op basis van het aantal mandaten van bestuurders. Drukke bestuurders worden in dit onderzoek hoger op de hiërarchische ladder geplaatst omwille van hun ervaring en expertise.

In de eerste hypothese wordt het verband tussen onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde onderzocht. Er is veel onderzoek geweest omtrent deze vraagstelling. Desondanks is er geen éénduidige resultaat terug te vinden (Luan & Tang, 2007). Zo wordt er enerzijds een negatieve relatie verwacht (Bathala & Rao, 1995). Anderzijds zijn er heel wat studies die een positief verband vaststellen tussen het aantal onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde (Adams & Lamont, 2003; Chen & Ching, 2004; Giraldez & Hurtado, 2014). Ook in dit onderzoek werd een positief verband verwacht tussen het aantal onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde. De bekomen resultaten vertoonden echter geen significantie. Bijgevolg concluderen we dat er geen verband bestaat tussen onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde. Dit wil met andere woorden zeggen dat een hoger percentage van onafhankelijke bestuurders niet leidt tot betere bedrijfsprestaties. De bekomen resultaten zijn in overeenstemming met de onderzoeken van Dalton et al. (1999) en Peng (2004) die ook geen verband vaststelden. Een mogelijke verklaring voor mijn resultaat kan de beperkte tijdsperiode zijn. Hiernaast kunnen er betere maatstaven bestaan voor het meten van het verband tussen onafhankelijke bestuurders en ondernemingswaarde.

In de tweede hypothese wordt de relatie onderzocht tussen een drukbezet bestuur en ondernemingswaarde. Drukbezet bestuur wordt in dit onderzoek omschreven als een bestuur waarin tenminste vijftig procent van de bestuurders drukbezet zijn (Fich & Shivdasani, 2004). Hiernaast wordt een bestuurder als drukbezet omschreven indien deze meer dan drie mandaten bezit (Core et al., 1999; Ferris et al., 2003; Fich & Shivdasani, 2004). In de literatuur komen twee belangrijke hypothesen naar voor. Enerzijds is er de *reputation hypothesis*. Deze stelt dat drukbezette bestuurders de ondernemingswaarde verhogen doordat ze over meer kwaliteit en een betere reputatie beschikken (Liang et al., 2018). Anderzijds is er de *busyness hypothesis*. Deze beweert dat drukbezette bestuurders de ondernemingswaarde negatief beïnvloeden doordat ze onvoldoende tijd hebben om hun verplichtingen na te komen. In dit onderzoek werd een positieve relatie verwacht tussen de aanwezigheid van een drukbezet bestuur en ondernemingswaarde. Deze assumptie is als volgt tot stand gekomen. Drukbezette bestuurders beschikken over meer ervaring, kennis en reputatie. Hierdoor worden ze hoger op de hiërarchische ladder geplaatst (He & Huang, 2011). Bijgevolg beïnvloeden deze bestuurders het besluitvormingsproces sterker (Zhu et al., 2016). De bekomen resultaten tonen echter een negatief verband op 1% significantieniveau tussen een drukbezet bestuur en Tobin's Q (=ondernemingswaarde). Dit wil met andere woorden zeggen

dat indien de raad van bestuur drukbezet is, de ondernemingswaarde zal dalen. Deze conclusie is in overeenstemming met de *busyness hypothese* en verwerpt bijgevolg de *reputation hypothese*.

Tot slot wordt in de derde hypothese de relatie tussen een drukbezet bestuur in familiebedrijven en ondernemingswaarde onderzocht. Familiebedrijven vormen een belangrijke steunpilaar voor de hedendaagse samenleving. Ze zorgen namelijk voor grote werkgelegenheden (Culasso et al., 2012). Binnen deze bedrijven is er echter vaak onvoldoende kennis en ervaring beschikbaar (Vanderkerkhof et al., 2014). Bijgevolg is het rekruteren van drukbezette onafhankelijke bestuurders belangrijk voor de verdere ontwikkeling van familiebedrijven (Block, 2011). Deze bestuurders beschikken namelijk over belangrijke kennis en vaardigheden door hun ervaringen. Bijgevolg werd er een positief verband verwacht tussen een drukbezet bestuur in familiebedrijven en ondernemingswaarde. De resultaten vertoonden echter geen significantie. Hierdoor wordt er besloten dat er geen verband bestaat tussen een drukbezet bestuur in familiebedrijven en ondernemingswaarde. Dit wil met andere woorden zeggen dat de aanwezigheid van een drukbezet bestuur in familiebedrijven niet gerelateerd is aan betere bedrijfsprestaties.

