



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Drukbezette bestuurders en dividendpolitiek in Belgische beursgenoteerde bedrijven

Mirthe Lemmens

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VORDECKERS

BEGELEIDER :

Mevrouw Hannah VERLEYE



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be

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

2022
2023



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Drukbezette bestuurders en dividendpolitiek in Belgische beursgenoteerde bedrijven

Mirthe Lemmens

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de handelswetenschappen, afstudeerrichting
accountancy, financiering en fiscaliteit

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VOORDECKERS

BEGELEIDER :

Mevrouw Hannah VERLEYE

Woord vooraf

Deze masterproef vormt een afsluiting van mijn masteropleiding Handelswetenschappen met afstudeerrichting Finance aan de Universiteit van Hasselt. Ik wil graag een dankwoord richten aan de mensen die mij ondersteund hebben tijdens het uitvoeren van dit onderzoek. Het was een zeer intensief, maar leerzaam proces. Onderstaande personen hebben bijgedragen aan de realisatie van dit werk, waarvoor ik hen oprecht wil bedanken.

Ik zou graag mijn promotor Prof. dr. Wim Voordeckers en mijn begeleider Hannah Verleye willen bedanken voor de kwaliteitsvolle begeleiding doorheen dit project. Hun deskundig advies en opbouwende feedback hebben ervoor gezorgd dat ik deze masterproef succesvol heb kunnen afronden.

Daarnaast wil ik graag mijn vrienden bedanken voor hun advies en motivatie gedurende het academiejaar. Ze hebben mij enorm ondersteund om deze masterproef te realiseren. Tenslotte wil ik ook graag mijn familie en partner bedanken voor de morele ondersteuning gedurende mijn academische loopbaan.

Mirthe Lemmens

Vliermaal, mei 2023

Samenvatting

De laatste jaren is het begrip 'corporate governance' niet meer weg te denken uit de bedrijfsvoering. Het belang van een deugdelijke en effectieve Raad van Bestuur is een topic dat steeds vaker in vraag wordt gesteld. Zo bestaat er een groeiend debat of meervoudige bestuursmandaten een positieve of een negatieve invloed uitoefenen op de ondernemingsprestaties. In de wetenschappelijke literatuur worden zowel voor- als nadelen aangehaald van drukbezette bestuurders. Ten aanzien van meerdere bedrijfsschandalen en liquidaties van succesvolle bedrijven was er nood aan een strengere wetgeving en aanbevelingen rond corporate governance, ook wel deugdelijk bestuur genoemd. Een bekend voorbeeld van zo een schandaal is het Amerikaanse energiebedrijf Enron. Dit bedrijf richtte onder andere dochtervennootschappen op om belastingen te ontduiken, bewijsmateriaal werd vernietigd en miljoenen euro's werden achtergehouden door managers. Het bedrijf had enorme verliezen en bovenstaande feiten toonden aan dat een deugdelijk bestuur ontbrak. Bovendien is corporate governance noodzakelijk voor de bescherming van de belangen van aandeelhouders, werknemers en andere belanghebbenden. Drukbezette bestuurders vormen een belangrijk onderdeel van de Raad van Bestuur, omdat ze de werking en de samenstelling ervan kunnen beïnvloeden. Hierdoor wordt er in diverse corporate governance wetten een limiet gekoppeld aan het aantal mandaten dat een bestuurder tegelijk mag uitvoeren. Soortgelijke schandalen hebben onder andere een aanzet gegeven voor de oprichting van nieuwe wetten inzake deugdelijk bestuur. Dankzij deze wetten zijn er stappen ondernomen om frauduleuze activiteiten te voorkomen. Bovenstaande feiten tonen aan dat drukbezette bestuurders een invloed hebben op de bedrijfsbeslissingen en prestaties. In deze masterthesis wordt de relatie tussen meervoudige bestuursmandaten en de dividendpolitiek bestudeerd in Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Via het dividendbeleid dat een onderneming hanteert, worden beslissingen genomen omtrent hoeveel van de behaalde winst uitgekeerd wordt aan de aandeelhouders of hoeveel winst er binnen de onderneming gehouden wordt. De dividendpolitiek wordt in dit onderzoek volgens verschillende invalshoeken onderzocht. Ten eerste wordt de keuze bestudeerd om al dan niet dividenden uit te keren en aandelen terug te kopen. Ten tweede wordt er belang gehecht aan het niveau van de dividenduitkering en de terugkoop van eigen aandelen. Ten slotte wordt de optie om aandeelhouders te vergoeden via een dividenduitkering of een terugkoop van eigen aandelen onderzocht.

Het onderzoek omtrent de meervoudige bestuursmandaten is gebaseerd op twee hypothesen die zeer bekend zijn in de academische literatuur, de *busyness hypothesis* en de *reputatiehypothesen*. Deze hypothesen geven een oordeel over de invloed van meervoudige bestuursmandaten op de effectiviteit van het bestuur. De busyness hypothese verklaart de negatieve effecten van drukbezette bestuurders. Deze hypothese stelt dat drukbezette bestuurders niet in staat zijn om hun functie op een efficiënte manier uit te voeren. Tijdsdruk vormt volgens diverse wetenschappelijke onderzoeken de voornaamste oorzaak (Kiel & Nicholson, 2006; Benson et al., 2022). Als gevolg hiervan zijn ze niet in staat om het management op een doeltreffende manier te monitoren en te adviseren. Bijkomend is het voor drukbezette bestuurders moeilijker om elke bestuursvergadering bij te wonen en deze op een effectieve manier voor te bereiden. Volgens het onderzoek van Latif et al. (2020) vormt de bedrijfsgrootte een element dat eventueel de activiteiten of de besluitvorming van een onderneming kan verhinderen. Een aanzienlijke bedrijfsgrootte brengt een verhoogde complexiteit

met zich mee, waardoor er extra monitoring en advisering vereist is. Deze elementen zorgen enkel voor een verhoging van de tijdsdruk, waardoor drukbezette bestuurders minder goed kunnen presteren. Dit geeft weer dat de combinatie van drukbezette bestuurders en grote ondernemingen een slechte koppeling kan zijn voor de doeltreffendheid van het bestuur. Omwille van bovenstaande bevindingen wordt er in dit onderzoek voldoende aandacht besteed aan de bedrijfsgrootte.

Tegenover de busyness hypothese staat de reputatiehypothese die de positieve effecten van meervoudige bestuursmandaten weergeeft. Door de ervaring die drukbezette bestuurders hebben opgedaan in diverse bedrijven, kunnen ze het management beter adviseren en controleren. Hoe meer bestuursmandaten een bestuurder uitoefent, hoe meer vraag deze bestuurder zal krijgen om te zetelen in verschillende raden van bestuur. Bovendien vormt deze vraag een weerspiegeling van de geschiktheid van de bestuurder. Doordat bestuurders met de juiste competenties en vaardigheden zeer gewenst zijn, zullen ze waarschijnlijk meer mandaten uitoefenen dan bestuurders met minder ervaring en capaciteiten. Verder zijn drukbezette bestuurders via hun connecties en naambekendheid in staat om toegang te verkrijgen tot externe middelen en ondersteuning te krijgen van externe belanghebbenden. Al deze positieve effecten zullen uiteindelijk resulteren in het nemen van betere ondernemingsbeslissingen, waardoor de bedrijfsprestaties kunnen verbeteren.

In beide hypothesen worden drukbezette bestuurders gelinkt aan de ondernemingsprestaties, die bijgevolg in direct verband staan met de dividendpolitiek. De reputatiehypothese vormt een verklaring voor het feit dat bedrijven met drukbezette bestuurders een hoger dividendbeleid hanteren. De busyness hypothese ondersteunt daarentegen de keuze van bedrijven om minder dividenden uit te keren en aandelen terug te kopen omwille van drukbezette bestuurders.

De dataset van dit onderzoek werd samengesteld aan de hand van beschikbare gegevens uit de Bel-first database (Bureau van Dijk). Overige gegevens werden verzameld via jaarrekeningen die beschikbaar werden gesteld via de kruispuntbank van ondernemingen. Alle niet-financiële Belgische beursgenoteerde bedrijven uit de database werden opgenomen, waardoor een steekproef van 100 bedrijven gevormd werd. De gegevens van deze dataset vormen de basis om de vooropgestelde hypothesen empirisch te testen. In het empirisch gedeelte van dit onderzoek worden zes afhankelijke variabelen getest ten opzichte van drie onafhankelijke variabelen via logistische en tobit regressies. Aan deze modellen worden de omvang van de Raad van Bestuur, de leeftijd van de onderneming en de groei van de activa toegevoegd als controlevariabelen. Na het uitvoeren van deze regressieanalyses wordt het model uitgebreid met de modererende variabele bedrijfsgrootte. Hierna werden er bijkomende testen uitgevoerd om te achterhalen of de bedrijfsgrootte de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen beïnvloedt.

Uit de logistische en tobit regressies kan geconcludeerd worden dat er geen significant verband aanwezig is tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Het bekleden van meervoudige bestuursmandaten zal dus geen invloed uitoefenen op het uitgevoerde dividendbeleid van een onderneming. Hiernaast kan er via de moderatie-analyses besloten worden dat deze relatie ook niet beïnvloed wordt door de bedrijfsgrootte. Op basis van deze bevindingen worden geen van beide hypothesen ondersteund door de data-analyse. Naast het toetsen van de hypothesen kunnen er wel enkele andere significante conclusies getrokken worden. Ten eerste werd er een positieve relatie aangetoond tussen de dividendpolitiek en de bedrijfsgrootte. Dit geeft weer dat grote bedrijven

geneigd zijn om meer dividenden uit te keren en meer eigen aandelen terug te kopen. Ten tweede werd er een positief significant resultaat aangetoond omtrent de leeftijd van de onderneming tijdens het uitvoeren van de logistische regressies. Uit deze test kon vastgesteld worden dat oudere bedrijven meer geneigd zijn om dividenden uit te keren en eigen aandelen terug te kopen. Ten slotte werd er gedurende het toetsen van een tobit regressie een negatief significant verband gevonden tussen de terugkoop van eigen aandelen en de groei van de activa. Hieruit kunnen we afleiden dat bedrijven minder geneigd zijn om eigen aandelen terug te kopen indien ze zich in een groeifase bevinden.

Tot slot zijn er een aantal beperkingen verbonden aan dit onderzoek. Ten eerste wordt er niet gewerkt met paneldata, waardoor het aantal observaties beperkt bleef tot 100 Belgische beursgenoteerde bedrijven. Dit zorgt ervoor dat de kans op statistisch significante resultaten beperkt bleef. Bijgevolg zou de betrouwbaarheid van de uitspraken verhoogd kunnen worden met een grotere dataset. Ten tweede wordt er in deze studie geen onderscheid gemaakt tussen interne en onafhankelijke drukbezette bestuurders. Er zouden meer uitgebreide analyses gevoerd kunnen worden indien er wel rekening wordt gehouden met beide soorten drukbezette bestuurders. Volgens onderzoekers die dit onderscheid in overweging hebben genomen, konden er wel significante resultaten aangetoond worden waardoor het aangeraden is om hier rekening mee te houden in toekomstig onderzoek. Ten derde wordt er in deze studie enkel getest of de modererende variabele bedrijfsgrootte een invloed uitoefent op de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen. Toekomstig onderzoek zou een hele reeks aan modererende variabelen kunnen opnemen, waardoor er meer conclusies getrokken kunnen worden. Ten slotte kan het van belang zijn om na te denken over zowel het huidige aantal mandaten dat een bestuurder uitoefent als het uitgeoefende aantal mandaten van het afgelopen jaar. Door hier rekening mee te houden, kunnen er afwegingen gemaakt worden over de invloed van op welk moment er meerdere mandaten uitgevoerd worden. Hierdoor kunnen andere denkpistes gevolgd worden, wat mogelijks kan leiden tot andere conclusies.

De resultaten van dit onderzoek zorgen ervoor dat bedrijven een betere kennis kunnen verwerven omtrent de implicaties van drukbezette bestuurders op het dividendbeleid van een onderneming. Uit deze studie kan er geconcludeerd worden dat er geen éénduidig verband gevonden werd tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek in Belgische beursgenoteerde bedrijven. Bovendien werd aangetoond dat dit resultaat niet beïnvloed wordt door de bedrijfsgrootte.

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

Lijst met figuren

Lijst met tabellen

1. Probleemstelling en onderzoeksoepzet	1
1.1 Probleemstelling	1
1.2 Onderzoeksoepzet	3
1.2.1 Centrale onderzoeksvraag en deelvragen	3
1.2.2 Literatuurstudie.....	4
1.2.3 Empirisch onderzoek.....	4
2. Literatuurstudie	5
2.1 Corporate governance.....	5
2.2 De Raad van Bestuur	6
2.2.1 Structuur en samenstelling Raad van Bestuur.....	7
2.2.2 Rollen Raad van Bestuur	8
2.3 Het effect van meervoudige bestuursmandaten	11
2.3.1 De negatieve effecten van meervoudige bestuursmandaten	11
2.3.2 De positieve effecten van meervoudige bestuursmandaten	13
2.3.3 Relatie tussen de positieve en negatieve effecten	14
2.4 Dividendpolitiek.....	15
2.4.1 Soorten dividendbeleid.....	15
2.4.2 Cash dividend	17
2.4.3 Inkoop eigen aandelen.....	17
2.4.4 Theorieën in verband met de dividendpolitiek	18
2.4.4.1 Signalling theory	18
2.4.4.2 Agency cost theory	19
2.5 De invloed van meervoudige bestuursmandaten op de dividendpolitiek	20
3. Hypotheseopbouw	23
3.1 Reputatiehypothese	23
3.2 Busyness hypothese	23
3.3 Moderator	25
3.3.1 Bedrijfs grootte	25
4. Methodologie.....	27
4.1 Dataverzameling	27
4.2 Onderzoeksoepzet	28
4.3 Variabelen	28
4.3.1 Afhankelijke variabelen	28
4.3.1.1 Terugkoop eigen aandelen.....	29

4.3.1.2	Dividenden	29
4.3.1.3	Totale payout.....	30
4.3.2	Onafhankelijke variabelen	31
4.3.3	Controlevariabelen	32
4.3.3.1	Omvang Raad van Bestuur	33
4.3.3.2	Leeftijd van de onderneming	33
4.3.3.3	Groei activa	34
4.3.4	Modererende variabele.....	34
4.3.4.1	Bedrijfs grootte	34
4.4	Verwerking gegevens.....	35
5.	Empirisch onderzoek	37
5.1	Bepalen van outliers	37
5.2	Basisveronderstellingen regressieanalyse.....	37
5.2.1	Homoscedasticiteit	37
5.2.2	Lineariteit.....	39
5.2.3	Multicollineariteit.....	40
5.3	Beschrijvende statistiek.....	40
5.4	Regressieanalyses	42
5.4.1	Correlaties.....	43
5.4.2	Binaire logistische regressies	44
5.4.2.1	Effect van drukbezette bestuurders op de terugkoop eigen aandelen.....	45
5.4.2.2	Effect van drukbezette bestuurders op de dividenduitkering	45
5.4.2.3	Effect van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek	46
5.4.3	Tobit regressies.....	46
5.4.3.1	Effect van drukbezette bestuurders op de terugkoop eigen aandelen.....	47
5.4.3.2	Effect van drukbezette bestuurders op de dividenduitkering	47
5.4.3.3	Effect van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek	48
5.4.4	Moderatie-analyses.....	49
5.4.4.1	Moderatie-effect van bedrijfs grootte op de terugkoop eigen aandelen	50
5.4.4.2	Moderatie-effect van bedrijfs grootte op de dividenduitkering.....	51
5.4.4.3	Moderatie-effect van bedrijfs grootte op de dividendpolitiek	52
6.	Discussie en conclusie.....	55
6.1	Literatuur	55
6.2	Empirie.....	56
6.3	Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek	57
6.4	Praktische aanbevelingen	58
	Referentielijst.....	61

Lijst met figuren

Figuur 2.1: A typology of the theories of the roles of governing boards (Hung, 1998)	9
Figuur 2.2: Overzicht soorten dividendbeleid (Farrukh et al., 2017; Baker & Smith, 2006; Lintner, 1956)	16
Figuur 4.1: Onderzoeksmodel	28
Figuur 5.1: Spreidingsdiagram Terugkoop eigen aandelen	38
Figuur 5.2: Spreidingsdiagram Dividenduitkering	38
Figuur 5.3: Spreidingsdiagram Totale payout	39

Lijst met tabellen

Tabel 5.1: Breusch-Pagan test voor heteroscedasticiteit	39
Tabel 5.2: Variance Inflation Factor	40
Tabel 5.3: Beschrijvende statistiek	41
Tabel 5.4: Correlatiematrix	43
Tabel 5.5: Modellen logistische regressies	44
Tabel 5.6: Logistische regressie Terugkoop eigen aandelen	45
Tabel 5.7: Logistische regressie Dividenduitkering	45
Tabel 5.8: Logistische regressie Dividendpolitiek	46
Tabel 5.9: Tobit regressie Terugkoop eigen aandelen	47
Tabel 5.10: Tobit regressie Dividenduitkering	47
Tabel 5.11: Tobit regressie Dividendpolitiek	48
Tabel 5.12: Moderatie-effect van bedrijfsgrootte op Terugkoop eigen aandelen	50
Tabel 5.13: Moderatie-effect van bedrijfsgrootte op Dividenduitkering	51
Tabel 5.14: Moderatie-effect van bedrijfsgrootte op Dividendpolitiek	52

1. Probleemstelling en onderzoeksopzet

1.1 Probleemstelling

De effectiviteit van Raden van Bestuur is een hedendaags topic dat vaak in vraag wordt gesteld. Hierbinnen bestaat er discussie of meervoudige bestuursmandaten een positieve of negatieve invloed hebben op de ondernemingsprestaties. Binnen de academische literatuur heerst er nog steeds een groeiend debat over de voor- en nadelen van meerdere bestuursfuncties. Ten aanzien van meerdere bedrijfsschandalen en liquidaties van succesvolle bedrijven was er nood aan een strengere wetgeving en aanbevelingen voor corporate governance, ook wel deugdelijk bestuur genoemd. Het Amerikaanse energiebedrijf Enron is hier een voorbeeld van. Het bedrijf staat bekend voor één van de grootste bedrijfsschandalen in het begin van de 20^{ste} eeuw (Kiel & Nicholson, 2006). Ze richtte onder andere dochtervennootschappen op om zo belastingen te ontduiken, bewijsmateriaal werd vernietigd en managers hielden miljoenen euro's achter. Het bedrijf had enorme verliezen en bovenstaande feiten toonden aan dat een deugdelijk bestuur ontbrak. Corporate governance is noodzakelijk voor de bescherming van de belangen van aandeelhouders, werknemers en andere belanghebbenden. Een belangrijk aspect binnen deugdelijk bestuur is het aantal bestuursmandaten en het effect ervan op de prestaties (Fich & Shivdasani, 2006). Dankzij diverse wetten inzake deugdelijk bestuur, zoals bijvoorbeeld de Amerikaanse Sarbanes-Oxley Act van 2002, is er veel vooruitgang geboekt waardoor frauduleuze activiteiten voorkomen konden worden (Latif et al., 2020).

Verschillende empirische studies leveren tegenstrijdige resultaten op over de impact van drukbezette bestuurders op de bedrijfsprestaties. Sommige studies vonden positieve effecten en andere negatieve effecten. Daarnaast zijn er twee concurrerende hypothesen ontwikkeld over de effectiviteit van bestuurders met meerdere mandaten. Diverse academici zijn ervan overtuigd dat het aanhouden van meerdere bestuursmandaten een positieve invloed heeft op de werking van de bestuurder en op de bedrijfsprestaties (Benson et al., 2022). Dit bewijs vormt de *reputatiehypothese*. Doordat drukbezette bestuurders over diverse mandaten binnen verschillende ondernemingen beschikken, kunnen ze echter ook de bedrijfswaarde verhogen. Dit omdat ze toegang krijgen tot belangrijke connecties, middelen en informatie (Brown et al., 2019). Bovendien hebben ze extra ervaring en competenties verworven, waardoor ze het management beter kunnen adviseren en monitoren (Jiraporn, Kim & Davidson, 2008).