7.2 Beperkingen

Het doel van dit onderzoek is het proberen formuleren van een representatief en betrouwbaar antwoord op de centrale onderzoeksvraag. Maar er zijn beperkingen zoals dat het geval is voor alle onderzoeken.

De methode van dataverzameling kan beschouwd worden als een eerste beperking. Er werd gebruik gemaakt van de Belfirst database voor het verzamelen van data. De focus werd gelegd bij beursgenoteerde Belgische bedrijven. Bijgevolg werden niet-beursgenoteerde bedrijven buiten beschouwing gelaten. Dit betekent dat de resultaten niet alle bedrijven kunnen vertegenwoordigen. Het opnemen van zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde bedrijven tot de dataset kan een meer betrouwbaar onderzoek tot stand brengen. Hiernaast zijn slechts 67 beursgenoteerde Belgische bedrijven opgenomen tot de dataset. De steekproefomvang zou voor andere onderzoeken uitgebreid kunnen worden. Voor dit onderzoek was het echter ondoenbaar om alle Belgische beursgenoteerde bedrijven op te nemen tot de dataset. Dit komt doordat de nodige informatie niet altijd beschikbaar was. Hierdoor zijn deze resultaten zeker niet te veralgemenen. De resultaten kunnen namelijk verschillen naarmate meer bedrijven worden opgenomen tot het onderzoek.

Vervolgens kan de gekozen tijdsperiode beschouwd worden als een tweede beperking. De periode 2013-2017 geldt als tijdspanne voor dit onderzoek. Een tijdspanne van 10, 15 of 20 jaar zou meer observaties opleveren. Er werd in dit onderzoek geopteerd voor een periode van vijf jaar omwille van het gebrek aan tijd en het ontbreken van gegevens voor bepaalde jaren.

Het vaststellen van het aantal mandaten per bestuurder kan beschouwd worden als een derde beperking. Zo bezitten verschillende bestuurders mandaten in zowel de moeder- als dochtervennootschap van een groep. In dit onderzoek worden dergelijke mandaten beschouwd als zijnde één mandaat. Verder wordt een mandaat opgenomen tot de dataset indien deze tijd en energie kost voor de bestuurder. Hiernaast is op te merken dat zeker niet alle mandaten van de bestuurders zijn opgenomen tot de dataset. Zo zijn er verschillende bestuurders die ook mandaten

hebben in het buitenland of in andere niet-beursgenoteerde ondernemingen dewelke niet worden vermeld in jaarverslagen of jaarrekeningen. Binnen deze dataset wordt geen rekening gehouden met dergelijke mandaten. Indien deze mandaten wel worden opgenomen, kunnen er meer correcte conclusies getrokken worden.

De vierde beperking houdt in dat er geen rekening werd gehouden met de nieuwste editie van de *corporate governance* code (code 2020). De publicatie van de nieuwe editie gebeurde tijdens de afronding van deze masterproef. Bijgevolg werd deze vernieuwde versie niet toegepast.

Tot slot kan het interessant zijn voor verder onderzoek om te focussen op bestuurders die vorig jaar als drukbezet werden bestempeld en dit jaar niet meer drukbezet zijn. Deze bestuurders beschikken over dezelfde netwerken, kennis en ervaring als eerder. Bijgevolg kan het interessant zijn om te achterhalen welke bijdragen dergelijke bestuurders leveren aan de waarde van een bedrijf.