In andere studies werd er bewijs gevonden dat overeenstemt met de *busyness hypothese*. Deze hypothese verklaart dat er een omgekeerde relatie aanwezig is tussen drukbezette bestuurders en hun vermogen om een goede toezichthouder te zijn (Jiraporn, Kim & Davidson, 2008). Een drukbezette bestuurder oefent verschillende mandaten uit in diverse ondernemingen en zetelt bijgevolg in meerdere raden van bestuur. Bovendien mag niet automatisch verondersteld worden dat meerdere mandaten per bestuurder betekent dat hij niet in staat is om al zijn verplichtingen na te komen. Deze bestuursmandaten hebben ze namelijk voor een reden gekregen. Dit wil zeggen dat de bestuurder over goede competenties en vaardigheden beschikt. Regelgevers geven wel aan dat er zorgvuldig onderzoek moet gebeuren naar de limieten die gekoppeld kunnen worden aan het aantal bestuursfuncties (Kiel & Nicholson, 2006).

De extreem hoge werkdruk en het verbonden risico aan meervoudige bestuursmandaten hebben ervoor gezorgd dat de vraag naar onafhankelijke bestuurders is toegenomen, terwijl het aanbod daalde. Om deze bestuurders te overtuigen, was er een toename nodig in het aantal voordelen en beloningen. Het verband tussen drukbezette bestuurders en de ethische reputatie van financiële instellingen werd door Baselga-Pascual et al. (2018) onderzocht. Uit hun onderzoek is gebleken dat er een negatief verband aanwezig is tussen beide factoren. Dit onethisch gedrag van drukbezette bestuurders houdt in dat ze zich in alle raden van bestuur zo goed mogelijk willen inzetten, waardoor ze onder andere hun toezichthoudende en adviserende taak niet meer op een efficiënte manier kunnen uitvoeren. Hierdoor zijn ze onvoldoende waakzaam ten opzichte van het management (Lei & Deng, 2014). Door diverse voordelen, zoals een verhoogde vergoeding en reputatievoordelen, is het voor bestuurders verleidelijk om meerdere bestuursmandaten te aanvaarden. Zoals eerder aangehaald zouden deze voordelen kunnen leiden tot een toename van onethische gedrag, uitgeoefend door drukbezette bestuurders (Latif et al., 2020).

Naast de invloed die drukbezette bestuurders hebben op de bedrijfsprestaties, kunnen ze ook een invloed uitoefenen op de dividendpolitiek van een onderneming. De dividenduitkering aan aandeelhouders vormt een belangrijke bedrijfsbeslissing omdat constante uitkeringen geen financiële verplichting is van het bedrijf. Het bestuur speelt binnen de dividendpolitiek een belangrijke rol, aangezien ze de algemene vergadering ondersteunt in het nemen van beslissingen (Benson et al., 2022). De algemene vergadering kan ervoor kiezen om winsten in de onderneming te houden en toe te voegen aan het eigen vermogen. Daarnaast kan ze er ook voor kiezen om de winsten uit te keren. In het totaal heeft een onderneming twee mogelijkheden om geld uit te keren aan haar aandeelhouders, ofwel door de uitkering van cash dividenden ofwel door de inkoop van eigen aandelen (Sandu et al., 2013). Hiernaast kan de onderneming haar aandeelhouders ook belonen door een extra aandeel uit te keren, dit noemt men een stock dividend (Brealey, 2020). Naast het doel om geld uit te keren aan aandeelhouders, kunnen bedrijven dividenden gebruiken om een signaal over te brengen aan de buitenwereld. Een aankondiging van een dividendstijging bevestigt het vertrouwen in het management. Een dividenddaling daarentegen toont aan dat het management de toekomst minder hoog inschat (La Porta et al., 2000). Hierdoor kunnen bedrijven hun dividenden niet zomaar laten stijgen of dalen. Indien bedrijven genoodzaakt zijn om hun dividenden te verlagen, zal dit resulteren in een sterke koersval.

Zoals hierboven werd aangehaald, hebben drukbezette bestuurders een invloed op de bedrijfsbeslissingen en prestaties. Om dit verband weer te geven, kunnen er twee hypothesen gevolgd worden. De reputatiehypothese toont het positieve verband tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfsprestaties aan, terwijl de busyness hypothese het omgekeerde verband weergeeft. Echter is er beperkt onderzoek gevoerd naar de relatie tussen meervoudige bestuursmandaten en de dividendpolitiek van een onderneming. Omdat er over dit fenomeen weinig tot geen onderzoek is gevoerd, met betrekking tot België, tracht deze thesis de effecten van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek te achterhalen. Dit verband zal onderzocht worden voor Belgische beursgenoteerde bedrijven. Aan de hand van deze resultaten kunnen bedrijven een betere kennis verwerven omtrent de implicaties van drukbezette bestuurders op het dividendbeleid van een onderneming.

1.2 Onderzoekopzet

Deze thesis bestaat uit zes hoofdstukken. Voordat er overgegaan kan worden op het empirische deel, focust de literatuurstudie zich op topics omtrent de dividendpolitiek en meervoudige bestuursmandaten. Dit onderdeel vormt het tweede hoofdstuk van deze thesis. Hierin zal er dieper worden ingegaan op corporate governance, de relatie tussen de kenmerken van de raad van bestuur en het dividendbeleid, en wat de mogelijke effecten zijn van drukbezette bestuurders.

Op basis van de literatuurstudie zal in het volgende hoofdstuk een onderzoeksmodel ontwikkeld worden met bijbehorende hypothesen. Nadien zal in het vierde hoofdstuk de dataverzameling besproken worden, inclusief welke technieken hiervoor gehanteerd werden. Vervolgens zullen de gebruikte variabelen besproken en verklaard worden. Deze thesis zal eindigen met het discussie en conclusie hoofdstuk over de resultaten. Hierna worden er ook beperkingen van dit onderzoek aangehaald en komen er suggesties voor eventueel verder onderzoek aan bod.

1.2.1 Centrale onderzoeksvraag

Het doel van deze thesis is om onderzoek te voeren naar: "Wat zijn de effecten van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek in Belgische beursgenoteerde bedrijven". Om een antwoord te kunnen formuleren op bovenstaande onderzoeksvraag, zal er gebruik gemaakt worden van onderstaande deelvragen. Deze vragen worden deels door de literatuurstudie en deels door empirisch onderzoek beantwoord.

- Deelvraag 1: Welke invloed heeft de Raad van Bestuur binnen een bedrijf?
 - Subvraag 1: Wat is het belang van de Raad van Bestuur binnen corporate governance?
 - Subvraag 2: Welke structuur is er aanwezig binnen de Raad van Bestuur?
 - Subvraag 3: Welke rollen vervult de Raad van Bestuur?

Om een antwoord te kunnen formuleren op de hoofdonderzoeksvraag, is het belangrijk om inzicht te verkrijgen in het bestuursorgaan. Het is cruciaal om te achterhalen wat de rol van de raad van bestuur nu precies inhoudt. Corporate governance zal hierbinnen een belangrijk aspect vormen. Bovendien is een effectief bestuur een topic waar veel belang aan gehecht wordt in de academische wereld. De raad van bestuur staat ervoor bekend om een cruciale factor te spelen binnen de corporate governance wereldwijd.

- Deelvraag 2: Wat is een meervoudig bestuursmandaat?

Om te kunnen achterhalen wat de effecten van meervoudige bestuursmandaten zijn op de dividendpolitiek, is het noodzakelijk om te bepalen vanaf hoeveel mandaten een bestuurder drukbezet is. Sinds 2016 is er een strenger beleid opgelegd omtrent het aantal bestuurszetels dat door één enkele bestuurder bekleed mag worden. In dat beleid werd er niet enkel gepleit voor een vermindering van het aantal bestuurszetels, maar ze dreigen ook negatieve aanbevelingen door te voeren (Benson et al., 2022). Zo wordt er in de Belgische Corporate Governance Code (2020) aangeraden om niet meer dan vijf bestuurdersmandaten te bekleden door één bestuurder.

- Deelvraag 3: Hoe beïnvloeden drukbezette bestuurders de keuze tussen een dividenduitkering en de terugkoop van eigen aandelen?

Om de invloeden van meervoudige bestuursmandaten op de dividendpolitiek te achterhalen, is het belangrijk om te weten dat de winstuitkering van een bedrijf op verschillende manieren kan gebeuren. Zo kan de winst binnen de organisatie blijven of het kan op diverse mogelijkheden uitgekeerd worden aan de aandeelhouders. Via deze deelvraag zal er dieper worden ingegaan op die verschillende manieren.

1.2.2 Literatuurstudie

Deze thesis is opgebouwd uit twee grote onderdelen, namelijk de literatuurstudie en het empirisch gedeelte. Binnen de literatuurstudie is het de bedoeling om enerzijds zoveel mogelijk informatie te verzamelen over drukbezette bestuurders en anderzijds over de dividendpolitiek. Er zal voornamelijk gebruik gemaakt worden van databanken zoals de elektronische bibliotheek van UHasselt en 'EBSCOhost' om relevante wetenschappelijke literatuur te vinden.

1.2.3 Empirisch onderzoek

Het empirisch onderzoek vormt naast de literatuurstudie het tweede grote luik van deze thesis. Het doel hiervan is om een antwoord te kunnen formuleren op de hoofdonderzoeksvraag. Hiervoor zal gebruik gemaakt worden van kwantitatieve data. Alle gebruikte data uit het empirische gedeelte is afkomstig van de Bel-first database van het Bureau van Dijk en van jaarrekeningen die beschikbaar werden gesteld via de Kruispuntbank van ondernemingen. 2021 is het meest recente beschikbare jaar in deze database. Hierdoor zal dit jaar als referentie gebruikt worden in dit onderzoek om zo actueel mogelijke resultaten te bekomen. De Bel-first database bevat uitgebreide bedrijfsinformatie over ondernemingen in België en Luxemburg. In dit onderzoek ligt de focus op Belgische beursgenoteerde bedrijven. De verzamelde data zal vervolgens geanalyseerd worden aan de hand van de softwareprogramma's Microsoft Excel en STATA.

2. Literatuurstudie

2.1 Corporate governance

Corporate governance, ook wel deugdelijk bestuur genoemd, is een principe waarmee ondernemingen bestuurd en gecontroleerd worden. Hierin dragen de raden van bestuur de verantwoordelijkheid voor het bestuur van de onderneming (Baysinger & Butler, 1985). De focus ligt op het nemen van lange termijn strategische beslissingen, om de doelstellingen van de organisatie te verwezenlijken (Jensen, 1986). Het takenpakket van de Raad van Bestuur is verschillend van die van het management, aangezien het management instaat voor de operationele leiding van de onderneming en daarnaast zorgt voor de uitvoering van de vooropgestelde strategie. Corporate governance staat in voor het garanderen van het lange termijn succes van een onderneming.

Er zijn verschillende wetten en richtlijnen ontwikkeld met betrekking tot deugdelijk bestuur om frauduleuze activiteiten te voorkomen (Kiel & Nicholson, 2006). De Amerikaanse Sarbanes-Oxley (SOx) Act van 2002 is hier een voorbeeld van. Deze wet is ontstaan naar aanleiding van diverse bedrijfsschandalen en liquidaties van bekende bedrijven in het begin van de 20^{ste} eeuw. Het beursgenoteerde bedrijf Enron was betrokken bij één van deze schandalen. Enron werd beschuldigd van het opstarten van dochterondernemingen om aan belastingontduiking te doen, wat resulteerde in een meer winstgevende boekhouding. Daarnaast werden accountants betrapt op het vernietigen van bewijsmateriaal en miljoenen euro's werden achtergehouden door managers. Bovendien waren de jaarrekeningen ook niet in orde. Dit schandaal heeft wereldwijd aandacht getrokken voor een scherpere wetgeving rond corporate governance. De SOx wet zorgde voor een wettelijk kader rond corporate governance en heeft krachtige correcties in de regelgeving teweeggebracht. Dit zorgde voor een verbetering in de financiële rapportage en bovendien ontstonden er minder agency conflicten (Benson et al., 2022). Door de verminderde agency conflicten is de nood aan bestuursmonitoring aanzienlijk verlaagd. Verder hebben Linck et al. (2009) vastgesteld dat door de implementatie van de SOx wet, de verantwoordelijkheden van bestuurders aanzienlijk waren verhoogd. Dit heeft geleid tot een verhoogde werkdruk en een toename in het risiconiveau.

De Commissie Corporate Governance werd opgericht in 2004. Deze commissie buigt zich volledig over de Belgische corporate governance code. Vandaag de dag wordt er gebruik gemaakt van twee corporate governance codes. In 2004 werd de Code Lippens opgericht. Deze werd een aantal jaar later omgevormd tot Code Daems en is van toepassing op beursgenoteerde bedrijven. In 2020 werd er een update van de code doorgevoerd om het Belgisch corporate governance kader actueel te houden. Voor niet-beursgenoteerde bedrijven is de Code Buysse van toepassing. De principes binnen deze codes zorgen voor een goed werkende Raad van Bestuur, aangezien ze verantwoordelijk zijn voor de corporate governance binnen een onderneming. Het nemen van beslissingen in het belang van de vennootschap vormt één van hun belangrijkste taken. Het is belangrijk dat bestuurders voldoende tijd hebben en daarnaast goede vaardigheden bevatten om hun functie op een efficiënte manier uit te voeren. Dit vormt een reden waarom de Belgische Corporate Governance Code van 2009 aanraadt dat bestuurders best niet meer dan vijf mandaten tegelijk bekleden. Dezelfde regel werd opgenomen in de vernieuwde Corporate Governance Code van 2020. De wet heeft als hoofddoel

om ondernemers praktische richtlijnen en tips te verschaffen die de groei van hun onderneming positief kunnen beïnvloeden. Een belangrijke kanttekening hierbij is dat de code geen verplichtingen oplegt, maar adviezen meegeeft die vrijwillig toegepast kunnen worden.

De uitdagingen rond corporate governance kunnen beïnvloed worden door de institutionele omgeving. Wereldwijd bestaat er een grote diversiteit aan institutionele omgevingen, waarvan de meesten gekenmerkt worden als zwak. Een zwakke institutionele omgeving bevat eigenschappen zoals bijvoorbeeld lage bescherming van eigendom, slechte handhaving van wetten en corruptie. Bovendien kan een zwakke institutionele omgeving ook gekenmerkt worden door zwakke corporate governance praktijken en zwakke rechtsbescherming (Latif et al., 2020). Doordat de institutionele omgeving van belang is om een uitspraak te doen over corporate governance, is het belangrijk om rekening te houden met deze institutionele omgeving indien de relatie met drukbezette bestuurders onderzocht wordt. Deze relatie zal besproken worden in het derde onderdeel van de literatuurstudie.

2.2 Raad van Bestuur

De Raad van Bestuur heeft de uiteindelijke verantwoordelijkheid over het bestuur van een organisatie. Een belangrijk onderdeel van haar takenpakket is het nemen van strategische beslissingen die ervoor moeten zorgen dat de lange termijn doelstellingen van de organisatie behaald kunnen worden (Baysinger & Butler, 1985). Hierdoor vormt de raad van bestuur één van de belangrijkste organen van een onderneming. Daarnaast is ze belast met het maken van cruciale zakelijke keuzes, zoals fusies en overnames. Hun primaire verantwoordelijkheid is het verdedigen van de belangen van de onderneming en haar stakeholders (Latif et al., 2020). Het is belangrijk om voldoende aandacht te besteden aan de samenstelling en de omvang van de raad van bestuur, aangezien beide elementen een impact kunnen hebben op de kwaliteit van de besluitvorming (Sanan, 2019). Door de diverse bedrijfsschandalen die zich in de voorbije jaren hebben afgespeeld, is de rol van de Raad van Bestuur en het belang van een deugdelijk bestuur zeer groot. Zo is duidelijk geworden dat de Raad van Bestuur een cruciaal orgaan vormt voor de bescherming van de aandeelhouders.

Steeds vaker kan er uit onderzoek geconcludeerd worden dat raden van bestuur meer doen dan enkel toezicht houden op de bedrijven die ze besturen (Kiel & Nicholson, 2004; Johnson et al., 1996; Zahra & Pearce, 1989). Daarom is het belangrijk om voldoende aandacht te besteden aan de rollen die de raad van bestuur uitvoert. Het bestuur vereist een mix van vaardigheden opdat zij haar rol op een succesvolle manier kan uitvoeren. Het is belangrijk om de raad in zijn geheel te onderzoeken indien we een oordeel willen vellen over de effectiviteit ervan. Aan de hand van de hoeveelheid talent, capaciteiten en ervaring kan worden vastgesteld of het bestuur als geheel zijn taken naar behoren vervult.

2.2.1 Structuur en samenstelling Raad van Bestuur

De structuur en de samenstelling van de Raad van Bestuur zijn twee elementen die vaak in diverse wetenschappelijke literatuur aangehaald worden (Zahra & Pearce, 1989). De structuur van de raad van bestuur bestaat uit verschillende dimensies. Het eerste onderdeel van de structuur is de grootte van de raad van bestuur en wordt gedefinieerd door het aantal bestuurders. De omvang van het bestuur is een element waar veel onderzoek over te vinden valt, waardoor het in sommige situaties als een sleutelement gezien wordt (Zald, 1969). Een ander belangrijk onderdeel van de structuur van de raad van bestuur is de taakverdeling tussen de bestuursvoorzitter en de CEO (Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009). Indien de taken van de CEO en de bestuursvoorzitter strikt van elkaar gescheiden worden, spreekt men van een non-dualiteitsstructuur. Een dualiteitsstructuur wil daarentegen zeggen dat de titels van de CEO en de bestuursvoorzitter door één persoon bekleed worden. In diverse onderzoeken wordt er een scheiding van beide titels aanbevolen, hoewel dit niet zal leiden tot betere bedrijfsprestaties (Lorsch & Maciver, 1989). Een dualiteitsstructuur kan voordelig zijn in situaties waarin sterk leiderschap noodzakelijk is (Finkelstein & D'Aveni, 1994).

Het onderzoek van Krause, Semadini & Cannella (2014) focuste zich op het verband tussen CEO-dualiteit en ondernemingsprestaties. CEO-dualiteit is een van de meest besproken fenomenen binnen corporate governance (Dalton, Hitt, Certo & Dalton, 2007). Volgens Dalton et al. (2007) is er een theoretische basis voor een sterke relatie tussen CEO-dualiteit en bedrijfsprestaties, ondanks er voor deze link een gebrek aan bewijs is. Academisch onderzoek heeft omtrent dit topic niet geleid tot éénduidige conclusies. Diverse onderzoeken die de relatie tussen bedrijfsprestaties en CEO-dualiteit onderzochten, leveren tegenstrijdige resultaten op. Een studie van Rechner & Dalton (1989) hanteerden drie boekhoudkundige prestatie maatstaven om bovenstaande relatie te onderzoeken. Ze concludeerden dat bedrijven met een afzonderlijke bestuursvoorzitter, een non-dualiteitssituatie, beter presteerden dan bedrijven waarin de taken van de CEO en de bestuursvoorzitter door één persoon worden uitgevoerd. Hiertegenover staat het onderzoek van Donaldson & Davis (1991). Hun onderzoek toonde aan dat de effectiviteit van een organisatie vergroot indien de voorzitter- en CEO-taken samengevoegd worden. Hiernaast voorspelde ze dat een bedrijf met een dualiteitsstructuur beter zou presteren dan bedrijven waar de taken gescheiden zijn. Bijkomend wordt er een nadeel van CEO-dualiteit aangehaald. CEO-dualiteit gaat namelijk gepaard met een verhoogde kans op een faillissement. Doordat de CEO ook de rol van de bestuursvoorzitter op zich neemt, heeft hij een verhoogde macht. Hierdoor is hij in staat om zich te blijven focussen op de huidige toestand, zelfs indien bedrijfsprestaties slecht zijn. Er valt te concluderen dat ondanks de literatuur veel tegenstrijdige bewijzen heeft opgeleverd, blijven wetenschappers zoeken naar een éénduidig verband tussen bedrijfsprestaties en CEO-dualiteit (Krause, Semadini & Cannella, 2014).