8. Referentielijst

- Acemoglu, D., Aghion, C., Lelarge, J., Reenan V. & Zilibotti, F. (2006). Technology information and the decentralization of the Firm. *NBER Working Paper*.
- Adams, G. & Lamont, B. (2003). Knowledge Management Systems and Developing Sustainable Competitive Advantage, *Journal of Knowledge Management*, 7, p.142-154.
- Allouche, J., Amann, B., Jaussaud, J. & Kurashina, T. (2008). The impact of family control on the performance and Financial Characteristics of Family Versus Non Family Businesses in Japan. *Family Business Review*, 21 (4), p.315-329.
- Al Mehairi, H. A. (2013). Cultural influences on Knowledge Sharing Behaviours Through Open System Vs. Closed System Cultures: The Impact of Organisational Culture on Knowledge Sharing. *Proceedings of the International Conference on Intellectual Capital, Knowledge Management & Organizational Learning*, p 475-481.
- Anderson, C. & Reeb, M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), p1300-1325.
- Astrachan, J., Klein, S. & Smyrnios, K. (2002). The F-PEC scale of family influence: a proposal for solving the family business problem. *Family Business Review*, 15(1), p45-58.
- Astrachan, J. & Shanker M., 2003. Family Businesses contribution tot he US economy: a closet look. *Family Business Review*, 16 (3). P. 211-219.
- Bathala,C. & Rao, R. (1995). The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective, *Managerial and Decision Economics*, 16, p59-69.
- Barontini, R., & Caprio, L. (2006). The effect of family control on firm value and performance evidence from Continental Europe. *European Financial Management*, 12, p689-723.
- Blader, S. & Chen, Y. (2011). What influences how higher-status people respond to lower-status others? Effects of procedural fairness, outcome favorability, and concerns about status. *Organization Science*, 22(4), p.1040-1060.
- Bettinelli, C. (2011). Board of Directors in Family Firms: An Exploratory Study of Structure and Group Process. *Family Business Review*. 24(2), p151-169.
- Booth, A. & Deli, C. (1995). *Union Membership and Wage Bargaining When Membership is Not Compulsory*, *Economic Journal*, 105 (429), 345.
- Borenstein, M., Hedges, L., Higgins, P. & Rothstein, H. (2009). Introduction to Meta-Analysis. *John Wiley & Sons Ltd*.

- Buyse, B. (2017). Code Buyse 3 : *Corporate Governance* aanbevelingen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Opgevraagd op 7 maart, 2018, via: http://www.codebuyse.com/downloads/CodeBuyseIII_NL.pdf
- Brady, M. (2009). Family Businesses Better Positioned In Bad Economy. *Private Asset Management*.
- Caers, R., Du Bois, C., Jegers, M., De Gieter, S. & Schepers, C. (2006). Principal-agent Relationships on the Stewardship-Agency Axis. *Nonprofit Management and Leadership*, 17, p.25-47.
- Cashman, G. (2012). Acknowledging Contributions tot he Real Estate Literature. *Journal of Real Estate Literature Literature*.
- Chen, J. & Ching, R. (2004). An Empirical Study of The Relationship of IT Intensity and Organizational Absorptive Capacity on CRM Performance, *Journal of Global Information Management*, 12, p.1-17.
- Chrisholm, A. & Nielsen, K. (2009). Social Capital and the Resource-Based View of the Firm. *International studies of management & organization*. P.7-32.
- Chrisman, J., Chua, J., & Litz, R. (2004). Comparing the Agency Costs of Family and Non-Family Firms: Conceptual Issues and Exploratory Evidence, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28 (4), p. 335-355.
- Chrisman, J., Chua, J., Kellermans, F. & Chang, E. (2007). Are family managers agents or stewards? An explotary study in privately held family firms, *Journal of Business Research*, 60, 1030-1037.
- Ceysens, P. (2008). Witboek Familiebedrijven. Ondernemen en Internationaal Ondernemen, Vlaamse overheid, D/2008/3241/225.
- Cohen, S., Bailey, D. (1997). What makes teams work: Group effectiveness research from the shop floor to the executive suite. *Journal of Management*, 23, P. 239-290.
- Cohen, S., Krisnamoorthy, G. & Wright, A.M. (2002). *Corporate governance* and the audit process. *Contemporary Accounting Research*, 19 (4), P.573-594.
- Commissie *Corporate Governance* voor beursgenoteerde ondernemingen (2009). Opgevraagd op 4 maart, 2018, via <https://www.corporategovernancecommittee.be/nl/over-de-code-2009/belgische-corporate-governance-code-2009>
- Compernelle, T. (2002). Successiegids voor families met een bedrijf. Lannoo, Tielt, 2002.