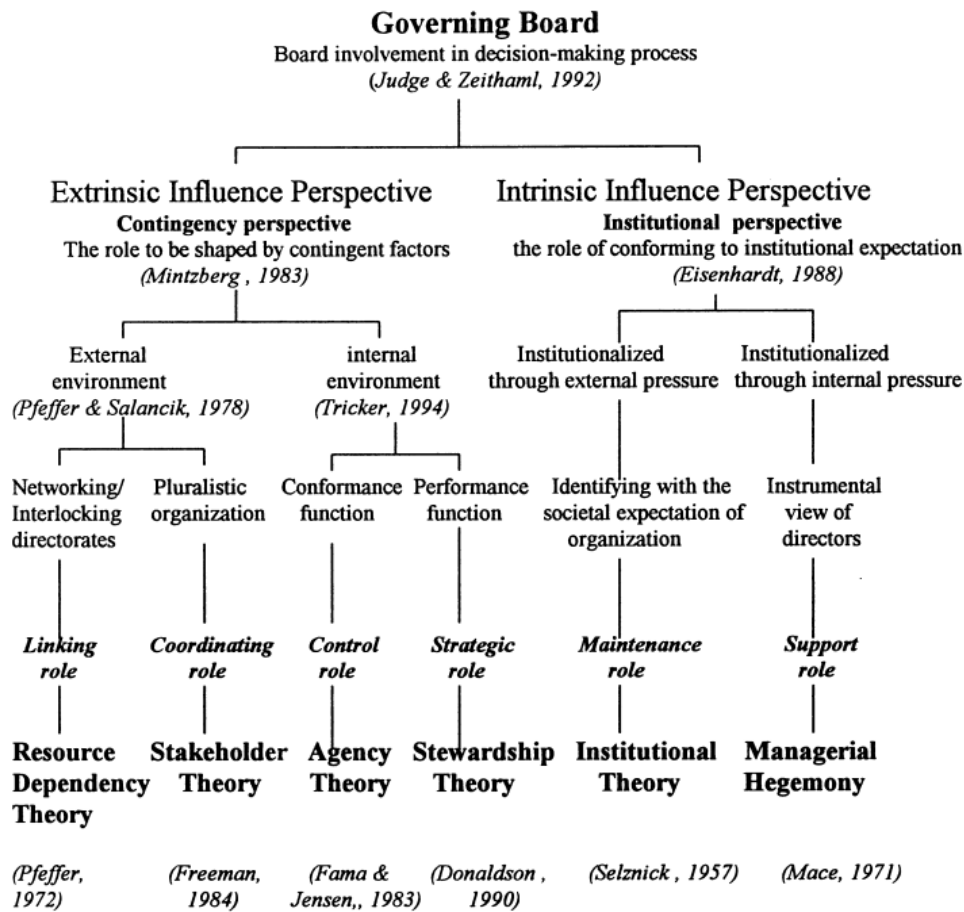
Naast de structuur bestaat de samenstelling van de raad van bestuur ook uit verschillende elementen. De samenstelling bepaalt de relaties van elke bestuurder, de demografische achtergrond en de inbreng van deskundigheid van een bestuurder in de raad (Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009). De Raad van Bestuur bestaat uit verschillende soorten bestuurders. Het is belangrijk om het verschil tussen hen aan te halen, omdat bestuurders verschillende relaties ten opzichte van de onderneming kunnen hebben wat kan leiden tot verschillende motivaties en prioriteiten (Van Nuys, 1993). Ten eerste zijn interne bestuurders lid van de raad, ook wel de top managers van het bedrijf

genoemd. Interne bestuurders zijn volledig verbonden met het bedrijf, waardoor ze belangrijke bronnen voor bedrijfsspecifieke informatie zijn. Hoe beter de interne bestuurder geïnformeerd is, hoe beter ze winstgevende beslissingen kunnen nemen (Schnake et al., 2008). Ten tweede bevat de raad van bestuur ook onafhankelijke bestuurders. Deze bestuurders zijn vertegenwoordigers van andere bedrijven, die weinig tot geen business voeren met de onderneming. Ze voeren voornamelijk een adviserende rol uit omdat ze via hun externe expertise en kennis kunnen helpen om winstgevende beslissingen te nemen. Bovendien zorgen deze bestuurders ervoor dat het onafhankelijke karakter van de raad van bestuur versterkt wordt omdat ze niet aan het bedrijf verbonden zijn (Masulis & Mobbs, 2014). Ten derde vormen de *affiliated directors* onderdeel van de raad van bestuur. Deze bestuurders zijn vertegenwoordigers van andere organisaties en voeren wel business met de onderneming, waardoor ze dus op een bepaalde manier verbonden zijn met de organisatie (Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009). Bovendien is de samenstelling van de raad van bestuur één van de belangrijkste dimensies, aangezien dit element in een groot aantal onderzoeken aangehaald wordt (Zahra & Pearce, 1989).

Linck et al. (2008) ontdekten dat ondernemingen hun raden van bestuur zo samenstellen dat zij de kosten en baten van het toezicht en de advisering op elkaar afstemmen. Ondernemingen met sterke groeivoorzichten, hoge R&D investeringen en hoge volatiliteit van de aandelenrendementen hebben kleinere en minder onafhankelijke raden van bestuur. Bedrijven met een grote omvang daarentegen vertonen over het algemeen een grotere en meer onafhankelijke raad van bestuur.

2.2.2 Rollen Raad van Bestuur

Wereldwijd hebben er verschillende onderzoeken plaatsgevonden die zich richten op de rollen van de Raad van Bestuur. Een bekende onderzoeker die dit onderzocht heeft, is Hung (1998) die zes uiteenlopende rollen van de Raad van Bestuur herkent. Hij leidt telkens een rol af vanuit een bepaalde theorie. Volgens hem beoefent de Raad van Bestuur onderstaande rollen: netwerk, coördinerende, controle, strategische, onderhoudende en de ondersteunende rol. Deze rollen worden afgeleid vanuit volgende theorieën: *resource dependency theory*, *stakeholder theory*, *agency theory*, *stewardship theory*, *institutional theory* en de *managerial hegemony*. In deze thesis zal de focus voornamelijk gericht zijn op de netwerk rol en de controle rol, omdat deze rollen het meest van toepassing zijn op drukbezette bestuurders. Eén van hun kernactiviteiten is namelijk dat ze goede toezichthouders moeten zijn voor het management. Daarnaast kunnen ze via hun reputatie verschillende connecties maken met andere bedrijven, waardoor ze in staat zijn om minder waarde-verminderende beslissingen te nemen (Brown et al., 2019). De netwerk rol en de controlerol zullen hieronder uitvoerig uitgelegd worden. Hiernaast zullen de overblijvende rollen kort aangehaald worden.



Figuur 2.1: A typology of the theories of the roles of governing boards (Hung, 1998)

Ten eerste oefent de raad van bestuur controle uit op de bedrijfsprestaties, het management en de strategie. Ze houdt toezicht op de bedrijfsactiviteit en beoordeelt of dit op een behoorlijke manier gebeurt. De controlerol van de Raad van Bestuur vloeit voort uit zijn verplichting om namens de aandeelhouders het management te controleren. De agency theorie stelt dat dit orgaan essentieel is voor het beheer en het oplossen van conflicten die kunnen ontstaan tussen de agent en de principaal. Het scheiden van eigendom en management in een bedrijf kan ertoe leiden dat managers zich eerder in hun eigenbelang gedragen dan in het belang van de organisatie (Latif et al., 2020). Er wordt extra belang gehecht aan deze controlerol omdat er kosten kunnen ontstaan die veroorzaakt worden door de agency conflicten, indien het management haar eigen doelen vooropstelt. De Raad van Bestuur wordt verantwoordelijk gehouden om te proberen om de agency kosten te verminderen door voldoende toezicht uit te oefenen (Fama & Jensen, 1983). Daarnaast vormen de financiële en operationele controle ook onderdeel van hun takenpakket.

Vanuit de *resource dependency theory* kan de netwerk rol van de Raad van Bestuur verklaard worden. Volgens deze theorie zijn bedrijven van elkaar afhankelijk om toegang te verkrijgen tot belangrijke hulpbronnen. Daarom trachten ze connecties te ontwikkelen om hun onderlinge afhankelijkheid te regelen. Een verwevenheid van bestuurders is één type schakel in het ingewikkelde netwerk van organisatorische verbanden. Een *interlock* is een verbintenis die ontstaat tussen twee ondernemingen indien één bestuurder zetelt in de raad van bestuur van beide bedrijven (Pfeffer, 1972). Dit biedt toegang tot financiële en operationele gegevens en gespecialiseerde bedrijfskennis.

Hierdoor kunnen de nodige middelen worden ingezet ten gunste van de onderneming met onderlinge connecties. Bovendien wordt de betekenis van drukbezette bestuurders hier duidelijk. Ze zetelen in verschillende raden van bestuur, waardoor ze toegang kunnen verkrijgen tot bepaalde bronnen en een netwerk kunnen opbouwen (Zahra & Pearce, 1989). We kunnen concluderen dat de Raad van Bestuur vergeleken wordt met een ambassadeur. Ze vormt bijgevolg een cruciale schakel tussen de onderneming en haar externe omgeving.

Vervolgens oefent de Raad van Bestuur een coördinerende rol uit die afgeleid wordt uit de stakeholder theorie. Volgens Freeman (1984) wordt een stakeholder gedefinieerd als 'elke groep of persoon die invloed kan hebben, of beïnvloed wordt door de verwezenlijking van een doel van de organisatie'. Stakeholders kunnen bijvoorbeeld klanten, werknemers, leveranciers of overheden zijn. Met andere woorden vormen ze de belanghebbenden van de organisatie. De stakeholder theorie geeft aan dat er verschillende groepen bestaan waar de onderneming verantwoordelijk voor is. Het is hun plicht om niet enkel rekening te houden met interne belanghebbenden (shareholders), maar ze dient alle stakeholders te betrekken in haar besluitvorming. Hierdoor oefent de Raad van Bestuur een coördinerende rol uit voor alle stakeholders.

De *stewardship theory*, die de nadruk legt op de strategische rol van een Raad van Bestuur, haalt zijn oorsprong uit de human relations school van managementideeën. In tegenstelling tot de agency theorie, die managers beschouwt als opportunistische individuen, impliceert de stewardship theorie dat zij oprecht de doelen van de organisatie willen bereiken (Donaldson, 1990). Bijgevolg is er geen motivatieprobleem of een slechte afstemming van belangen tussen management en eigendom. De Raad van Bestuur zal de primaire verantwoordelijke zijn voor de formulering van de strategie.

Verder voert de Raad van Bestuur een onderhoudende rol uit. Deze rol vloeit voort uit de *institutional theory*. Volgens Ingram en Simons (1995) is de centrale stelling van de institutionele theorie dat sociale regels organisaties beperken en dat ze zich aan algemeen aanvaarde normen houden die hun vorm en gedrag bepalen. Als reactie op institutionele druk concentreert de onderhoudende rol van de raad van bestuur zich op het indoctrineren van de organisatie door het kennen en beoordelen van de externe omgeving. De onderneming dient zich dus te houden aan de sociale verwachtingen. Scott en Meyer (1983) definiëren het institutionele effect op raden van bestuur als alle maatschappelijke normen en voorwaarden waaraan individuele organisaties moeten voldoen, indien ze steun en legitimiteit willen verkrijgen.

Ten slotte voert de Raad van Bestuur een ondersteunende rol uit. Deze rol kan verklaard worden aan de hand van *managerial hegemony*. Dit verwijst naar het scenario waarin het bestuursorgaan van een onderneming slechts functioneert als een "*rubber stamp*". Bijgevolg worden alle strategische beslissingen beheerst en afgehandeld door professionele managers. Deze redenering volgt de verklaring van het onderzoek van Mace (1971). Hij is tot de conclusie gekomen dat Raden van Bestuur enkel in tijden van crisis beslissingen mogen nemen in verband met strategische besluiten. Volgens hem is het gebruikelijk om raden van bestuur in te zetten als managementinstrument om professionele managers te helpen bij hun oordeel. De ondersteunende rol is gevormd op basis van objectieve en subjectieve elementen. Volgens de subjectieve criteria weigeren bestuurders om onafhankelijk van het management te oordelen volgens een aantal belangrijke redenen. Ten eerste zijn de meeste directeuren benoemd door het management, waardoor ze ook opnieuw door hen

ontslagen kunnen worden. Ten tweede zijn bestuurders gecoöpteerd in de organisatie, wat wil zeggen dat de Raad zelf haar leden kan kiezen. Ten derde hebben zij aan hun bestuursfuncties voordelen ontleend, waardoor ze gediensig gaan handelen in het voordeel van het management. Daarenboven zijn er ook objectieve elementen volgens de *managerial hegemony*. Raden van Bestuur worden verhinderd in het maken van onafhankelijke beslissingen, aangezien zij moeten vertrouwen op verstrekte informatie door het management. Bovendien beschikken bestuurders in veel gevallen niet over de nodige kennis om goede beslissingen te nemen.

2.3 Het effect van meervoudige bestuursmandaten

De grote vraag blijft hoeveel mandaten een bestuurder tegelijk kan uitvoeren en hier bovenop aan al zijn verplichtingen kan voldoen. Uit empirisch onderzoek is bewezen dat er hedendaags twee concurrerende hypothesen bestaan over de bestuurderseffectiviteit, indien bestuurders meervoudige mandaten uitvoeren. Enerzijds worden de negatieve effecten van meervoudige bestuursmandaten verklaard door de *busyness hypothesis*. Deze hypothese verklaart dat bestuurders die in meerdere raden van besturen zetelen, door tijdsbeperkingen niet in staat zijn om het management efficiënt te monitoren en te adviseren. Anderzijds worden de positieve effecten van meervoudige bestuursmandaten verklaard door de *reputatiehypothese*. Deze hypothese houdt in dat drukbezette bestuurders veelzijdige ervaringen hebben opgedaan, waardoor ze het management op een efficiënte manier adviezen kunnen geven over diverse kwesties (Benson et al., 2022).

Bestuurders met meervoudige mandaten staan de laatste tijd steeds vaker onder druk. Zo is er een beperking ingevoerd omtrent het aantal mandaten dat wettelijk toegestaan is per bestuurder. Volgens de Belgische Corporate Governance Code uit 2020 ligt deze beperking op vijf mandaten per bestuurder. Doordat de literatuur over dit onderwerp een tweezijdige verklaring heeft, volgt hieronder een overzichtelijke weergave van zowel de positieve als negatieve kanten van drukbezette bestuurders.

2.3.1 De negatieve effecten van meervoudige bestuursmandaten

De visie over negatieve effecten, verbonden aan drukbezette bestuurders, werd onder andere naar voor gebracht door de *Australian Shareholders' Association (ASA)*. Deze organisatie verklaart dat er een link aanwezig is tussen de drukte van bestuurders en de financiële gezondheid van een bedrijf. Hierdoor zijn ze van mening dat bestuurders slechte diensten aan hun aandeelhouders leveren indien ze in meer dan vijf raden van bestuur zetelen. Verder heeft de studie van Fich & Shivdasani (2006) aangetoond dat bedrijven geassocieerd worden met zwak ondernemingsbestuur, lage market-to-book verhoudingen en een zwakke winstgevendheid indien externe bestuurders drie of meer functies bekleden. De *Council of Institutional Investors* (2004) raadt bestuurders met een fulltime job aan om niet meer dan twee mandaten in verschillende bedrijven uit te voeren (Kiel & Nicholson, 2006). Bovendien wordt via de richtlijnen van de National Association of Corporate Directors (NACD, 1996) aangeraden dat senior bedrijfsleiders en CEO's er best voor zorgen dat ze niet meer dan drie externe bestuursfuncties voor hun rekening nemen (Ahn, Jiraporn, Kim, 2010).

Tijdsdruk vormde het eerste argument dat volgens diverse wetenschappelijke literatuur werd aangehaald als een negatief effect van meervoudige bestuursmandaten (Kiel & Nicholson, 2006; Brown et al., 2019; Benson et al., 2022). Dit zou voor de meeste bestuurders het grootste probleem vormen. Naarmate bestuurders meerdere functies op zich nemen, geraken ze overbelast. Dit wordt veroorzaakt doordat ze minder tijd hebben om het management te adviseren en te monitoren. Bijgevolg zal dit resulteren in diverse negatieve effecten op de ondernemingsprestaties.

De agency theory werd gebruikt als basis voor de *busyness hypothesis*. Deze theorie geeft weer dat de onderneming verwacht dat bestuurders hun uiterste best zullen doen om de belangen van de onderneming na te streven. In werkelijkheid kan dit soms niet het geval zijn. Indien er agency conflicten optreden, zullen bestuurders hun eigen persoonlijke belangen vooropstellen boven die van de onderneming (Latif et al., 2020). Deze agency conflicten ontstaan vaak doordat bestuurders te weinig tijd hebben, waardoor ze hun controlefunctie gaan verwaarlozen. Vaak worden deze drukbezette bestuurders ook gekenmerkt als bestuurders die foute beslissingen nemen in verband met acquisities, waardoor de bedrijfswaarde kan dalen.

Vervolgens kunnen meervoudige mandaten ertoe leiden dat drukbezette bestuurders zich op een onethische manier gaan gedragen, wat door academici ook als een nadeel gezien wordt. Door de hoge werkdruk nam de vraag naar drukbezette bestuurders toe, maar het aanbod niet. Dit heeft ervoor gezorgd dat er een reeks aan voordelen ter beschikking gesteld moesten worden om bestuurders te overtuigen. Op deze manier werd het voor bestuurders aantrekkelijk om meerdere mandaten te aanvaarden, aangezien dit gepaard ging met vele voordelen. Door dit buitensporig beloningspakket zijn bestuurders geneigd om zich op een onethische manier te gedragen, wat leidt tot slechte bedrijfsprestaties. Ze zetten zich teveel in ten koste van de aandeelhouders, terwijl ze genieten van prestige en de vergoedingen die aan hun lidmaatschap van de raad van bestuur verbonden zijn. Bovendien haalde Latif et al. (2020) aan dat drukbezette bestuurders meer kans hebben om bestuurdersvergaderingen te missen.

Het onderzoek van Baccouche et al. (2014) heeft het effect van drukbezette bestuurders op bestuurdersvergaderingen onderzocht. Hieruit is gebleken dat bestuursleden voorafgaand aan de vergadering voldoende tijd nodig hebben om problemen te begrijpen en te analyseren. Zo kunnen ze hierover in gesprek gaan met managers en bijgevolg goede beslissingen nemen tijdens de bestuursvergadering. Zoals in het begin van dit onderdeel werd aangehaald, vormt tijdsdruk het grootste negatieve effect van het bekleden van meervoudige bestuursmandaten. Nu blijkt echter dat bestuurders net veel tijd nodig hebben om vergaderingen voor te bereiden. Dit probleem kan groot zijn indien ze te veel bestuursmandaten tegelijk bekleden. Hierdoor is de bestuurder mogelijk niet in staat om de problemen te analyseren of zelfs de vergaderingen bij te wonen, waardoor de Raad van Bestuur minder gemotiveerd zal zijn om vaker samen te komen. Bij dit onderwerp is het belangrijk om rekening te houden met het onderscheid tussen interne en externe bestuurders. Interne bestuurders voelen zich enorm verbonden met het bedrijf, waardoor ze er alles proberen aan te doen om bestuurdersvergaderingen bij te wonen. Hiertegenover staan de externe bestuurders die veel verantwoordelijkheden hebben in diverse bedrijven, waardoor ze het geen probleem vinden om een vergadering te missen.

We kunnen concluderen dat er duidelijk een limiet aan bestuursmandaten verbonden is voor elk individu naargelang hun andere verplichtingen, persoonlijke vaardigheden en beperkingen. Vaak kan slechts één extra mandaat te veel zijn indien het bedrijf in moeilijkheden verkeert of de bestuurder al andere belangrijke verantwoordelijkheden heeft (Kiel & Nicholson, 2006).

Binnen de context van de institutionele omgeving, die eerder aangehaald werd in het eerste onderdeel van de literatuurstudie, is bedrijfsgrootte een belangrijke variabele om rekening mee te houden. Het onderzoek van Latif et al. (2020) geeft aan dat bedrijfsgrootte een element vormt dat eventueel de activiteiten of de besluitvorming van een onderneming kan verhinderen. Een aanzienlijke bedrijfsgrootte gaat gepaard met een verhoogde complexiteit, waardoor er meer advisering en monitoring vereist is. Bovendien zal hierdoor de tijdsdruk ook groeien, wat het voornaamste probleem vormt voor drukbezette bestuurders. Hierdoor wordt het voor deze bestuurders moeilijker om in een omvangrijk bedrijf goede monitorings- en adviseringsdiensten te leveren. Deze overwegingen geven weer dat de combinatie van drukbezette bestuurders en grotere ondernemingen een slechte koppeling kan zijn voor de doeltreffendheid van het bestuur in een slechte institutionele context (Latif et al., 2020).