- Core, J., Holthausen, R. & Larcker, D. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance (1999). *Journal of Financial Economics*. 51 (3), p 371-406.
- Corbetta, G. & Salvato, C. The Board of Directors in Family Firms: One Size Fits All? *Family Business Review*, 17 (2).
- Cucculelli, M., Mannarino, L., Pupo, V. & Ricotta, F. (2014). Owner management, Firm age and Productivity in Italian Family Firms.
- Culasso, F., Broccardo, L., Mazzoleni, A. & Giacosa, E. (2012). *Corporate Governance* in Listed Italian Family Firms: Impact on Performance and Comparison with Non-Family Firms. *Journal of Management & Change*, 29 (1), p.67-88.
- Dalton, D., Johnson, J. & Ellstrand, Q. (1999). Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis, *Academy of Management Journal*, 42, p.674-686.
- Davis, J., Schoorman, D. & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*. 22 (1), p20-47.
- Daspit, J., Chrisman, J., Sharma, P. & Pearson, A. (2017). A Strategic Management Perspective of The Family Firm: Past Trends, New Insights and Future Directions. *Journal of Managerial Issues*, 29, p6-29.
- Denis, D. & Mcconnell, J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*. 38 (1), p.1-36.
- Dimaggio, P. J. & Powell, W. W. (1983). The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism And Collective Rationality In Organizational Fields. *American Sociological Review*, 48, 147-160.
- Di Miceli da Silveira, A. (2013). The Enron Scandal a Decade Later: Lessons Learned? *Homo Oeconomicus*, 30 (3).P315-347.
- Donaldson, L. & Davis, J. (1991). Stewardship theory or Agency theory: CEO *governance* and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16 (1). P49-65.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of management review*, 14 (1), 57-74.
- Elam, D., Madrigal, M. & Jackson, M. (2014). Olympus Imaging Fraud Scandal: A Case Study. *American Journal of Business Education*, 7 (4), p.325-332.
- Ersoy, H. & Koy, A. (2015). The Relationship between *CH.orporate* performance and Ownership Structure: Evidence from Turkey. *Emerging Markets Journal*, 5(2). P.9-18.

Faccio, M. & Lang, H. (2001). The Ultimate ownership of Western European Corporations. *Financial Economics* 65 (3), p.365-395.

Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law & Economics*. 26, p.301-325.

Ferris, S., Pritchard, A., Jagannathan, M. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *Journal of Finance*. 58(3), p.1087-1111.

Fich, E., & Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of Finance*, 61, p.689-724.

Forbes, D. & Milliken, F. (1999). Cognition and *corporate governance*: Understanding board of directors as strategic decision - Making groups. *Academy of Management Review*, 24(3),p. 489-505.

Giraldez & Hurtado (2014). Do Independent directors protect shareholder value? *Business Ethics: A European Review*. 23 (1), p.91-107.

Gould, R. (2002). The Origins of status hierarchy: A formal theory and empirical test. *American Journal of Sociology*. 107, p1143-1178.

Gua, L., Lach, P. & Mobbs, S. Tradeoffs between Internal and External *Governance*: Evidence from Exogenous Regulatory Shocks. *Financial Management*, 44 (1), p81-114.

Guberna & VBO (2013). Goed bestuur in beursgenoteerde ondernemingen. Wie zit er in de cockpit van uw onderneming? Opgevraagd op 5 april, 2018. Via: https://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/study/board_insights_ii_-_de_samenstelling_van_de_raad_van_bestuur_bij_beursgenoteerde_ondernemingen.pdf.