Bijgevolg kunnen we aannemen dat de bedrijfsgrootte zorgt voor een matiging van de negatieve invloed van meervoudige bestuursmandaten op de bedrijfsprestaties in zwakke institutionele omgevingen. Dit wil zeggen dat het negatieve effect meer uitgesproken zal zijn naarmate de omvang van het bedrijf toeneemt. Hierdoor is de ondernemingsgrootte een essentiële variabele in het onderzoek naar corporate governance, aangezien het verband houdt met de governance-eisen van een organisatie.

2.3.2 De positieve effecten van meervoudige bestuursmandaten

De reputatiehypothese geeft de positieve effecten weer die verbonden zijn aan meerdere bestuursmandaten. De literatuur toont aan dat drukbezette bestuurders beter in staat zijn om het management te adviseren en te controleren. Dit komt omdat deze bestuurders meer ervaring hebben en door hun reputatie veel connecties hebben opgebouwd (Brown et al., 2019). Ze zijn in staat om kosten te verlagen en waarde-verlagende overnames te ontmoedigen. Bovendien worden deze bestuurders gezien als een manier voor bedrijven om toegang te verkrijgen tot hun externe omgeving (Zahra & Pearce, 1989). Ze kunnen een belangrijke rol spelen om middelen zoals kapitaal te verkrijgen. Daarnaast kunnen ze dingen bijleren over bepaalde managementstijlen of strategieën die in andere bedrijven toegepast worden (Booth & Deli, 1996). Hieronder zal er dieper ingegaan worden op de bovenstaande vermelde voordelen.

De connecties die bestuurders krijgen via hun meervoudige mandaten kunnen ingezet worden om waarde toe te voegen op drie verschillende manieren. Ten eerste kunnen de connecties dienen voor het verkrijgen van middelen en ondersteuning van hun externe belanghebbenden (Chakravarty & Rutherford, 2017). Deze middelen kunnen de ondernemingsprestaties aanzienlijk beïnvloeden. Zo kan de bestuurder bijvoorbeeld contacten leggen die de onderneming toegang geeft tot aantrekkelijke kapitaaltarieven. Indien de drukbezette bestuurder een goede reputatie heeft opgebouwd, is hij in staat om partijen te overtuigen om met hem zaken te doen. Ten tweede vormen drukbezette bestuurders een communicatieve schakel om informatie te delen en te ontvangen met

de externe omgeving (Zahra en Pearce, 1989). Ze zetelen namelijk in de Raad van Bestuur van verschillende bedrijven. Elk individueel bedrijf heeft zijn specifieke vaardigheden en huisstijl waarvan de bestuurder kan bijleren. Deze vergaarde kennis kan hij bovendien delen met andere bedrijven, waardoor prestaties verhoogd kunnen worden. Hierdoor is de bestuurder in staat om in elk bedrijf een netwerk op te bouwen, waardoor hij zijn connecties nog extra kan vergroten (Hung, 1998). Ten derde spelen ze een grote rol bij het verhogen van de legitimiteit van de organisatie. Deze verhoogde legitimiteit resulteert in een duidelijker en stabiel verband met de activiteiten van de onderneming.

Verder kan er een reputatie-effect optreden indien drukbezette bestuurders actief zijn in goed presterende bedrijven. Dit verhoogt de kans dat ze meerdere mandaten aangeboden krijgen (Pfeffer en Salancik, 1978; Zahra en Pearce, 1989). Bedrijven zijn op zoek naar bestuurders met een goede reputatie. Deze goede reputatie is gekoppeld aan het feit dat ze hun monitoringstaak beter kunnen uitvoeren, wat zorgt voor strenger managementtoezicht en minder waarde-verminderende beslissingen. Bijgevolg hebben deze bestuurders een volharde motivatie om hard te werken en zijn ze waakzaam in hun handelingen.

Het onderzoek van Baccouche et al. (2014) bestudeert wat de impact is van meerdere bestuursmandaten op de frequentie van bestuursvergaderingen. Hun resultaten geven weer dat een opeenstapeling van externe bestuursmandaten de raad van bestuur kan motiveren om de frequentie van zijn vergaderingen te verhogen. Hierdoor kunnen bestuurders met meerdere mandaten een extra kans krijgen om deel te nemen aan andere bijeenkomsten, omdat ze waarschijnlijk niet kunnen deelnemen aan de reguliere bestuursvergaderingen. Deze toename in het aantal bijeenkomsten kan een gelegenheid zijn om te genieten van de kennis en ervaring van bestuurders met meerdere mandaten. Bovendien zorgt dit ervoor dat de communicatie tussen hen en de andere bestuursleden verhoogd kan worden. Uit het onderzoek kan er geconcludeerd worden dat er een positieve samenhang aanwezig is tussen het aantal externe bestuursmandaten en de kans op frequentere bestuursvergaderingen doorheen het jaar. Bovendien ondervond het onderzoek van Shivdasani & Yermack (1999) dezelfde resultaten.

Uit het onderzoek van Kiel & Nicholson (2006) blijkt ten slotte dat bestuurders die in meerdere raden van bestuur actief zijn, geassocieerd worden met een betere corporate governance. Deze bestuurders kunnen hun invloed gebruiken om positieve verbeteringen op het gebied van corporate governance in hun raden van bestuur te verspreiden. Door hun reputatie en kwaliteitsvol imago worden voorstellen van deze bestuurders sneller aanvaard. Bijgevolg worden deze ondernemingen gekenmerkt met bovengemiddelde corporate governance-scores.

2.3.3 Relatie tussen de positieve en negatieve effecten

Bovenstaande tegenstrijdigheid geeft aan dat de negatieve effecten rond meervoudige bestuursmandaten afgewogen dienen te worden tegen de positieve effecten. Afhankelijk van het aantal bestuursmandaten dat bekleed wordt, kan het netto-effect van deze tegenstrijdigheid variëren. Zo verklaart het onderzoek van Ahn et al. (2010) dat een bestuurder nog steeds zijn toezichthoudende taken effectief kan uitvoeren indien hij slechts een beperkt aantal externe bestuursmandaten bekleedt. Ze tonen ook aan dat de beschikbare tijd van de bestuurder overbelast

kan geraken indien de drempel van het aantal externe functies overschreden wordt. Het kan zelfs zo escaleren dat de bestuurder niet meer in staat is om het management te controleren. Hierdoor kunnen er meer waarde-verminderende overnames voorkomen. Er kan geconcludeerd worden dat er een negatief effect bestaat tussen meerdere bestuurdersfuncties en de acquisitieprestaties. Dit resultaat vormt een aanvulling op het onderzoek van Fich & Shivdasani (2006).

De studie van Ahn et al. (2010) heeft aangetoond dat minder drukbezette bestuurders kunnen resulteren in betere overnames. Hiertegenover staat dat bedrijven met te drukbezette bestuurders de neiging hebben om overnames te doen met een waarde-verlagend effect. Dus indien een bestuurder te veel externe mandaten uitoefent, wegen de negatieve effecten zwaarder door dan de positieve effecten. Hieruit kan ook besloten worden dat het optimale aantal bestuursfuncties voor elke bestuurder onbekend is. Daarnaast kan de kwaliteit van een onderneming een invloed uitoefenen om het aantal externe bestuursmandaten te bepalen. Het onderzoek heeft aangetoond dat een kwaliteitsvol bedrijf in staat is om op een succesvolle manier hoogwaardige externe bestuurders aan te trekken (Fama & Jensen, 1983). Zo hebben bedrijven met een aanzienlijke omvang drukbezette bestuurders nodig, zodat ze kunnen omgaan met hun breed scala aan contactpersonen (Booth & Deli, 1996).

Er kan geconcludeerd worden dat ondanks het actief deelnemen in verschillende raden van bestuur de drukbezette bestuurders tal van voordelen kan opleveren, zoals bijkomende bestuurderscompensaties en reputatievoordelen, de kans bestaat dat ze hun taken niet effectief zouden kunnen uitvoeren.

2.4 Dividendpolitiek

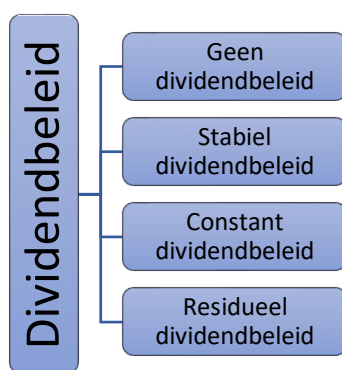
Veel studies omtrent de dividendpolitiek hebben geprobeerd om een antwoord te formuleren op twee vragen. Ten eerste of het dividendbeleid een invloed heeft op de ondernemingswaarde. Ten tweede over welke factoren bepalend zijn voor het dividendbeleid (Labhane & Mahakud, 2016). De bekende onderzoekers, Miller en Modigliani (1961), waren van mening dat het dividendbeleid irrelevant was voor de waardering van de onderneming. Bij deze uitspraak gingen ze uit van een aantal veronderstellingen. Het theorema is enkel geldig in een ideale kapitaalmarkt, zonder belastingen of indien beleggen en lenen op een risicovrije manier kan gebeuren. In de praktijk zijn er natuurlijk wel marktimperfecties. Aandeelhouders kunnen niet zomaar aandelen verkopen zonder kosten en in een normale wereld zijn er wel belastingen van toepassing. Dit verklaart waarom de dividendpolitiek wel praktisch relevant is voor de waarde van een onderneming (Brealey, 2020).

2.4.1 Soorten dividendbeleid

Het dividendbeleid houdt in dat bedrijven bepaalde regels en normen volgen om te besluiten hoeveel ze van haar winst wil uitkeren aan de aandeelhouders (Priya & Mohanasundari, 2016). In samenspraak met de Raad van Bestuur is de algemene vergadering der aandeelhouders verantwoordelijk voor de verwerking van deze winst. Als eerste kan de algemene vergadering ervoor kiezen om de winst in de onderneming te houden en toe te voegen aan hun eigen vermogen. Op

deze manier kunnen ze de liquiditeit van de onderneming in stand houden en de winsten gebruiken voor interne financieringen. Aangezien startende ondernemingen gedurende het begin van hun activiteiten nog geen winst maken, komt deze politiek bij hen vaak voor. Indien er geen dividenden uitgekeerd worden, is het wel moeilijker om nieuwe investeerders aan te trekken. Verder kan deze politiek er wel voor zorgen dat aandelen kunnen stijgen in waarde, omdat alle winsten gebruikt kunnen worden voor interne financieringen.

Ten tweede bestaat er de mogelijkheid om de winst uit te keren. Dit kan op verschillende manieren gebeuren. De onderneming kan haar winst uitkeren aan de aandeelhouders via dividenden, aan zaakvoerders en bestuurders onder de vorm van tantièmes en tot slot via uitkeringen aan de personeelsleden. Daarnaast kan de onderneming kiezen voor een uitkering in de vorm van inkoop van eigen aandelen (Brealey, 2020). De keuze ligt volledig bij de onderneming om te opteren voor een combinatie van bovenstaande alternatieven. Binnen dit onderzoek zal de focus liggen op de dividendpolitiek. Hieronder zullen we dieper ingaan op die verschillende mogelijkheden waarin de dividendpolitiek kan voorkomen. Bedrijven dienen een dividendbeleid op te stellen waarin bepaald wordt op welke manier de winst uitgekeerd zal worden (Priya & Mohanasundari, 2016).



Figuur 2.2: Overzicht soorten dividendbeleid (Farrukh et al., 2017; Baker & Smith, 2006; Lintner, 1956)

Naast de mogelijkheid om geen dividenden uit te keren, zoals besproken in de eerste alinea, kan een bedrijf ervoor kiezen om elk jaar een vast dividend uit te keren aan haar aandeelhouders. Dit wil zeggen dat het dividendbedrag vastligt, ongeacht de winst die dat jaar gerealiseerd werd. Deze mogelijkheid vormt het stabiele dividendbeleid. Volgens Farrukh et al. (2017) heeft deze vorm van dividendpolitiek een positief effect op de aandeelhouders. Een hoge dividenduitkering zorgt namelijk voor een stijging in het vermogen van de aandeelhouders. Het grootste nadeel van dit beleid is dat het dividend niet mee kan groeien met de prestaties van de onderneming. Hierdoor zullen aandeelhouders elk jaar hetzelfde dividend uitgekeerd krijgen, waardoor ze eigenlijk te weinig ontvangen indien de onderneming hoge groeicijfers behaalt (Lintner, 1956).

Een andere mogelijkheid is het constante dividendbeleid. Dit beleid houdt rekening met bovenstaand nadeel dat de dividenden niet mee groeien met de onderneming. Een constant dividendbeleid houdt in dat een bedrijf elk jaar een vast percentage van zijn winst uitkeert aan de aandeelhouders. Hierdoor zullen de dividenduitkeringen verschillen per jaar, naargelang het groeipercentage. Aandeelhouders zullen een hoger dividend ontvangen indien de onderneming groeit en dus meer

winst behaalt. Hiertegenover bestaat wel het risico dat aandeelhouders een lager dividend ontvangen indien de onderneming minder groeit dan de voorbije jaren. Volgens het onderzoek van Lintner (1956) is de payout ratio één van de belangrijkste beslissingen binnen de dividendpolitiek. Via deze ratio kan duidelijk gemaakt worden welk deel van de netto winst gebruikt wordt om uit te keren aan de aandeelhouders. De payout ratio vertoont een sterk positief verband met de toekomstige winstgevendheid en de stabiliteit van de cash flows (Kapoor et al., 2010).

Ten slotte bestaat er de mogelijkheid om voor een residueel dividendbeleid te kiezen. Het is een bekende vorm van een variabel dividendbeleid. Dividenden verschillen naargelang de hoeveelheid winst die er overblijft nadat de onderneming al haar kapitaaluitgaven heeft gefinancierd. Naarmate de cashflows van het bedrijf veranderen, kan het dividend in de toekomst toenemen of afnemen. Deze methode wordt door bedrijven gekozen omdat de kosten enerzijds gedekt kunnen worden en anderzijds kan er voldaan worden aan de behoeften van de aandeelhouders (Baker & Smith, 2006).

2.4.2 Cash dividenden

Een bedrijf heeft twee mogelijkheden om geld uit te keren aan haar aandeelhouders. Dit kan gebeuren via cash dividenden of via de inkoop van eigen aandelen. Deze twee opties vormen een fundamentele beslissing voor beurgenoteerde bedrijven (Sandu et al., 2013). Via een cash dividend wordt er een vast bedrag per aandeel uitgekeerd aan de aandeelhouder en de dividenden zorgen voor uitgaande kasstromen. De uitstroom van kasmiddelen vermindert het vermogen van een onderneming om zichzelf te financieren, vooral als zij beperkte leningsmogelijkheden heeft (Çayır & Altay, 2021). Hierdoor bestaat de kans dat bedrijven beslissen om investeringen uit te stellen of in het slechtste geval zelfs te annuleren. Indien bedrijven wel over voldoende leencapaciteit beschikken, is er vaak een onevenwicht tussen de kosten van de lening en de kosten van het eigen vermogen. Er werd geconstateerd dat interne middelen meestal goedkoper zijn dan externe financieringen. Indien een onderneming een lening verkiest boven het gebruik van het eigen vermogen voor de financiering van een investering, dan zal de gewogen gemiddelde kapitaalkost stijgen (WACC). Een stijging in de WACC zorgt ervoor dat de investeringen van de onderneming zullen afnemen (Brealey, 2020).

2.4.3 Inkoop eigen aandelen

Naast cash dividenden vormt de inkoop van eigen aandelen ook een methode om geld uit te keren aan de aandeelhouders. Door eigen aandelen terug te kopen, verhoogt de winst per aandeel door het aantal uitstaande aandelen te verminderen, zonder daadwerkelijk waarde te creëren voor het bedrijf. De markt zal over het algemeen positief reageren op de inkoop van eigen aandelen. Volgens Grullon & Ikenberry (2000) zorgt de inkoop van eigen aandelen op twee manieren voor extra waarde. Ten eerste ontvangen managers fiscale voordelen wanneer ze overtollig kapitaal willen uitkeren aan hun aandeelhouders. Ten tweede geeft het een signaal aan de markt dat de aandelen ondergewaardeerd zijn en dat het bedrijf bijgevolg de vraag wil laten toenemen.

Een belangrijk punt om voldoende aandacht aan te besteden, zijn de belastingverschillen tussen de inkoop van eigen aandelen en de uitkering van een cash dividend. De inkoop van eigen aandelen wordt belast als een meerwaarde en cash dividenden worden als een inkomen belast. Hierdoor is het fiscaal voordeliger om te kiezen voor de inkoop van eigen aandelen, aangezien er 30% roerende voorheffing betaald moet worden op dividenduitkeringen. Dit vormt een verklaring voor het feit dat de inkoop van eigen aandelen de laatste tijd meer gekozen wordt boven de cash dividenden. Het onderzoek van Grullon & Michaely (2002) bestudeerde of bedrijven kiezen voor de inkoop van eigen aandelen ter vervanging van dividenduitkeringen. Hun resultaten hebben aangetoond dat bedrijven er inderdaad voor gekozen hebben om dividenden te vervangen door de inkoop van eigen aandelen. De fiscale voordelen vormen hier de voornaamste verklaring voor en bovendien verhoogt het ook de waarde van het bedrijf.

Eigen aandelen kunnen ingekocht worden omwille van twee redenen. Zoals hierboven vermeld, kan een organisatie de winst per aandeel verhogen door eigen aandelen terug te kopen. Hierdoor ontstaat er een daling van het aantal uitstaande aandelen, die achteraf vernietigd worden. Doordat de winst over minder aandelen verdeeld moet worden in de toekomst, levert deze methode voordelen op voor de aandeelhouders. Het vormt dus een alternatief op een dividenduitkering. Dit is echter niet de enige reden waarom organisaties de keuze maken om eigen aandelen terug te kopen. Indien aandelen niet vernietigd worden, levert een terugkoop van eigen aandelen weinig tot geen voordeel op voor de aandeelhouders (Grullon & Ikenberry, 2000). De onderneming haalt er voornamelijk zelf voordeel uit doordat ze zich op deze manier wil beschermen tegen vijandige overnames. Hiernaast kunnen de ingekochte aandelen ook als bonus uitgekeerd worden aan het personeel.

Bijgevolg dient er aandacht besteed te worden aan de juridische regelgeving omtrent de terugkoop van eigen aandelen. Via de invoer van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen op 1 mei 2019 (WVV) werden verschillende regels inzake terugkoop van eigen aandelen versoepeld. De meest opvallende wijziging was de afschaffing van de grens van 20% bij de inkoop van eigen aandelen voor de BV en de NV (artikel 5:145 WVV). Bovendien is de BV niet meer verplicht om ingekochte aandelen binnen de twee jaar te vernietigen of over te dragen. Om deze reden vormt de inkoop van eigen aandelen een meer aantrekkelijke transactie dan de uitkering van dividenden. Deze versoepeling is op vennootschapsrechtelijk vlak voelbaar. Hiernaast neemt de algemene vergadering de beslissing om eigen aandelen terug te kopen. Om deze beslissing te voltooien, moeten minimaal 75% van de aandeelhouders voor de terugkoop stemmen (WVV).

2.4.4 Theorieën in verband met de dividendpolitiek

2.4.4.1 Signalling theory

De rol dat een dividend uitvoert, kan verklaard worden volgens twee theorieën. Ten eerste geeft de signalisatietheorie weer dat dividenden gebruikt kunnen worden om informatie te delen met de buitenwereld. Via dividenden kan het bedrijf in contact staan met de markt en communiceren over haar financiële gezondheid. Enerzijds geeft de aankondiging van een dividendstijging weer dat er vertrouwen is in het management. Anderzijds toont een dividenddaling aan dat het management de toekomst minder hoog inschat. Hieruit kunnen we concluderen dat bedrijven niet zomaar hun dividenden kunnen laten stijgen of dalen. Het is de bedoeling dat men de hoogte van een

dividenduitkering in de toekomst kan aanhouden, zodat een dividenddaling voorkomen kan worden. Indien het bedrijf toch genoodzaakt is om haar dividenden te verlagen, dan zal dit resulteren in een sterke koersval (Sanan, 2019). Via dividenden kan een bedrijf ook een bepaald signaal uitsturen over de reputatie van haar managers. Indien een onderneming ervoor kiest om geen dividenden uit te keren, geven ze een negatief signaal over de kwaliteit van haar managers en over de financiële prestaties (La Porta et al., 2000). De signalisatietheorie kan er dus voor zorgen dat de informatieasymmetrie tussen het bedrijf en de buitenwereld verminderd wordt. Hierdoor zal de dividendpolitiek de waarde van de onderneming beïnvloeden.

2.4.4.2 Agency cost theory

Ten tweede kan de agency theorie verklaard worden door de principaal-agent relatie. De theorie verklaart dat er verschillende belangen kunnen ontstaan tussen de principaal (aandeelhouders) en de agenten (management) door een scheiding van eigendom en controle. De werknemers zullen mogelijks hun privédoelen vooropstellen boven de doelstellingen van de onderneming. In een normale bedrijfswerking hebben de belangen van de principaal voorrang op de belangen van de agenten. Hierdoor zullen er kosten gemaakt worden om de agenten te controleren, ook wel 'agency kosten' genoemd. Deze monitoring dient om ervoor te zorgen dat de belangen van beide partijen op elkaar afgestemd worden. De controle kan ook dienen om er zeker van te zijn dat de agenten hun operationele taken op een efficiënte manier zullen uitvoeren (Jensen & Meckling, 1976).

Asymmetrische informatie ligt aan de oorsprong van de meeste agency conflicten. In werkelijkheid beschikken het management vaak over meer interne informatie dan de aandeelhouders. Deze informatie kan gaan over toekomstperspectieven of over de sterke en zwakke punten van de interne bedrijfsprocessen. Deze scheiding tussen eigendom en controle vormt de voornaamste oorzaak van agency conflicten (Jensen et al., 1986).

Het onderzoek van Moh'd et al. (1995) onderzoekt de relatie tussen de agency theorie en het dividendbeleid. De agency theorie geeft weer dat de dividenduitkering een motivatie vormt voor managers om kosten in verband met de principaal-agent relatie te onderdrukken. De agency theorie is bovendien nauw verbonden met de vrije kasstromen, waarover de free cash flow theorie bestaat. Indien er te veel cash aanwezig is binnen een onderneming, zal hier misbruik van gemaakt worden ten koste van de aandeelhouders. Door cash dividenden uit te keren, zal het cashoverschot verminderen. Hierdoor zal het bedrijf gedwongen zijn om externe financieringen te gebruiken om nieuwe investeringen te realiseren. Als gevolg hiervan zal de onderneming automatisch onderworpen worden aan extra controle van de financieringsmarkten. Dit vormt een verklaring voor het feit dat het optimale niveau van dividenden bepaald wordt door een evenwicht te vinden tussen agency kosten en de kosten van externe financieringen.

Zoals eerder vermeld, kunnen dividenden de agency conflicten tussen aandeelhouders en managers verminderen. Dit vormt de voornaamste reden waarom bedrijven tijdens de financiële crisis van 2007 tot 2009 ervoor kozen om een hoog dividendbeleid aan te houden. Volgens d'Udekem (2021) is er nog niet veel onderzoek gedaan naar de persistentie rond het dividendbeleid. Hij toont echter aan

dat aanhoudende dividenduitkeringen een gevolg kan zijn van de agency conflicten tussen managers en aandeelhouders. Dit fenomeen wordt door twee theorieën voorspeld.

De eerste theorie werd aangehaald door La Porta et al. (2000). Hierin werd verklaard dat er door dividenduitkeringen minder inkomsten overblijven die managers kunnen gebruiken voor hun eigen voordelen. Dit komt omdat dividenden zorgen voor een vermindering van de free cash flows. Hierdoor zullen managers minder vermogen hebben om aandeelhouders te onteigenen. Indien bedrijven dividenden blijven uitkeren, kunnen minderheidsaandeelhouders hun controletaak versoepelen. Dividenden zorgen dus voor een vervanging van de monitoring van gespreide aandeelhouders. De theorie van La Porta et al. (2000) verklaart dus dat er een positieve relatie aanwezig is tussen de dividendpersistentie en de aandeelhoudersspreiding.

De tweede theorie werd aangehaald door Allen et al. (2000). Deze theorie toont aan dat een genereus dividendbeleid aandeelhouders aantrekt vanwege belastingvoordelen. Dividenduitkeringen kunnen ervoor zorgen dat er meer instellingen aangetrokken worden. Na het beleggen houden de aandeelhouders bedrijven veel nauwlettender in de gaten dan minderheidsaandeelhouders en proberen ze ervoor te zorgen dat de waarde van hun investeringen worden beschermd. De financiële crisis werd in dit onderzoek gebruikt om bovenstaande theorieën te testen. Beide theorieën voorspellen een agency motief voor de persistentie van het dividendbeleid.

2.5 De invloed van meervoudige bestuursmandaten op de dividendpolitiek

De effecten van meervoudige bestuursmandaten op de dividendpolitiek werd uitdrukkelijk onderzocht in het wetenschappelijk artikel van Benson et al. (2022). Om de resultaten van deze studie op een goede manier te interpreteren, is het belangrijk om te verwijzen naar het onderscheid tussen interne en externe bestuurders. Beide type bestuurders brengen verschillende effecten teweeg op de bedrijfsuitkering. Dit komt omdat interne en externe bestuurders andere voorkeuren, plannen en prioriteiten hebben.

Benson et al. (2022) onderzocht het effect van deze twee soorten drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek. Hun resultaten toonden aan dat interne en onafhankelijke bestuurders andere voorkeuren hebben op gebied van uitkering. Zo zijn bedrijven met drukbezette interne bestuurders eerder geneigd om aandelen in te kopen. In vergelijking met bedrijven met minder drukbezette interne bestuurders kopen ze ook meer aandelen in. Hiernaast ondervonden ze dat bedrijven met drukbezette onafhankelijke bestuurders eerder ervoor kiezen om dividenden uit te keren. De dividenden die ze uitkeren, zijn ook hoger in vergelijking met bedrijven met minder drukbezette onafhankelijke bestuurders. Drukbezette bestuurders zullen in het algemeen zorgen voor een toename in de dividenduitkering en de terugkoop van eigen aandelen (Benson et al., 2022). Het type bestuurder zal dus van belang zijn voor het soort uitkeringsbeleid. Bovendien werd aangetoond dat de SOx wet en de verlaging in de dividendbelasting van 2003 geen invloed hadden op de positieve relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Ondanks dat beide aspecten geen invloed hadden op de positieve relatie, zorgden ze wel voor een verlaging in het niveau van de

uitgekeerde dividenden. Deze bevinding geeft een aanleiding voor de negatieve relatie tussen drukbezette raden van bestuur en de dividendpolitiek, aangehaald door Sun en Yu (2022). Verder ondervonden Benson et al. (2022) dat volwassen bedrijven meer geneigd zijn om dividenden uit te keren en terugkopen te doen. Dit komt omdat volwassen bedrijven minder volatiele winsten hebben en minder financiële flexibiliteit nodig hebben. Deze bedrijven zijn in staat om hun hoge routinematige winsten uit te keren als dividenden.

Als we de redenering van de reputatiehypothese volgen, kunnen we besluiten dat bedrijven met drukbezette bestuurders ervoor kiezen om hun aandeelhouders winst uit te keren. Ze zijn bereid om de uitgekeerde winst te verhogen, opdat de agency conflicten kunnen verminderen. Bovendien proberen ze op die manier ook hun aandeelhoudersrendement te verbeteren. Hiertegenover staat de busyness hypothese. Deze hypothese gaat ervan uit dat er een negatieve link bestaat tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Deze veronderstelling werd verklaard door Sun en Yu (2022).

Het onderzoek van Sun en Yu (2022) onthult een negatief verband tussen een drukbezette raad van bestuur en de uitkeer van dividenden. De kans is dus kleiner dat bedrijven dividenden uitkeren indien onafhankelijke bestuurders meerdere mandaten vervullen bij externe bedrijven. Bovendien is de kans groot dat deze drukbezette bestuurders zullen profiteren van de hoge agency kosten, doordat er minder tijd overblijft voor monitoring en controle (Carpenter & Westphal, 2001). Doordat bestuurders in meerdere raden zetelen, hebben ze minder beschikbaarheid en toewijding voor elke individueel bedrijf, waardoor er minder dividenden uitgekeerd worden. Hiernaast is er ook een negatief verband aanwezig tussen drukbezette bestuurders en de inkoop van eigen aandelen. Volgens Sun en Yu (2022) kan dit verband verklaard worden volgens verschillende argumenten. Enkel indien deze argumenten van toepassing zijn, zal het negatieve verband significant zijn.

Ten eerste is de negatieve associatie onderhevig aan bedrijfsinnovatie. Innovatieve bedrijven, bedrijven met aanzienlijke onderzoek en ontwikkeling uitgaven, hebben veel investerings- en groeimogelijkheden. Hierdoor hebben ze voldoende financiering nodig om investeringen te kunnen doen. Het management heeft de bevoegdheid om een keuze te maken tussen interne of externe middelen om investeringen te financieren (Gugler, 2003; Yin, 2009; Ahuja & Novelli, 2017). Dit vormt de reden waarom innovatieve ondernemingen gekenmerkt worden met hogere agency kosten. Volgens hun onderzoek zal de impact van de drukbezette onafhankelijke bestuurders op de agency kosten vergroot worden (Faleye et al., 2018).

Ten tweede speelt de leeftijd van drukbezette bestuurders een belangrijke rol voor de verklaring van de dividendpolitiek. Zo is gebleken dat bedrijven met relatief jonge onafhankelijke drukbezette bestuurders een hogere kans hebben om dividenden uit te keren. Onderzoek van Sun en Yu (2022) toont aan dat jonge bestuurders beter in staat zijn om het management op een goede manier te controleren en om agency kosten te verminderen door de uitkering van dividenden. Hierdoor zullen de agency kosten lager zijn in ondernemingen die bestuurd worden door jonge drukbezette bestuurders (Tahir et al., 2020). Bovendien werd aangetoond dat indien jonge onafhankelijke bestuurders overbelast geraken door de extra mandaten in externe bedrijven, dat hun monitoring dan meer achteruit gaat dan die van oudere onafhankelijke bestuurders.

Ten derde spelen de economische omstandigheden een rol in het bepalen van het negatieve verband tussen meervoudige bestuursmandaten en de dividendpolitiek. Om dit effect te verklaren, werd de financiële crisis van 2008 in kaart gebracht. Onderzoek van Sun en Yu (2022) gaf aan dat dividenduitkeringen beïnvloed kunnen worden door macro-economische omstandigheden, zoals bijvoorbeeld de financiële crisis. Tijdens een crisis worden bedrijven geconfronteerd met dalende cash flows, waardoor dividenduitkeringen zullen afnemen.

In een onderzoek van Sharma (2011) worden een aantal andere belangrijke determinanten aangehaald in verband met de dividendpolitiek van een onderneming. Er werd onderzocht hoe de dividendpolitiek beïnvloed werd door de onafhankelijkheid van de raad van bestuur, de ambtstermijn van de onafhankelijke bestuurders en het aantal bezette bestuurszetels. De resultaten tonen aan dat dat er geen verband bestaat tussen drukbezette onafhankelijke bestuurders en de inkoop van eigen aandelen, wat overeenkomt met de bevindingen van Benson et al. (2022). Hiernaast ondervond Sharma (2011) dat de onafhankelijkheid van bestuurders en de ambtstermijn wel positief geassocieerd konden worden met de dividendpolitiek. Dit komt omdat onafhankelijke bestuurders aangemoedigd worden om hun reputatie toonbaar te maken aan de markt (Linck et al., 2009). Door deze verhoogde onafhankelijkheid van de raad zal het interne toezicht verbeteren, waardoor het management makkelijk gedisciplineerd kan worden. Bijgevolg zal dit resulteren in een hogere uitkering. Drukbezette bestuurders daarentegen werden negatief geassocieerd met de drang om dividenden uit te keren. Deze laatste bevinding is in tegenstrijd met die van Benson et al. (2022). Daarnaast werd er een verband aangetoond tussen de langere ambtstermijn van onafhankelijke bestuurders en de neiging om hogere dividenden uit te keren. Hieruit kan geconcludeerd worden dat het aantal mandaten van een bestuurder best niet beperkt wordt.

3. Hypotheseopbouw

3.1 Reputatiehypothese

Zoals in de literatuur werd aangehaald, bestaan er twee concurrerende hypothesen over de effectiviteit van bestuurders met meervoudige mandaten. De reputatiehypothese suggereert dat drukbezette bestuurders meer ervaring hebben dan niet-drukbezette bestuurders, aangezien ze door middel van hun reputatie veel connecties hebben opgebouwd (Brown et al., 2019). Hierdoor zijn ze beter in staat om het management te adviseren en te monitoren in tegenstelling tot bestuurders die niet drukbezet zijn. Deze hypothese geeft weer dat meerdere mandaten kunnen zorgen voor een hogere kwaliteit van de bestuurder (Fama & Jensen, 1983). De reputatiehypothese voorspelt dat bedrijven met drukbezette bestuurders ervoor kiezen om meer van hun winsten uit te keren aan de aandeelhouders. Bedrijven doen dit om agency conflicten te verminderen en om te zorgen voor een hoger rendement voor de aandeelhouders.

Het onderzoek van Benson et al. (2022) geeft het positieve verband weer tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Dit verband ligt in lijn met de reputatiehypothese, die het positieve effect van drukbezette bestuurders aanhaalt. In het onderzoek van Benson et al. (2022) werd een onderscheid gemaakt tussen interne en onafhankelijke bestuurders om het effect tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek te achterhalen. Hun resultaten toonden aan dat het type bestuurder bepalend is voor de soort uitkering. Interne en onafhankelijke bestuurders hebben namelijk andere voorkeuren, plannen en prioriteiten. Het onderzoek leidde tot de conclusie dat bedrijven met drukbezette interne bestuurders er eerder voor kiezen om aandelen terug te kopen. In vergelijking met bedrijven met minder drukbezette interne bestuurders kopen ze ook meer aandelen terug. Hiernaast ondervonden ze dat bedrijven met drukbezette onafhankelijke bestuurders er eerder voor kiezen om dividenden uit te keren. De dividenden die ze uitkeren zijn hoger in vergelijking met bedrijven met minder drukbezette onafhankelijke bestuurders. Bijgevolg oefenen beide types drukbezette bestuurders een positieve invloed uit op de dividendpolitiek (Benson et al., 2022). Dit kan verklaard worden doordat drukbezette bestuurders veelzijdige ervaringen hebben opgedaan, waardoor ze beter in staat zijn om het management te adviseren over diverse kwesties. Bovendien toonde het onderzoek van Sharma (2011) aan dat de onafhankelijkheid van een drukbezette bestuurder positief geassocieerd kan worden met de dividendpolitiek. Onafhankelijke bestuurders worden namelijk aangemoedigd om hun reputatie toonbaar te maken aan de markt. De verhoogde onafhankelijkheid die ze in de raad brengen, zorgt voor een verbetering binnen het interne toezicht. Hierdoor kan het management makkelijker gedisciplineerd worden, wat zorgt voor hogere dividenduitkeringen.

3.2 Busyness hypothese

De busyness hypothese geeft het tegenovergestelde effect van de reputatiehypothese weer. De busyness hypothese stelt dat drukbezette bestuurders wegens tijdsdruk onvoldoende monitoring en advies kunnen verlenen aan het management (Kiel & Nicholson, 2006; Brown et al., 2019). Bedrijven kunnen geassocieerd worden met zwak ondernemingsbestuur, lage market-to-book verhoudingen en een zwakke winstgevendheid indien de bestuurders drie of meer functies bekleden (Fich &

Shivdasani, 2006). Deze hypothese geeft de negatieve aspecten van drukbezette bestuurders weer en ligt in lijn met het onderzoek van Sun en Yu (2022). Hun onderzoek toont een negatieve relatie aan tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Ze ondervonden dat bedrijven lagere dividenduitkeringen doorvoerden wegens de aanwezigheid van drukbezette onafhankelijke bestuurders. Deze bestuurders zetelen in verschillende raden, waardoor ze minder toewijding hebben voor elk individueel bedrijf. Bovendien is de kans groot dat deze drukbezette bestuurders zullen profiteren van de hoge agency kosten, doordat er minder tijd overblijft voor controle en monitoring (Carpenter & Westphal, 2001).

De literatuur bevestigt dat er een relatie bestaat tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Echter is het wel onduidelijk wat de aard van deze relatie is, aangezien diverse onderzoeken tegengestelde resultaten opleveren (Sharma, 2011; Sun & Yu, 2022; Benson et al., 2022). Het onderzoek van Benson et al. (2022) bevestigt dat er een positief verband bestaat tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Deze bevinding ligt in lijn met de conclusie van Sharma (2011). Echter toont het onderzoek van Sun en Yu (2022) aan dat er een negatief verband aanwezig is tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Op basis van deze studies is het moeilijk om de aard van de relatie tussen beide elementen te verklaren. Aan de hand van de soort relatie zijn bedrijven in staat om een betere kennis te verwerven omtrent de implicaties van drukbezette bestuurders op het dividendbeleid van een onderneming. Om te achterhalen hoe het verband tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek in Belgische beursgenoteerde bedrijven eruit ziet, formuleren we de eerste hypothese van dit onderzoek als volgt:

H1: Er bestaat een verband tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek.

Deze hypothese wordt gebruikt om te testen of er een verband bestaat tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Bovendien kan er via deze hypothese geconcludeerd worden of dit verband eerder positief of negatief van aard zal zijn in de Belgische context.

Hiernaast is het van belang dat we deze hypothese verder onderverdelen. In diverse onderzoeken wordt enerzijds het verband onderzocht tussen drukbezette bestuurders en de dividenduitkering. Anderzijds wordt het verband tussen drukbezette bestuurders en de terugkoop van eigen aandelen onderzocht (Sharma, 2011; Sun & Yu, 2022; Benson et al., 2022). Deze opsplitsing van de dividendpolitiek is voor dit onderzoek van belang om een antwoord te kunnen formuleren op de derde deelvraag: 'Hoe beïnvloeden drukbezette bestuurders de keuze tussen een dividenduitkering en de terugkoop van eigen aandelen?'. De onderverdeling van de eerste hypothese ziet er als volgt uit:

H1_a: Er bestaat een verband tussen drukbezette bestuurders en de terugkoop van eigen aandelen.

H1_b: Er bestaat een verband tussen drukbezette bestuurders en de dividenduitkering.

In het volgende onderdeel wordt deze hoofdhypothese verder aangevuld door de moderator 'bedrijfsgrootte'.

3.3 Moderator

3.3.1 Bedrijfs grootte

Zoals eerder werd aangehaald in de literatuurstudie, vormt de bedrijfs grootte een belangrijke variabele om in deze thesis rekening mee te houden. Het onderzoek van Latif et al. (2020) gaf aan dat de bedrijfs grootte een element vormt dat eventueel de activiteiten of besluitvorming van de onderneming kan verhinderen. Een aanzienlijke bedrijfs grootte gaat gepaard met een verhoogde complexiteit, waardoor er meer advisering en monitoring vereist is. Hierdoor zal de tijdsdruk voor drukbezette bestuurders enorm toenemen. Zoals in de literatuurstudie aangehaald werd, vormt tijdsdruk één van de grootste negatieve effecten van meervoudige bestuursmandaten. Tijdsdruk maakt het voor drukbezette bestuurders moeilijker om in een omvangrijk bedrijf goede monitorings- en adviesdiensten te leveren. Dit effect ligt in lijn met de busyness hypothese, die voorspelt dat drukbezette bestuurders wegens tijdsdruk onvoldoende monitoring en advisering kunnen verschaffen aan het management (Kiel & Nicholson, 2006).

Ondanks deze tijdsdruk zijn drukbezette bestuurders wel in staat om op een goede manier om te gaan met de verhoogde complexiteit die gepaard gaat met een aanzienlijke bedrijfs grootte. Drukbezette bestuurders vormen een communicatieve schakel om informatie te delen en te ontvangen met de externe omgeving (Zahra en Pearce, 1989). Ze zijn hiertoe in staat doordat ze in de raden van bestuur van verschillende bedrijven zetelen. Elk individueel bedrijf heeft zijn specifieke vaardigheden en huisstijl waarvan de bestuurder kan leren. Deze vergaarde kennis kan hij delen met andere bedrijven waarin hij actief is, waardoor prestaties verhoogd kunnen worden. Hierdoor is de drukbezette bestuurder in staat om in elk bedrijf een netwerk op te bouwen, waardoor hij zijn connecties nog extra kan vergroten (Hung, 1998). Door deze vergaarde kennis en ervaringen kan de bestuurder beter omgaan met de complexiteit binnen een groot bedrijf ten opzichte van een bestuurder met minder mandaten.