Guberna & VBO (2018). Onafhankelijke bestuurder in de publieke sector, wat betekent dit? Opgevraagd op 25 december 2018. Via: <https://www.guberna.be/sites/default/files/newsflash/Tool%20independent%20director-%20NL-print.pdf>

Guest, P. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *European Journal of Finance*, 15, p385-404.

Gul, F. & Leung, S. (2004). Board Leadership, Outside Directors Expertise and Voluntary *Corporate Disclosures*, *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, p.351-379.

Hagel, J., Brown, J. & Davison, L. (2010). The best way to measure company performance. *Harvard review*.

- Hauser, T. (2018). Annual Review: Developmental Computational psychiatry
- Harris, I. & Shimizu, K. Too Busy To Serve? An examination of the influence of Overboarded Directors. *Journal of Management Studies*, 41 (5).
- He, J. & Huang, Z. (2011). Board informal hierarchy and firm financial performance: exploring a tacit structure guiding boardroom interactions. *Academy of Management Journal*, 54(6).
- Hermalin & Weisbach (1991). The effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance, *Journal of Financial Management*. 20 (4), p.101-112.
- Hillman, A. & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28 (3), p383-396.
- Hofstede, G. & Minkov, M. (2010). *Cultures and Organisations: Software of the Mind*, Third edition. New Zealand.
- Hopt, K., & Leyens, P. (2004). Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France and Italy. *European Company & Financial Law Review*. 1(2), p.135-168.
- Huang, P.; Louwers, T.;; Moffitt, J. & Zhang, Y. (2008). Ethical management, corporate governance, and abnormal accruals. *Journal of Business Ethics*, 83 (3), p. 35-46.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate Governance: An International Review*, 6 (2). P101 – 111.
- Huse, M. (2005). Accountability and creating accountability: A framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. *British Journal of Management*, 16 (1), p.61-63.
- Jackson, S. (1992). Consequences of group composition for the interpersonal dynamics of strategic issue processing. *Advances in strategic management*, 4, P. 345-382.
- Jaggi, B, Leung, S. & Gul, F. (2009) Family control, board independence and earnings management evidence based on Hong Kong firms. *Journal of accounting and public policy*, 28 (4).
- Janis, I. (1983). *Groupthink: Psychological studies of policy decisions and fiascoes*. Boston: Houghton Mifflin.
- Jason, S. & McCarley, S. (2013) Keeping under cognitive load: performance changes and mechanisms. *The Journal of the Human Factors*.

- Jehn (1995). An assessment of Meyer and Allen's three component model of organizational commitment and turnover intentions. *Proceedings of the Academy of Management*, P317-321.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), p.305-360.
- Jensen, M. (2001). Value Maximalisation, stakeholder theory and the *corporate* objective function. *European Financial Management*, 3 (4). P305-314.
- Jetten, J. Mcauliffe, B., Hornsey, M. & Hogg, M. (2006). Differentiation between and within groups: the influence of individualist and collectivist group norms. *Journal of Theoretical Social Psychology*. 36 (6).
- Jiraporn, P. Davidson, W., Dadalt, P. & Ning, Y. (2009) Too busy to show up? An analysis of directors absences. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2009. 49 (3). P.1159-1171.
- Jorissen, A., Laveren, E., Martens, R. and Reheul, A. (2001). Differences between Family and Non- family Firms. 'Real' versus 'Sample-based' differences. Faculty of Applied Economics: Antwerp.
- Kiel, C. & Nicholson, J. (2006). Evaluating and board and directors. *Corporate governance: an international governance advisor*, 19 (3), p.8-12.
- Klein, L. (2016). The Survival Of Interorganizational Networks: A proposal based on Resource Dependence Theory. *Revista de Administracao Mackenzie*, 17(4), 153-175.
- Kress, J. (2018). Board to Death: How Busy Directors Could Cause the Next Financial Crisis. *Ross School of Business*, 1370.
- Lambrecht, J., & Molly, V. (2011). Het economische belang van familiebedrijven in België, Kortrijk, FBNet Belgium.
- Lawrence T. B., Shadnam M. (2008). Institutional theory. In Donsbach W. (ed.), *The international encyclopedia of communication*, P2288-2292. UK, Blackwell publishing Ltd.
- Lei, A. & Deng, J. (2014). Do Multiple Directorships Increase Firm Value? Evidence from Independent Directors in Hong Kong. *Journal of International Financial Management & Accounting*. 25 (2). P.121-181.
- Lee, J. (2004). The effects of family ownership and management firm performances, *Advanced Management Journal*, 69 (4), p.46-52.
- Linck, J., Netter, J., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of Financial Economics*, 87.p.308-328.