De studie van Fich & Shivdasani (2006) verklaarde dat er een positieve relatie aanwezig is tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfs grootte. Bijkomend toonde dit onderzoek aan dat drukbezette bestuurders vaker voorkomen in grotere ondernemingen. Doordat ze zelf een groot netwerk hebben opgebouwd en kennis hebben over de gang van zaken in omvangrijke bedrijven, vormen ze de ideale contractpersoon voor grote bedrijven (Booth & Deli, 1996).

Bovenstaande studies hebben een direct effect getest tussen drukbezette bestuurders en de bedrijfs grootte. In dit onderzoek zal de bedrijfs grootte echter als modererende variabele opgenomen worden, omdat grote bedrijven geneigd zijn om meer dividenden uit te keren dan kleine ondernemingen (Sharma, 2011; Sun & Yu, 2022). Bijkomend werd aangetoond dat de bedrijfs grootte een invloed heeft op de relatie tussen drukbezette bestuurders en de prestaties van de onderneming (Fich & Shivdasani, 2006). Door de bedrijfs grootte als modererende variabele op te nemen in dit onderzoek, kan er achterhaald worden of de variabele mogelijk een invloed heeft op de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Dit verband wordt via onderstaande hypothesen getest:

H2: Het effect van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek wordt gemodereerd door de bedrijfsgrootte.

H2_a: Het effect van drukbezette bestuurders op de terugkoop van eigen aandelen wordt gemodereerd door de bedrijfsgrootte.

H2_b: Het effect van drukbezette bestuurders op de dividenduitkering wordt gemodereerd door de bedrijfsgrootte.

Doordat er in de basishypothese nog geen duidelijke richting wordt vooropgesteld met betrekking tot het verband tussen drukbezette bestuurder en de dividendpolitiek, is het moeilijk om vooraf te voorspellen in welke richting de moderator bedrijfsgrootte het verband zal beïnvloeden. Hierdoor moet er rekening gehouden worden met het feit dat bovenstaande hypothesen twee richtingen uit kunnen gaan. Afhankelijk van een positieve of een negatieve relatie die gemeten wordt bij de eerste hypothese, zal de bedrijfsgrootte het verband tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek beïnvloeden. Om wille van deze reden wordt er in de tweede hypothese aangegeven dat de bedrijfsgrootte een moderatie-effect uitoefent op het verband tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabele.

4. Methodologie

Naast alle bevindingen die de literatuurstudie ons heeft bijgebracht en de uiteenzetting van de hypothesen, volgt er in dit hoofdstuk meer uitleg over de aanpak van het empirisch onderzoek. Als eerste wordt er weergegeven welke soort data er voor dit onderzoek gebruikt wordt en er volgt meer uitleg over de dataverzameling. Bovendien wordt er verduidelijkt hoe de dataset tot stand is gekomen door gebruik te maken van gegevens uit de Bel-first database. Hierna volgt het onderzoeksmodel en een uiteenzetting van de afhankelijke, onafhankelijke, controle- en modererende variabelen. Bijkomend wordt er toegelicht hoe deze variabelen gemeten worden.

4.1 Dataverzameling

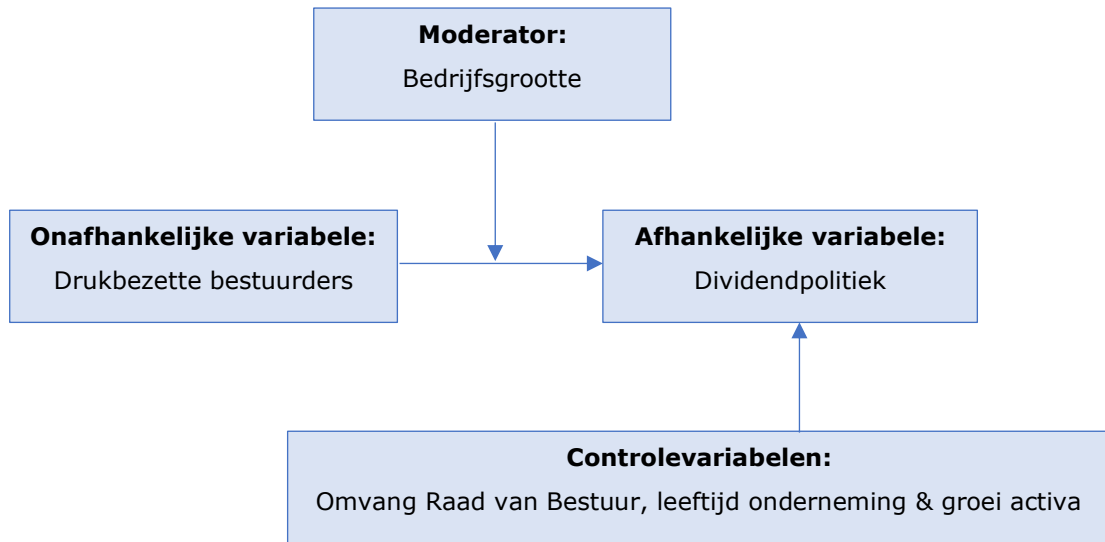
Doorheen deze thesis wordt er gebruik gemaakt van verzamelde kwantitatieve data, afkomstig van de Bel-first database van het Bureau van Dijk. Deze database bevat uitgebreide bedrijfsinformatie over ondernemingen in België en Luxemburg. Over deze bedrijven worden er jaarrekeningen, aandelengegevens en nog veel meer financiële kerngetallen ter beschikking gesteld. In de Bel-first database zijn gegevens beschikbaar over 225 beursgenoteerde bedrijven. In deze thesis ligt de focus op de Belgische context, waardoor er een steekproef overblijft van 146 Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Echter dient er een verder onderscheid gemaakt te worden. Financiële instellingen, zoals banken en financiële holdings, worden niet mee opgenomen in de steekproef om een vertekend beeld van de resultaten te voorkomen. De voornaamste reden hiervoor is dat de busyness regeling van bestuurders voor financiële bedrijven anders is dan voor niet-financiële bedrijven. Bijkomend zijn er voor financiële bedrijven specifieke regels van toepassing voor de samenstelling van hun Raad van Bestuur (Lee & Suh, 2011). Hierdoor worden deze bedrijven geëlimineerd uit de dataset. De financiële instellingen kunnen achterhaald worden via de ter beschikking gestelde NACE BEL codes uit de database.

Hiernaast dient er een bijkomende selectie toegepast te worden op de dataset. Bedrijven waarvan er onvoldoende data beschikbaar is om de nodige variabelen te berekenen, worden verwijderd uit de steekproef. Na het elimineren van deze bedrijven blijft er een dataset over van 100 Belgische beursgenoteerde bedrijven. Bovendien hebben de gegevens allemaal betrekking op het laatste beschikbare jaar, namelijk 2021. De data van deze steekproef zal geanalyseerd worden om een antwoord te kunnen formuleren op de onderzoeksvraag en de bijkomende deelvragen.

4.2 Onderzoeksmodel

Hieronder wordt er een schematisch overzicht weergegeven van de gekozen variabelen. Deze visuele voorstelling verduidelijkt hoe de variabelen met elkaar in verband staan. In het volgende onderdeel wordt er een duidelijk overzicht geschetst van de gekozen variabelen en wordt er weergegeven hoe deze variabelen gemeten zullen worden.



Figuur 4.1: Onderzoeksmodel

4.3 Variabelen

4.3.1 Afhankelijke variabelen

De dividendpolitiek wordt in deze thesis gedefinieerd als afhankelijke variabele. Een onderneming heeft twee mogelijkheden om geld uit te keren aan de aandeelhouders, namelijk via een dividenduitkering of door eigen aandelen terug te kopen. De ratio van zowel de dividenden als de terugkoop van eigen aandelen zullen gebruikt worden als parameter voor de dividendpolitiek. Beide ratio's worden berekend aan de hand van de marktwaarde van het eigen vermogen in plaats van de totale winst. Aangezien er diverse bedrijven geen winst maar verlies maken op het einde van het boekjaar, zouden deze bedrijven verwijderd moeten worden uit de dataset. Om te vermijden dat de dataset te klein zou worden, werd de marktwaarde van het eigen vermogen gekozen om de ratio's te berekenen (Sharma, 2011).

Om de totale uitkering van een bedrijf weer te geven, wordt er gebruik gemaakt van de totale payout ratio. Deze ratio is de som van de terugkoop van eigen aandelen en de dividenduitkeringen, uitgedrukt als een percentage van de marktwaarde van het eigen vermogen. De totale payout ratio wordt mee opgenomen in dit onderzoek zodat de totale dividendpolitiek in kaart gebracht kan worden.

4.3.1.1 Terugkoop eigen aandelen

Door eigen aandelen terug te kopen, verhoogt de winst per aandeel door het aantal uitstaande aandelen te verminderen, zonder daadwerkelijk waarde te creëren voor het bedrijf. Om de terugkoop van eigen aandelen te bepalen, wordt er gebruik gemaakt van de actiefpost 'eigen aandelen' op de balans. De balans wordt voor elk bedrijf ter beschikking gesteld via de Bel-first database. De terugkoop van eigen aandelen kan op onderstaande manier berekend worden:

TERUGKOOP_PAYOUT = *Terugkoop eigen aandelen / marktwaarde van het eigen vermogen*

Terugkoop eigen aandelen = Eigen aandelen_t – Eigen aandelen_{t-1}

t = Laatst beschikbare boekjaar (2021)

t-1 = Boekjaar voor het laatst beschikbare boekjaar (2020)

Via deze berekening kan precies berekend worden hoeveel eigen aandelen er per bedrijf per jaar teruggekocht worden. Deze methode werd ook gehanteerd in het onderzoek van Sun & Yu (2022) en Fama & French (2001). Indien de terugkoop een negatief getal weergeeft, kan er geconcludeerd worden dat er voor dat jaar aandelen vernietigd werden in plaats van teruggekocht. Voor de ondernemingen waar dit voorkomt, wordt het negatieve getal veranderd in een nul omdat de onderneming in principe geen terugkoop van eigen aandelen heeft doorgevoerd. Indien bedrijven gedurende een bepaald jaar geen aandelen hebben teruggekocht, zal deze variabele ook een waarde van nul krijgen. Zoals hierboven vermeld, wordt de ratio berekend via de marktwaarde van het eigen vermogen.

TERUGKOOP_DUMMY

1 als de onderneming eigen aandelen terugkoopt

0 als de onderneming geen eigen aandelen terugkoopt

Naast de terugkoop_payout variabele wordt er een dichotome variabele gebruikt omtrent de terugkoop van eigen aandelen. Hiermee wordt onderzocht of drukbezette bestuurders de keuze van een bedrijf beïnvloeden om eigen aandelen terug te kopen. De dichotome variabele krijgt een waarde van 1 indien het bedrijf eigen aandelen heeft teruggekocht. Indien het bedrijf geen eigen aandelen heeft teruggekocht, zal de variabele een waarde van 0 aannemen.

4.3.1.2 Dividenden

Naast de terugkoop van eigen aandelen kan een onderneming ook winst uitkeren aan haar aandeelhouders via een dividenduitkering. Er is geen berekening nodig om de waarde van de uitgekeerde dividenden te bepalen. Het bedrag hiervan wordt onmiddellijk door de Bel-first database ter beschikking gesteld. Indien bedrijven voor een bepaald jaar geen dividenden hebben uitgekeerd, zal deze variabele een waarde van nul krijgen. Opnieuw wordt er gebruik gemaakt van de marktwaarde van het eigen vermogen om de ratio van deze variabele te berekenen (Sharma, 2011).

DIVIDEND_PAYOUT = *Dividenden / marktwaarde van het eigen vermogen*

DIVIDEND_DUMMY

1 als de onderneming dividenden uitkeert

0 als de onderneming geen dividenden uitkeert

Dividend_dummy is naast de dividend_payout variabele een bijkomende dichotome variabele in verband met de dividenden. Deze variabele zal in logistische regressies gehanteerd worden om te achterhalen of drukbezette bestuurders een invloed uitoefenen op de keuze om dividenden uit te keren. Indien een bedrijf ervoor kiest om dividenden uit te keren, zal deze variabele een waarde van 1 aannemen. De variabele zal een waarde van 0 toegekend krijgen indien de onderneming geen dividenden uitkeert.

4.3.1.3 Totale payout

De totale payout ratio geeft de som weer van de terugkoop van eigen aandelen en de uitgekeerde dividenden, uitgedrukt als een percentage van de marktwaarde van het eigen vermogen. De totale payout is gelijk aan de uitgekeerde dividenden indien het bedrijf dat jaar geen terugkoop van eigen aandelen doorvoert. Omgekeerd zal de totale payout gelijk zijn aan de terugkoop van eigen aandelen indien het bedrijf dat jaar geen dividenden uitkeert. Bovendien zal deze financiële maatstaf een waarde van nul krijgen indien het bedrijf beslist om geen winst uit te keren aan de aandeelhouders. Deze ratio wordt berekend volgens onderstaande methode:

TOTAAL_PAYOUT = *Totale payout / marktwaarde van het eigen vermogen*

Totale payout = terugkoop eigen aandelen + dividenden

TOTAAL_DUMMY

1 als het bedrijf dividenden uitkeert of eigen aandelen terugkoopt

0 als het bedrijf geen dividenden uitkeert en geen eigen aandelen terugkoopt

Totaal_dummy is naast de totaal_payout variabele een bijkomende dichotome variabele in verband met de dividendpolitiek. De dichotome variabele krijgt een waarde van 1 indien het bedrijf beslist om haar aandeelhouders te vergoeden. Dit kan gebeuren op twee manieren, namelijk door dividenden uit te keren of door eigen aandelen terug te kopen. Via deze tweede optie stijgt de winst per aandeel, waardoor de aandeelhouders kunnen genieten van een verhoogde vergoeding. De variabele zal een waarde van 0 aannemen indien het bedrijf geen vergoeding uitkeert aan haar aandeelhouders.

4.3.2 Onafhankelijke variabelen

In deze thesis worden de drukbezette bestuurders gedefinieerd als onafhankelijke variabele. Het is bijgevolg noodzakelijk om te bepalen vanaf hoeveel mandaten we een bestuurder als drukbezet kunnen beschouwen. Uit de literatuurstudie is duidelijk geworden dat hierover geen éénduidige regels bestaan. Hierdoor is het van groot belang dat we deze variabele goed afbakenen, voordat we overgaan op de analyse van de gegevens. In dit onderzoek worden verschillende maatstaven gebruikt om te achterhalen of een bestuurder al dan niet als drukbezet beschouwd kan worden. Er worden drie maatstaven gehanteerd die veel voorkomen in bestaande literatuur (Harris & Shimizu, 2004; Fich & Shivdasani, 2006; Latif et al., 2020), namelijk het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder, het percentage van drukbezette bestuurders en een drukbezette raad van bestuur.

Zoals in de literatuurstudie werd aangehaald, bestaan er verschillende perspectieven over het aantal mandaten dat een bestuurder tegelijk kan uitvoeren. Volgens de Australian Shareholders' Association (ASA) zou een bestuurder slecht presteren indien hij meer dan vijf mandaten tegelijk uitvoert. Hiernaast wordt een drukbezette bestuurder gelinkt aan een zwak ondernemingsbestuur, lage market-to-book verhoudingen en een zwakke winstgevendheid indien hij drie of meer functies uitoefent (Fich & Shivdasani, 2006). Een bijkomende maatstaf werd gegeven door de National Association of Corporate Directors (NACD, 1996). Ze raden aan dat senior bedrijfsleiders en CEO's er best voor zorgen dat ze niet meer dan drie externe bestuursfuncties voor hun rekening nemen. Volgens de recente corporate governance code van 2020 worden bestuurders afgeraden om meer dan vijf mandaten tegelijk te bekleden.

Door al deze verschillende adviezen moet er voldoende aandacht besteed worden aan het selecteren van het aantal mandaten per bestuurder uit de database, omdat dit geen eenvoudig proces is. Het is van groot belang om de juiste data te classificeren zodat we betekenisvolle resultaten kunnen bekomen. Het kan voorkomen dat een bestuurder actief is in de raad van bestuur van zowel het moederbedrijf als die van het dochterbedrijf. In dit geval besluiten we dat dit als één mandaat gezien kan worden om overlappingen te voorkomen. De mandaten die een bestuurder uitoefent binnen dezelfde ondernemingsgroep zijn wellicht minder zwaar en tijdrovend dan mandaten binnen verschillende externe bedrijven. Via de Bel-first database kan het aantal bestuursmandaten per bestuurder opgevraagd worden. Hiervoor moet per bestuurder gecontroleerd worden in hoeveel ondernemingen hij een bestuursmandaat uitoefent. Met betrekking tot deze thesis gaan we ervan uit dat een bestuurder drukbezet is indien hij drie of meer bestuurdersmandaten tegelijk uitoefent. Deze maatstaf werd verkozen boven de maatstaf van vijf mandaten, aangeraden door de corporate governance code van 2020. Bovendien werd de maatstaf van drie mandaten gehanteerd in verschillende wetenschappelijke onderzoeken (Fich & Shivdasani, 2006; Jiraporn et al., 2008; Lee & Lee, 2014; Latif et al., 2020).

Als maatstaf voor *busyness* wordt in deze thesis gekozen voor het percentage van drukbezette bestuurders. Deze maatstaf wordt gemeten door het aantal drukbezette bestuurders te delen door het totale aantal bestuurders in een onderneming. Hiernaast wordt er gebruik gemaakt van het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder als bijkomende maatstaf voor *busyness*. Dit wordt berekend door het totale aantal bestuursmandaten van een onderneming te delen door het totale

aantal bestuurders. Beide maatstaven werden gekozen naar analogie met de studie van Latif et al. (2020) en Benson et al. (2022).

Verder moet er bepaald worden vanaf welke verhouding de raad van bestuur als drukbezet beschouwd kan worden. Hierover waren er geen algemene regels terug te vinden in de literatuur. In deze thesis gaan we ervan uit dat een Raad van Bestuur drukbezet is indien ten minste 50% van de bestuurders drukbezet zijn (Fich & Shivdasani, 2004). Op basis hiervan kunnen we de 'drukbezette raad van bestuur' als een dichotome variabele definiëren. Indien er 50% of meer van de leden van de raad van bestuur drukbezet zijn, neemt de variabele een waarde van 1 aan. Hiernaast zal de variabele een waarde van 0 krijgen indien er minder dan 50% van de leden van de raad van bestuur drukbezet zijn.

Hieronder volgt een overzicht van de maatstaven die gebruikt worden om een definitie van drukbezette bestuurders en een drukbezette raad van bestuur te bepalen:

Drukbezette bestuurders ≥ 3 mandaten

GEM_AANTAL_MANDATEN = *totaal aantal mandaten / totaal aantal bestuurders*

PERCENTAGE_DRUKBEZETTE_BESTUURDERS = *aantal drukbezette bestuurders / totaal aantal bestuurders*

DRUKBEZETTE_RVB_DUMMY

1 als $\geq 50\%$ drukbezette bestuurders

0 als $< 50\%$ drukbezette bestuurders

4.3.3 Controlevariabelen

Zoals in het onderzoeksmodel zichtbaar is, worden er in dit onderzoek drie controlevariabelen opgenomen. Omdat dit soort variabele een invloed kan uitoefenen op de afhankelijke variabelen, is het noodzakelijk om deze toe te voegen aan het model. Indien we de controlevariabelen niet zouden opnemen en als ze toch een effect hebben op het resultaat, dan kan er sprake zijn van *omitted variable bias*. Dit zorgt ervoor dat ons model verkeerd geïnterpreteerd wordt, wat kan leiden tot foutieve conclusies. Door het opnemen van deze controlevariabelen, kan er uitgesloten worden dat het verband tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek veroorzaakt wordt door deze variabelen.

In dit onderzoek zullen de omvang van de Raad van Bestuur, de leeftijd van de onderneming en de groei van de activa gebruikt worden als controlevariabelen. Deze variabelen werden gekozen naar analogie met de studies van Sun en Yu (2022), Benson et al. (2022) en Sharma (2011) waar de dividendpolitiek ook als afhankelijke variabele werd beschouwd. Het is de bedoeling om in het onderzoeksmodel te zoeken naar factoren die een impact zouden kunnen hebben op de dividendpolitiek. Daarnaast is het belang van deze variabelen uitvoerig aan bod gekomen in de literatuurstudie.

4.3.3.1 Omvang Raad van Bestuur

De omvang van de Raad van Bestuur is een bedrijfskenmerk waarvoor in diverse onderzoeken gecontroleerd wordt, omdat ze een effect kunnen hebben op de dividendpolitiek (La Porta et al., 2000; Fama & French, 2001). Deze onderzoeken tonen aan dat het aantal leden in de raad van bestuur de besluitvorming kan beïnvloeden, omdat er in een grote raad van bestuur rekening gehouden moet worden met meerdere partijen. Het nemen van beslissingen in een omvangrijke raad kan zorgen voor onenigheden omtrent de dividendpolitiek. Meerdere bestuurders moeten hun akkoord geven om de keuze te maken om dividenden uit te keren of aandelen terug te kopen. Naar analogie met de studie van Benson et al. (2022) wordt deze controlevariabele berekend door het natuurlijk logaritme te nemen van het totale aantal bestuursleden. Bovendien kan het natuurlijk logaritme helpen om een scheve verdeling meer symmetrisch te maken.

$$\mathbf{OMVANG_RVB} = \ln(\text{Aantal leden raad van bestuur})$$

4.3.3.2 Leeftijd van de onderneming

Doordat het oprichtingsjaar van elk bedrijf beschikbaar is in de Bel-first database, vormt de leeftijd van een onderneming één van de makkelijkste variabelen om te meten. In de database wordt voor elk bedrijf het oprichtingsjaar ter beschikking gesteld. De laatste beschikbare gegevens in de database dateren van het jaar 2021. Door hier het oprichtingsjaar van af te trekken, bekomen we de leeftijd van de onderneming. Bovendien wordt naar analogie met de studie van Sharma (2011) het natuurlijk logaritme gebruikt om een normale verdeling te verkrijgen. De berekening ziet er als volgt uit:

$$\mathbf{LEEFTIJD} = \ln(2021 - \text{oprichtingsjaar})$$

Door te focussen op de leeftijd van een onderneming, kan een onderscheid gemaakt worden tussen startende bedrijven en volwassen bedrijven. Bedrijven die zich in een opstartende positie bevinden, dienen op zoek te gaan naar financieringsbronnen bij onder andere vrienden, familie of zaakvoerders. De start-up fase is een zeer risicovolle fase, aangezien er beslissingen genomen moeten worden die de toekomst van de organisatie kunnen beïnvloeden. De ruimte om dividenden uit te keren zal eerder beperkt zijn, aangezien opstartende bedrijven in de meeste gevallen geen winst maken. Volwassen bedrijven beschikken daarentegen over meer stabiele winstgegevens, aangezien de verkopen en opbrengsten stabiel zijn dan in een oprichtingsfase (Benson et al., 2022). Deze ondernemingen kunnen middelen ontvangen van banken, investeerders en via de opbrengsten die hun eigen onderneming realiseert.

Volgens Benson et al. (2022) zijn volwassen bedrijven meer geneigd om dividenden uit te keren en eigen aandelen terug te kopen. Dit komt omdat volwassen bedrijven minder volatiele winsten hebben en minder financiële flexibiliteit nodig hebben. Deze bedrijven zijn in staat om hun hoge routinematige winsten uit te keren als dividenden. Een gelijkaardige redenering werd aangehaald in het onderzoek van Sun en Yu (2022). Hun bevindingen ondersteunen het argument van Fama en French (2001) dat volwassen bedrijven enerzijds beschikken over een hoge winstgevendheid, maar anderzijds hebben ze wel beperkte investeringsmogelijkheden. Het gevolg hiervan is dat de vrije

kasstromen als dividenden uitgekeerd worden. Bovenstaande argumenten suggereren dat de leeftijd van de onderneming een positieve invloed heeft op de dividendpolitiek.

4.3.3.3 Groei activa

De laatste controlevariabele die in dit onderzoek opgenomen wordt, is de groei van de activa. Om deze groei te bepalen, wordt er rekening gehouden met de stand van de activa van het huidige jaar en het afgelopen jaar. Aangezien 2021 het meest recente beschikbare jaar is in de Bel-first database, wordt er rekening gehouden met de activa van 2020-2021. Via onderstaande formule kan er gecontroleerd worden of de activa in het afgelopen jaar gestegen of gedaald zijn. Deze maatstaf hanteren we om te controleren of de onderneming een groei gerealiseerd heeft.

$$\mathbf{GROEI_ACTIVA} = (Activa_t - Activa_{t-1} / Activa_{t-1}) * 100$$

t = Laatst beschikbare boekjaar (2021)

t-1 = Boekjaar voor het laatst beschikbare boekjaar (2020)

De groei van de activa heeft volgens diverse onderzoeken een invloed op de dividendpolitiek (Benson et al., 2022; Sun & Yu, 2022). Er werd vastgesteld dat groeiende bedrijven geneigd zijn om minder eigen aandelen terug te kopen en dividenden uit te keren. Dit soort bedrijven willen zoveel mogelijk beschikbare middelen investeren in de onderneming om hun groeipatroon aan te houden of te versterken. Hierdoor blijven er minder middelen over om aandelen terug te kopen of dividenden uit te keren. De groei van de activa wordt in dit onderzoek opgenomen als controlevariabele omdat ze mogelijks een effect uitoefent op de dividendpolitiek.

4.3.4 Modererende variabele

Ten slotte is het van belang dat er rekening gehouden wordt met modererende variabelen, omdat dit soort variabele een invloed kan hebben op de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabele. Hierdoor kan er bepaald worden of het effect van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek beïnvloed wordt door een modererende variabele. De bedrijfsgrootte wordt in dit onderzoek opgenomen als modererende variabele.

4.3.4.1 Bedrijfsgrootte

Er kunnen twee proxies gehanteerd worden als maatstaf voor de bedrijfsgrootte. De grootte van een onderneming kan bepaald worden aan de hand van de totale activa of via de winstmarges. Naar analogie met de studies van Sharma (2011) en Sun & Yu (2022) wordt voor dit onderzoek gekozen om het natuurlijk logaritme te nemen van de totale activa. Diverse bedrijven in de steekproef werden gekenmerkt door een negatieve winstmarge. Hierdoor was het niet mogelijk om de winstmarge als proxie te gebruiken voor de bedrijfsgrootte, aangezien er geen logaritme berekend kan worden van een negatief getal. Het logaritme wordt hier opnieuw toegepast om ervoor te zorgen dat de verdeling zo symmetrisch mogelijk is.

$$\mathbf{BEDRIJFSGROOTTE} = \ln(\text{totale activa})$$

4.4 Verwerking gegevens

In dit onderdeel wordt kort toegelicht welke softwarepakketten toegepast zullen worden voor de verwerking van de gegevens. Ten eerste wordt er gebruik gemaakt van Microsoft Excel om de nodige data van de Bel-first database te exporteren. Vervolgens worden de variabelen berekend, die hierna geïmporteerd worden in het softwarepakket STATA. Dit is noodzakelijk voor de uitvoering van de analyses en om uiteindelijk een antwoord te kunnen formuleren op de vooropgestelde hypothesen. Verder worden er beschrijvende statistieken uitgevoerd, zodat er een algemeen beeld gevormd kan worden van de data. Het softwarepakket STATA werd verkozen omwille van het eenvoudige gebruik en bovendien kan er op een snelle manier worden omgegaan met outliers. In dit softwarepakket zullen logistische en tobit regressies uitgevoerd worden. De logistische regressies worden toegepast om de dichotome uitkomstvariabelen te relateren aan de onafhankelijke variabelen. Via deze analyses kan er onderzocht worden of drukbezette bestuurders de beslissing beïnvloeden om dividenden uit te keren of eigen aandelen terug te kopen. Hiernaast worden tobit regressies uitgevoerd om lineaire relaties tussen de variabelen te kunnen schatten, omdat er een scheve verdeling aanwezig is in de afhankelijke variabelen. Aangezien slechts een beperkt aantal bedrijven uit de steekproef dividenden uitkeren of aandelen terugkopen, is er sprake van een scheve verdeling naar links. Via de tobit regressies kan getoetst worden of drukbezette bestuurders het niveau van de dividenduitkeringen en terugkopen van eigen aandelen beïnvloeden. Bijkomend zal het margins-commando gehanteerd worden om het moderatie-effect van de modererende variabele bedrijfsgrootte te achterhalen. Door dit commando uit te voeren in STATA, wordt het marginale effect van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek voor verschillende waarden van de bedrijfsgrootte berekend.

5. Empirisch onderzoek

In dit hoofdstuk wordt er achterhaald of er een verband aanwezig is tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek, en wat bijgevolg de aard van dit verband is. Hiernaast wordt er nagegaan of de bedrijfsgrootte de relatie tussen de dividendpolitiek en drukbezette bestuurders beïnvloedt en op welke manier. Voor dit onderzoek wordt data gebruikt van 100 Belgische beursgenoteerde bedrijven. Bovendien worden diverse soorten regressieanalyses uitgevoerd om de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek te achterhalen.

Voordat er overgegaan wordt op het testen van de hypothesen, wordt de dataset gecontroleerd op outliers. Nadien is het belangrijk om de dataset te controleren volgens een aantal basisveronderstellingen, zodat de regressieanalyses uitgevoerd mogen worden. Verder worden er beschrijvende statistieken uitgevoerd om de data te verkennen, zodat er een algemeen beeld gevormd kan worden. Tot slot worden de regressieanalyses uitgevoerd waaruit zal blijken welke hypothesen aanvaard of verworpen moeten worden.

5.1 Bepalen van outliers

Dit onderdeel focust zich op het achterhalen van extreme waarden voor elke variabele in het onderzoeksmodel. Het is van belang om deze afwijkingen te bestuderen, aangezien ze een grote impact kunnen uitoefenen op de statistische analyses en de resultaten van dit onderzoek. In deze studie worden er geen outliers verwijderd. Om de effecten van de outliers te minimaliseren, wordt de 'winsorizing' techniek toegepast. Deze methode werd verkozen om ervoor te zorgen dat zoveel mogelijk observaties behouden konden worden, zodat de betrouwbaarheid van de steekproef niet in het gedrang zou komen. In dit onderzoek wordt de dataset gewinsored op het 1^{ste} en 99^{ste} percentiel, wat wil zeggen dat outliers worden teruggebracht naar de dichtstbijzijnde niet outlier-waarde. Op deze manier worden de extreme waarden van de variabelen aangepast, die vervolgens worden gebruikt om regressieanalyses uit te voeren.

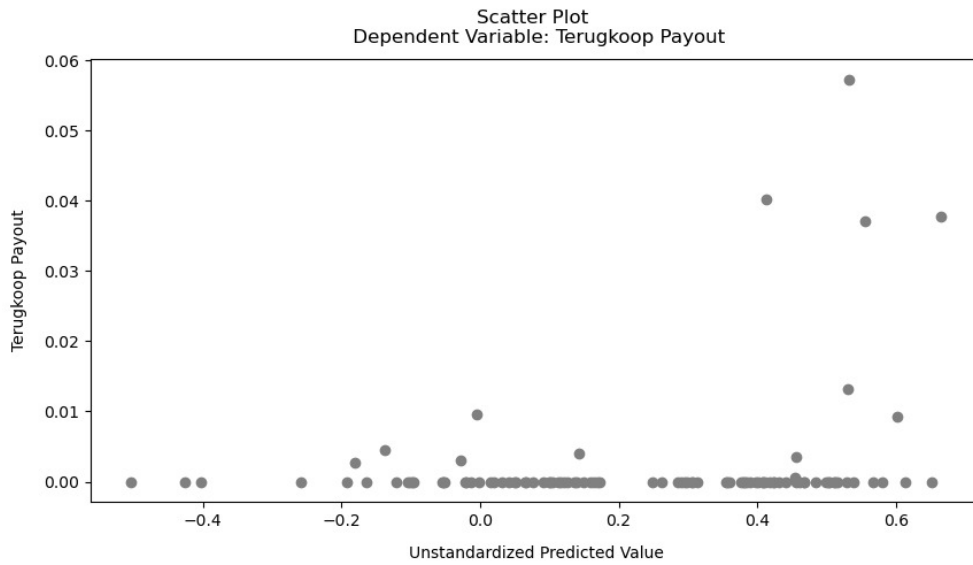
5.2 Basisveronderstellingen regressieanalyse

Om regressieanalyses te kunnen uitvoeren, is het noodzakelijk om te controleren of de data voldoet aan een aantal basisveronderstellingen (Stock & Watson, 2011; De Vocht, 2009). In dit onderzoek wordt gecontroleerd op homoscedasticiteit, multicollineariteit en lineariteit. Bijkomend werden outliers via het 'winsor' commando in het softwarepakket STATA reeds gedetecteerd en aangepast.

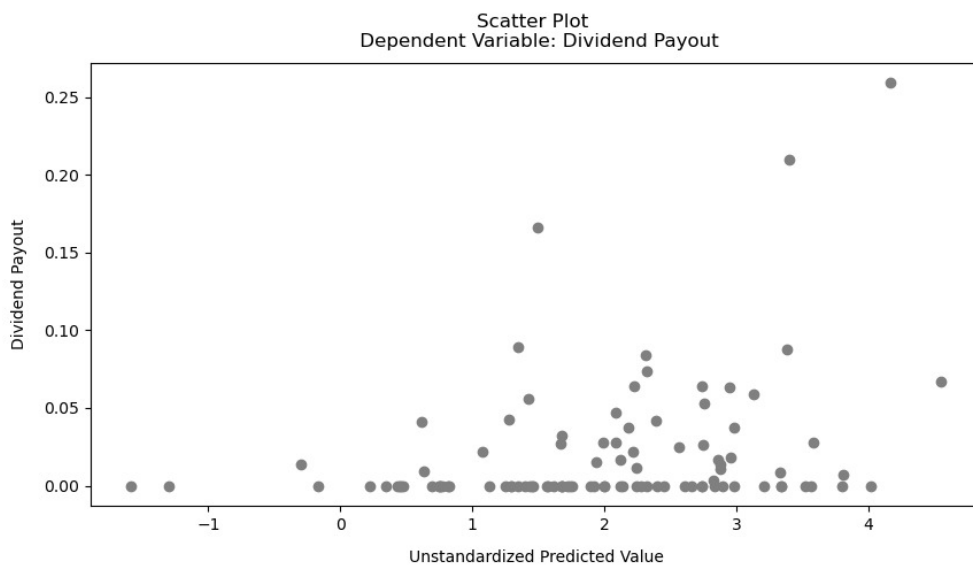
5.2.1 Homoscedasticiteit

De eerste veronderstelling waarvoor gecontroleerd wordt, is of we te maken hebben met een homoscedastisch model. Homoscedasticiteit houdt in dat de variantie van een variabele gelijk is voor meerdere groepen (De Vocht, 2009). De variantie kan als constant verondersteld worden indien de punten in het spreidingsdiagram evenwichtig rondom de nullijn liggen. Indien er aan deze voorwaarde voldaan is, kan er gesproken worden van een homoscedastisch regressiemodel. Wanneer dit echter niet het geval is, en de punten in het spreidingsdiagram eerder een 'toetervorming'

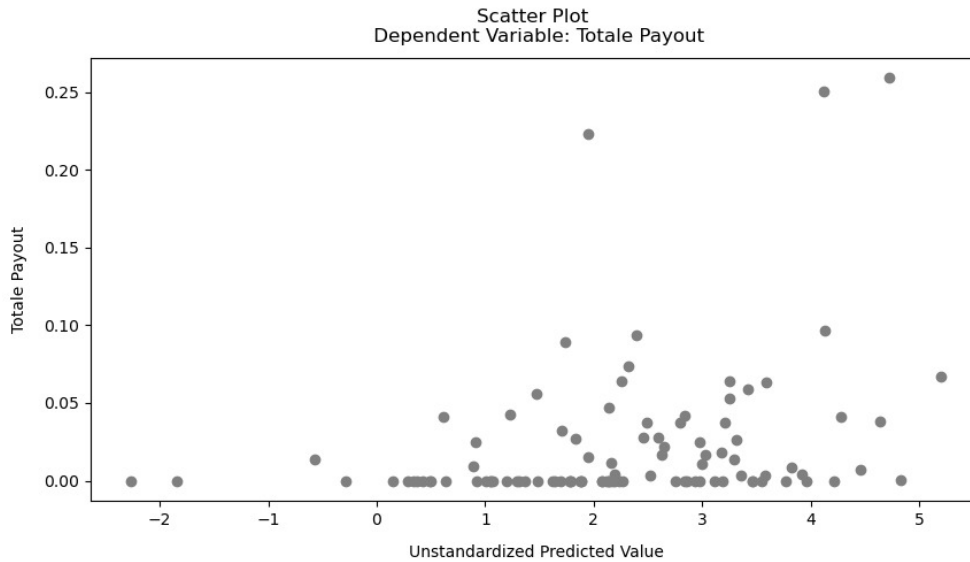
vertonen, dan is de variantie niet constant. Bijgevolg is het regressiemodel dan niet homoscedastisch. Door onderstaande spreidingsdiagrammen te bekijken (figuren 5.1, 5.2 en 5.3), is het moeilijk om met zekerheid een oordeel te vellen over de homoscedasticiteit.



Figuur 5.1: Spreidingsdiagram Terugkoop eigen aandelen



Figuur 5.2: Spreidingsdiagram Dividenduitkering



Figuur 5.3: Spreidingsdiagram Totale payout

Om een besluit te vormen over de homoscedasticiteit, kan naast de visuele manier ook de Breusch-Pagan test toegepast worden. Deze test vormt een veiligere optie omdat spreidingsdiagrammen niet altijd een duidelijk beeld weergeven. De Breusch-Pagan test toetst de nulhypothese dat de varianties van de residuen gelijk zijn tegenover de alternatieve hypothese die het omgekeerde voorspelt. Door deze test uit te voeren in STATA, wordt er een Chi-kwadraat waarde met een bijbehorende p-waarde verkregen als output.

	Chi-kwadraat	P-waarde
Breusch-Pagan test	24,46	0,0001

Tabel 5.1: Breusch-Pagan test voor heteroscedasticiteit

Volgens bovenstaande tabel kan de nulhypothese verworpen worden, aangezien de p-waarde kleiner is dan 0.05. Hierdoor kan er geconcludeerd worden dat er volgens de Breusch-Pagan test heteroscedasticiteit aanwezig is. Een OLS regressie gaat ervan uit dat de data homoscedastisch verdeeld is. Aangezien dit niet het geval is, moet er in het empirisch deel van dit onderzoek een robuuste regressie uitgevoerd worden om dit probleem aan te pakken. Deze regressie kan eveneens op een eenvoudige manier worden uitgevoerd in STATA.

5.2.2 Lineariteit

De tweede basisveronderstelling heeft te maken met de lineariteit van het regressiemodel. Aan de hand van bovenstaande spreidingsdiagrammen (figuren 5.1, 5.2 en 5.3) kan er ook gecontroleerd worden of we te maken hebben met een lineair regressiemodel. Een regressiemodel kan als lineair beschouwd worden indien de residuen in het spreidingsdiagram geen duidelijk patroon vormen, zoals een parabool of een hyperbool (De Vocht, 2009). Aangezien er geen herkenbaar patroon te detecteren valt in bovenstaande spreidingsdiagrammen, kan er verondersteld worden dat het regressiemodel lineair is.

5.2.3 Multicollineariteit

Een laatste veronderstelling waarvoor gecontroleerd wordt, is multicollineariteit. Er is sprake van multicollineariteit indien er een sterk lineair verband aanwezig is tussen de verklarende variabelen. Dit wil zeggen dat bepaalde onafhankelijke variabelen uiteindelijk hetzelfde meten. Hierdoor is het mogelijk dat regressiecoëfficiënten in het model slechter worden geschat, met vertekening van de coëfficiënten als gevolg. Bijgevolg is de afwezigheid van multicollineariteit een vereiste om een regressieanalyse te kunnen uitvoeren.

Binnen het softwarepakket STATA bestaat de mogelijkheid om het commando 'estat vif' uit te voeren. De output van dit commando geeft de 'Variance Inflation Factor' (VIF) weer voor de variabelen in het model. Via de VIF waarde kunnen multicollineariteitsproblemen geïdentificeerd worden. Er wordt gemeten hoeveel de variantie van een onafhankelijke variabele wordt beïnvloed door de correlatie met een andere onafhankelijke variabele. Hoe hoger de VIF waarde, hoe meer kans op multicollineariteit. Hierdoor worden deze variabelen in de praktijk aan verder onderzoek onderworpen. Een VIF waarde hoger dan tien wijst op multicollineariteit en moet gecorrigeerd worden. Onderstaande tabel geeft een overzicht van alle VIF waardes uit ons model. Uit deze tabel kan afgeleid worden dat geen enkele variabele gekenmerkt wordt met een waarde hoger dan tien, waardoor er geen sprake is van multicollineariteit.