- Luan, C. & Tang, M. (2007). Where is Independent Director Efficacy? *Corporate Governance: An International Review*, 15 (4), p.636-643.
- Lubatkin, M., Schulze, W., Lin, Y. & Dino, R. (2005). The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms, *Journal of Organizational Behavior*, 26 (3), p.313-330.
- Lubatkin, M., Lane, P., Collins, S., & Very, P. (2007). An embeddedness framing of governance and opportunism: Towards a cross-nationally accommodating theory of agency. *Journal of Organizational Behavior*, 28 (1), 43-58.
- Lunati, M. (1997). *Ethical Issues in Economics: From Altruism to Cooperation to Equity*, Macmillan Press.
- Middlebrooks, C., Kerr, T. & Castel, A. (2017). Selectively Distracted: Divided Attention and Memory for Important Information. *Journal Indexing and Metrics*.
- Miles, S. (2012). Stakeholders: Essentially contested or just confused? *Journal of Business Ethics*, 108, 285-298.
- Miles, S. (2017), Stakeholder Theory Classification: A Theoretical and Empirical Evaluation of Definitions. *Journal of Business Ethics*, 142 (3). P437-459.
- Minichelli A., Zattoni, A. & Zona, F. (2008). Making Boards effective: an empirical examination of board task performance. *British journal of management*, 20 (1), 55-74.
- Miwa, Y. & Ramseyer, J. (2000). Corporate Governance in Transitional Economics: Lessons from the Prewar Japanese Cotton Textile Industry. *The Journal of Legal Studies*, 29, p.171-203.
- Oswald, S. Muse, L. & Rutherford, M. (2009). The influence of Large Stake Family Control of Performance: Is it Agency or Entrenchment? *Journal of Small Business Management*, 47 (1), p.116-130.
- Pacioli (2010). *De alarmprocedure: een belangrijke aanleiding tot bestuurdersaansprakelijkheid*. Opgevraagd op 16 maart, 2018, via http://www.bibf.be/uploads/documents/doc_2643.
- Palepu, K. & Khanna, T. (2010). *Winning in emerging markets: a road map for strategy and execution*. Harvard Business Press.
- Peng, M. (2004). Outside Directors and Firm Performance during Institutional Transitions, *Strategic Management Journal*, 25, p.453-471.
- Perricone, J., Earle, J. & Taplin, I. (2001). Patterns of succession and continuity in family owned businesses. *Family Business Review*, 14 (2), p.105-120.

Phillips, R., Freeman, R. & Wicks, A. (2003). What stakeholder theory is not. *Business Ethics Quarterly*, 13 (4), p479-502.

Pradit, W. & Jiraporn, P. (2018). Are Busy Directors Harmful or Helpful? Evidence from the Great Recession. *Journal of Economic Analysis & Policy*. 18 (2), p.11.

Pulliam, S. & Solomon, D. (2002), Uncooking the books: how three unlikely sleuths discovered fraud at Worldcom – Company’s own employees sniffed out cryptic clues and followed hunches – Ms. Cooper says no to her boss. *The Wallstreet Journal*.

Rodriguez-Dominguez, L., Gallego-Alvarez, I., & Garcia-Sanchez, I. (2009). *Corporate governance* and codes of ethics. *Journal of Business ethics*, 90 (2), p.187-202.

Roberts, J., McNulty, T. & Stiles, P. (2005). Beyond Agency Conceptions of the Work of the Non-Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom. *British Journal of Management*, 16, p 5-26.

Rouyer, E. Family ownership and busy board: impact on performance (2016). Department of Internation Business.

Rubino, F., Tenuta, P. & Cambrea, R. (2017). Board characteristics effects on performance in family and non family business: a multi theoretical approach. *Journal of management & Governance*. 21 (3), p.623-658.

Ruppel, C. & Harrington, S. (2001). Sharing Knowledge Through Intranets: A Study of Organizational Culture and Intranet Implementation. *IEE Transactions on Professional Communication*, 44 (1), p37.

Salomo, S., & Kock, A. (2011). Top management team diversity and strategic innovation orientation : the relationship and consequences for innovativeness and performance. *Journal of product innovation management*. 28 (6), 819-832.

Sarkar, J. & Sarkar, S. (2009). Multiple board appointments and firm performance in emerging economies: Evidence from India. *Pacific Basin Finance Journal*. 17 (2), p.271-293.

Scharff, L. & Heft I. (2017). Aligning Best Practices to Develop Targeted Critical Thinking Skills and Habits. *Journal of the Scholarship of Teaching and Learning*, 17(3) p.48-67.

Sciascia, S. & Mazolla, P. (2008). Family involvement in ownership and management: Exploring nonlinear effects on performance. *Family Business Review*, 21 (4), p.331-345.

Shleifner, A. & Vishny, R. (1997). The limits of Arbitrage, *The Journal of Finance*, 52 (1).

Scott, W.R. (1995). *Institutions and organizations*. Thousand Oaks, California: Sage Publications, Inc.

- Schulze, W. , Dino, R. & Lubatkin, M. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms, *Journal of Business Venturing*, 18, p476-490.
- Shen, W (2005). Improve Board Effectiveness: The Need for Incentives. *British Journal of Management*, 16, p. 81-89.
- Shleifer, A. & Vishny, R. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*. 52 (2). P.737-783.
- Starik, M. (1995). Should trees have managerial standing? Towards stakeholder status for nonhuman nature. *Journal of Business Ethics*, 14, 207-217.
- Stock, J. & Watson, M. (2011). Introductions to econometrics. *Boston: Pearson International edition*.
- Teo, H. H., Wei, K. K. & Benbasat, I. (2003). Predicting Intention To Adopt Interorganizational Linkages: An Institutional Perspective. *Mis Quarterly*, 27, 19-49.
- Tobin, J. & Brainard, W. (1968) Pitfalls in Financial Model-Building. *Foundation for Research in Economics*.
- Vanderkerkof, P., Stejjijvers, T., Hendriks, W.& Voordeckers, Wim (2014). The effect of organizational charecteristics on the appointment of nonfamily managers in private family firms: The moderating role of socioemotional wealth. *Family business review*.
- Vladu, A. Corporate Governance Mechanisms and Earnings Management: A State Of The Art (2015). *Annals Of the University of Oradea*, 24 (1), p.983-990.
- Wetboek van Vennootschappen (1999). Opgevraagd op 1 maart, 2018, via: http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&table_name=wet&cn=1999050769
- Werner, N. (2008). Resource Dependency Theory – How well Does It Explain Behaviour of Organizations? *Management Revue*, 19 (1/2), p.9-32.
- Williams, K. & O'Reilly, C. (1998). Group demography and innovation: Does diversity help? *Research on Managing groups and teams*.
- Wuerges, A. & Borba, J. Accounting fraud: an estimation of detection probability. *Revista Brasileira de Gestao de Negocios*, 16(52), p.466-483.
- Zhang, H., Gao, S., Seiler,M. & Jiawei,C. (2016). Ownership Structure, Diversification, and Corporate Performance Based on Structural Equation Modeling. *Journal of Real Estate Portfolio Management* 22(1). P.63-73.

Zhu, J., Ye, K., Tucker, J. & Chan, K. (2016) Board hierarchy, independent directors, and firm value: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*. 41, p.262-279.

Zona, F. & Zattoni, A. (2007). Beyond the black box of demography: board processes and task effectiveness within Italian firms. *Corporate governance: an international review*, 15 (5), p852-864.