Variabelen	VIF
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	2,36
Percentage drukbezette bestuurders	4,87
Drukbezette Raad van Bestuur	3,54
Omvang van de Raad van Bestuur	1,21
Leeftijd van de onderneming	1,24
Groei van de activa	1,04
Gemiddelde VIF	2,38

Tabel 5.2: Variance Inflation Factor

5.3 Beschrijvende statistiek

Voordat er overgegaan kan worden op de regressieanalyses, is het belangrijk om eerst een overzicht van de data weer te geven. Hierdoor kan er een globaal beeld gevormd worden over de samenstelling van de steekproef. De dataset bestaat uit 100 Belgische beursgenoteerde bedrijven waarvan de beschrijvende statistieken over de afhankelijke, de onafhankelijke, de controle- en de modererende variabelen in onderstaande tabel worden opgenomen. De standaarddeviatie, het minimum en maximum worden weergegeven om de spreiding van de data te kunnen inschatten. Hiernaast geeft het gemiddelde meer informatie omtrent het centrum van de data.

Variabelen	N	Gemiddelde	St.deviatie	Minimum	Maximum
Afhankelijke variabelen					
Terugkoop_Payout	100	0,23	0,88	0,00	5,74
Terugkoop_Dummy	100	0,13	0,34	0	1
Dividend_Payout	100	1,97	3,88	0,00	20,99
Dividend_Dummy	100	0,41	0,49	0	1
Totaal_Payout	100	2,24	4,55	0,00	25,02
Totaal_dummy	100	0,48	0,51	0	1
Onafhankelijke variabelen					
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	100	3,63	2,72	1,00	14,00
Percentage drukbezette bestuurders (%)	100	37,10	26,94	0,00	100,00
Drukbezette Raad van Bestuur (Dummy)	100	0,37	0,49	0	1
Modererende variabele					
Bedrijfsgrootte	100	11,52	2,64	5,13	16,55
Controlevariabelen					
Omvang van de Raad van Bestuur	100	9,11	1,88	2	30
Leeftijd van de onderneming	100	26,05	2,63	1	157,59
Groei activa (%)	100	16,07	45,41	-53,75	246,92

Tabel 5.3: Beschrijvende statistiek

In dit onderzoek wordt gebruik gemaakt van zes variabelen om de dividendpolitiek te meten. Hiervan worden drie dichotome variabelen gebruikt om te onderzoeken of er een relatie bestaat tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Deze variabelen worden vervolgens gehanteerd om logistische regressies uit te voeren. Zo kan er gecontroleerd worden op welke manier ze relateren aan de onafhankelijke variabelen. De overige drie variabelen zijn ratio-variabelen, gebaseerd op de marktwaarde van het eigen vermogen. Uit de beschrijvende statistieken kan geconcludeerd worden dat veel bedrijven geen dividenden uitkeren of aandelen terugkopen. In totaal keren 41 bedrijven dividenden uit en slechts 13 bedrijven kopen eigen aandelen terug. Als gevolg hiervan zullen de payout-variabelen een verdeling krijgen die scheef is naar links. Op het moment dat de regressies uitgevoerd worden, moet er met deze informatie rekening gehouden worden. Bijkomend vertonen de dividend_payout en totaal_payout variabelen hoge maximale waarden. Deze waarden worden veroorzaakt door slechts 2 bedrijven uit de steekproef die hoge bedragen spenderen aan dividenduitkeringen en terugkopen van eigen aandelen. Doordat winsorizing op het 1^{ste} en 99^{ste} percentiel verkozen werd, in plaats van de samples te verwijderen uit de dataset, vertonen deze variabelen hoge maximale waarden.

Met betrekking tot de onafhankelijke variabelen worden er drie maatstaven gehanteerd om de *busyness* van enerzijds de bestuurders en anderzijds de Raad van Bestuur te meten. Volgens de output die verkregen werd uit de Bel-first database, is duidelijk geworden dat bestuurders gemiddeld 3,63 mandaten uitoefenen. Bovendien is gebleken dat gemiddeld 37,10% van alle bestuurders in de steekproef drukbezet zijn. Een bijkomende maatstaf die gebruikt werd, is het aantal drukbezette bestuurders binnen de raad van bestuur, om deze in zijn geheel te bestuderen. In de methodologie werd uitgelegd dat een Raad van Bestuur als drukbezet beschouwd kan worden indien 50% of meer

van de bestuurders drukbezet zijn. Uit de dataset kan geconcludeerd worden dat gemiddeld 37% van de bedrijven een drukbezette raad van bestuur vertonen.

Naast de afhankelijke en onafhankelijke variabelen wordt er in het onderzoeksmodel rekening gehouden met de bedrijfsgrootte als modererende variabele. Door het opnemen van een modererende variabele kan er achterhaald worden of de bedrijfsgrootte van een onderneming een impact heeft op de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabele. De bedrijfsgrootte wordt gemeten aan de hand van het natuurlijk logaritme van de totale activa van de onderneming. De gegevens uit bovenstaande tabel geven weer dat de bedrijven uit de steekproef gemiddeld 100,7 miljoen euro aan activa bevatten met een minimum van 169 duizend euro en een maximum van 15,4 miljard euro.

Ten slotte worden de omvang van de Raad van Bestuur, de leeftijd van de onderneming en de groei van de activa opgenomen als controlevariabelen om na te gaan of ze een invloed uitoefenen op de dividendpolitiek. Indien we de controlevariabelen niet zouden opnemen en als ze toch een effect hebben op het resultaat, dan kan er sprake zijn van *omitted variable bias*. Dit zorgt ervoor dat ons model verkeerd geïnterpreteerd wordt, wat kan leiden tot foutieve conclusies. Uit bovenstaande tabel kan afgeleid worden dat de gemiddelde omvang van de raad van bestuur uit de dataset bestaat uit 9 bestuurders. Hiernaast bestaan de bedrijven gemiddeld 26 jaar (+- standaardafwijking), met een maximale leeftijd van 157 jaar. Verder worden de bedrijven gekenmerkt met een gemiddelde groei in activa van 16%.

5.4 Regressieanalyses

In hoofdstuk 5.1 en 5.2 werd er gecontroleerd op outliers en of de basisveronderstellingen voldaan werden opdat de regressieanalyses uitgevoerd mogen worden. Hieruit is gebleken dat alle veronderstellingen voldaan werden, waardoor er in dit hoofdstuk overgegaan kan worden op de opbouw van het model om de vooropgestelde hypothesen te testen.

In dit hoofdstuk zullen diverse soorten regressieanalyses uitgevoerd worden. Ten eerste worden de dichotome afhankelijke variabelen gebruikt om logistische regressies uit te voeren. Hierdoor kan er gecontroleerd worden of drukbezette bestuurders de beslissing beïnvloeden om dividenden uit te keren of eigen aandelen terug te kopen. Ten tweede worden de continue afhankelijke variabelen gebruikt om tobit regressies uit te voeren. Op deze manier kan achterhaald worden of drukbezette bestuurders het niveau van de dividenduitkeringen en terugkopen van eigen aandelen beïnvloeden.

Om de regressies uit te voeren, wordt er eerst een basismodel opgesteld bestaande uit de afhankelijke, onafhankelijke en controlevariabelen. Vervolgens wordt dit model uitgebreid met de modererende variabele 'bedrijfsgrootte'. Voor zowel het basismodel (zonder moderator) als het uitgebreide model (met moderator) wordt er onderzocht wat de relatie is tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen. *terugkoop_dummy*, *dividend_dummy* en *totaal_dummy* zijn drie dichotome maatstaven die gebruikt worden voor de dividendpolitiek. Hiernaast worden de terugkoop eigen aandelen ratio, de dividendratio en de totale payout ratio gebruikt als continue maatstaven voor de dividendpolitiek. Verder worden er drie maatstaven gehanteerd voor de onafhankelijke

variabele *busyness*, namelijk het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder, het percentage drukbezette bestuurders en een drukbezette Raad van Bestuur, weergegeven door een dichotome variabele.

5.4.1 Correlaties

Terugkoop_Payout (1)		0,462**	0,987**	0,613**	0,262**	0,523**	-0,027	0,108	0,118	0,147	0,188	-0,142	0,351**
Terugkoop_Dummy (2)			0,585**	0,094	0,659**	0,257*	-0,086	-0,048	0,073	0,028	0,043	-0,164	0,170
Dividend_Payout (3)				0,552**	0,347**	0,505**	-0,034	0,096	0,126	0,143	0,181	-0,157	0,343**
Dividend_Dummy (4)					0,041	0,865**	0,133	0,230*	0,161	0,183	0,259**	-0,160	0,557**
Totaal_Payout (5)						0,389**	0,023	0,141	0,196	0,121	0,119	-0,159	0,175
Totaal_Dummy (6)							0,160	0,301**	0,264**	0,223*	0,330**	-0,219*	0,590**
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder (7)								0,742**	0,623**	-0,071	-0,126	-0,113	0,077
Percentage drukbezette bestuurders (%) (8)									0,841**	0,040	0,027	-0,106	0,168
Drukbezette Raad van Bestuur (Dummy) (9)										-0,049	0,040	-0,065	0,043
Omvang van de Raad van Bestuur (10)											0,369**	-0,028	0,532**
Leeftijd van de onderneming (11)												-0,141	0,285**
Groei activa (%) (12)													-0,180
Bedrijfs grootte (13)													
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)

* De correlatie is significant op het niveau van 5%

** De correlatie is significant op het niveau van 1%

Tabel 5.4: Correlatiematrix

Bovenstaande tabel geeft de correlaties weer tussen alle variabelen die gehanteerd worden in dit onderzoek. Uit deze tabel kan geconcludeerd worden dat er over het algemeen geen significante relaties ondervonden worden tussen de variabelen omtrent drukbezette bestuurders en de variabelen met betrekking tot de dividendpolitiek. Hiernaast merken we op dat er voor de totaal_dummy variabele een aantal positieve en negatieve significante resultaten aanwezig zijn. De omvang van de Raad van Bestuur en de leeftijd van de onderneming zijn positief gecorreleerd met de totaal_dummy variabele. Hieruit kan afgeleid worden dat er meer dividenden uitgekeerd worden en eigen aandelen

worden teruggekocht naarmate de leeftijd toeneemt en de omvang van de Raad van Bestuur toeneemt. Echter is de groei van de activa (%) negatief gecorreleerd met de totaal_dummy variabele. Hieruit kan besloten worden dat bedrijven die zich in een groeifase bevinden minder dividenden uitkeren en eigen aandelen terugkopen. Bijkomend kan er geconstateerd worden dat de bedrijfsgrootte positief gecorreleerd is met een aantal afhankelijke variabelen. Dit voorspelt dat grotere bedrijven geneigd zijn om meer dividenden uit te keren en eigen aandelen terug te kopen. De correlatiematrix focust op univariate relaties. Om de data volledig te analyseren, wordt er in de volgende onderdelen van dit onderzoek verder ingegaan op deze relaties via statistische testen.

5.4.2 Binaire logistische regressies

Via een binaire logistische regressie kan een dichotome uitkomstvariabele gerelateerd worden aan één of meerdere onafhankelijke variabelen. In dit onderzoek worden drie dichotome afhankelijke variabelen gedefinieerd en toegepast. Een belangrijke voorwaarde waarvoor gecontroleerd moet worden, is de afwezigheid van multicollineariteit tussen de onafhankelijke variabelen. Dit houdt in dat de onafhankelijke variabelen niet te sterk aan elkaar gecorreleerd mogen zijn. Dit fenomeen werd getest in hoofdstuk 5.2.3 en hieruit bleek dat dit niet het geval was.

Onderstaande tabellen geven een overzicht van drie logistische regressieanalyses. Elke dichotome afhankelijke variabele wordt in een apart regressiemodel onderzocht. Verder worden significante resultaten aangeduid via een asterisk. Deze drie regressiemodellen zullen gebruikt worden om de eerste hypothese en de bijbehorende sub-hypothesen te toetsen:

H1: Er bestaat een verband tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek.

H1_a: Er bestaat een verband tussen drukbezette bestuurders en de terugkoop van eigen aandelen.

H1_b: Er bestaat een verband tussen drukbezette bestuurders en de dividenduitkering.

Model	Chi-kwadraat	Significantie	Nagelkerke R ²
Terugkoop_dummy	11,505	0,074	0,202
Dividend_dummy	14,990	0,020	0,188
Totaal_dummy	25,287	0,001	0,303

Tabel 5.5: Modellen logistische regressies

Het regressiemodel van de totaal_dummy variabele heeft het hoogste significantieniveau met een p-waarde van 0.001 en bovendien ook de hoogste chi-kwadraat score (25,287). Deze score wijst erop dat de samenhang tussen de variabelen het grootst zal zijn in het regressiemodel van de totaal_dummy variabele. Een Nagelkerke R² waarde van 0,303 toont aan dat het model ongeveer 30% van de variabiliteit in de afhankelijke variabele verklaart. Het is met andere woorden een uitdrukking omtrent het verklarend vermogen van een logistisch regressiemodel.

Het regressiemodel voor de terugkoop_dummy vertoont echter een laag significantieniveau en bijkomend ook een lage chi-kwadraat waarde. Op basis van deze informatie kan gesuggereerd worden dat de kans op significante resultaten omtrent de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabele in dit model eerder beperkt zal zijn.

5.4.2.1 Effect van drukbezette bestuurders op de terugkoop eigen aandelen

Onafhankelijke & controle variabelen	Afhankelijke variabele: Terugkoop_dummy			
	Coëfficiënt	Wald	Significantie	Exp(B)
Gemiddeld aantal bestuursmandaten	-0,200	0,874	0,350	0,819
Percentage drukbezette bestuurders	0,0001	0,001	0,995	1,000
Drukbezette Raad van Bestuur	1,805	2,091	0,148	6,079
Omvang Raad van Bestuur	0,768	1,784	0,182	2,156
Leeftijd van de onderneming	-0,010	0,001	0,979	0,990
Groei activa (%)	-0,026	3,169	0,075	0,974

Tabel 5.6: Logistische regressie Terugkoop eigen aandelen

Dit eerste logistische regressiemodel onderzoekt of drukbezette bestuurders de bereidheid van een onderneming beïnvloeden om eigen aandelen terug te kopen. Zoals hierboven werd gesuggereerd, wordt er in dit regressiemodel geen enkel statistisch significant resultaat gevonden. Hierdoor kan er op basis van dit model geen uitspraak gedaan worden over de invloed van drukbezette bestuurders op de terugkoop van eigen aandelen. Het is van belang om te achterhalen of het verband misschien verklaard kan worden door meerdere factoren. Hierdoor zal de modererende variabele bedrijfsgrootte in het volgende onderdeel worden toegevoegd om te achterhalen welke invloed deze variabele uitoefent op het model.

5.4.2.2 Effect van drukbezette bestuurders op de dividenduitkering

Onafhankelijke & controle variabelen	Afhankelijke variabele: Dividend_dummy			
	Coëfficiënt	Wald	Significantie	Exp(B)
Gemiddeld aantal bestuursmandaten	-0,008	0,005	0,943	0,992
Percentage drukbezette bestuurders	0,026	2,013	0,156	1,026
Drukbezette Raad van Bestuur	-0,454	0,302	0,583	0,635
Omvang Raad van Bestuur	0,362	0,920	0,338	1,436
Leeftijd van de onderneming	0,467	3,090	0,079	1,596
Groei activa (%)	-0,007	1,220	0,269	0,993

Tabel 5.7: Logistische regressie Dividenduitkering

In deze tabel wordt het effect van drukbezette bestuurders op de bereidheid om dividenden uit te keren onderzocht. Dit regressiemodel levert eveneens geen enkel statistisch significant resultaat op. Hierdoor kan er op basis van dit model ook geen uitspraak gedaan worden over de invloed van drukbezette bestuurders op de dividenduitkering. Aan dit regressiemodel zal eveneens de modererende variabele bedrijfsgrootte worden toegevoegd om te achterhalen of deze variabele een invloed uitoefent.

5.4.2.3 Effect van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek

Onafhankelijke & controle variabelen	Afhankelijke variabele: Totaal_dummy			
	Coëfficiënt	Wald	Significantie	Exp(B)
Gemiddeld aantal bestuursmandaten	-0,056	0,195	0,659	0,946
Percentage drukbezette bestuurders	0,025	1,624	0,203	1,025
Drukbezette Raad van Bestuur	0,286	0,103	0,749	1,331
Omvang Raad van Bestuur	0,516	1,676	0,195	1,676
Leeftijd van de onderneming	0,580	4,345	0,037*	1,787
Groei activa (%)	-0,011	2,625	0,105	0,989

Significantieniveau: * $p < 0,05$

Tabel 5.8: Logistische regressie Dividendpolitiek

In dit regressiemodel wordt de relatie onderzocht tussen drukbezette bestuurders en de bereidheid om dividenden uit te keren of eigen aandelen terug te kopen. Aan de hand van de chi-kwadraat waarde en het significantieniveau die eerder onderzocht werden, werd voorspeld dat dit model de meeste samenhang tussen de variabelen zou weergeven. In tegenstelling tot de twee vorige logistische regressiemodellen, levert dit model één statistisch significant resultaat op voor de variabele leeftijd van de onderneming. Bij logistische regressies worden de regressiecoëfficiënten op een andere manier geïnterpreteerd, namelijk in termen van odds ratio's. Deze odds ratio's worden gevormd door het exponent te nemen van de regressiecoëfficiënten. De laatste kolom van de tabel, Exp(B), geeft de odds ratio's weer. De variabele leeftijd van de onderneming heeft een positieve coëfficiënt van 0,58. Om dit getal correct te interpreteren, wordt het exponent van 0,58 genomen om de odds ratio te berekenen. Dit levert een odds ratio op van 1,787. Dit wil zeggen dat als de leeftijd van de onderneming toeneemt, dat de neiging om dividenden uit te keren of aandelen terug te kopen zal stijgen met 1,787. Deze bevinding komt overeen met het onderzoek van Benson et al. (2022). Hierin werd aangetoond dat volwassen bedrijven meer geneigd zijn om dividenden uit te keren en aandelen terug te kopen. Dit komt omdat volwassen bedrijven minder volatiele winsten hebben en minder financiële flexibiliteit nodig hebben. Echter kan er op basis van dit model eveneens geen relatie worden vastgesteld tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek.

5.4.3 Tobit regressies

Naast de logistische regressies die gebruikt werden om te onderzoeken of drukbezette bestuurders de bereidheid van ondernemingen beïnvloeden om dividenden uit te keren en eigen aandelen terug te kopen, worden er in dit onderdeel tobit regressies uitgevoerd. Dit soort regressie wordt verkozen boven een robuuste regressie besproken in onderdeel 5.2.1. Een tobit regressie is statistisch gezien correcter volgens de manier waarop de data verdeeld is. Indien er sprake is van links- of rechts-censurering worden dit soort regressies gehanteerd om lineaire relaties tussen variabelen te schatten. Aangezien een groot deel van de ondernemingen in de dataset geen dividenden uitkeren of eigen aandelen terugkopen, is er sprake van een scheve verdeling naar links voor alle continue

payout-variabelen. Hieronder zullen drie tobit regressies uitgevoerd worden die elk de effecten van een andere afhankelijke variabele zullen onderzoeken op de onafhankelijke variabelen. Significante resultaten worden opnieuw aangeduid met een asterisk.

5.4.3.1 Effect van drukbezette bestuurders op de terugkoop eigen aandelen

Onafhankelijke & controle variabelen	Afhankelijke variabele: Terugkoop_payout	
	Coëfficiënt	Significantie
Gemiddeld aantal bestuursmandaten	-0,311	0,370
Percentage drukbezette bestuurders	-0,015	0,736
Drukbezette Raad van Bestuur	3,069	0,120
Omvang Raad van Bestuur	-1,173	0,229
Leeftijd van de onderneming	-0,124	0,850
Groei activa (%)	-0,058	0,046*

Significantieniveau: * $p < 0,05$

Tabel 5.9: Tobit regressie Terugkoop eigen aandelen

In deze tabel wordt onderzocht of drukbezette bestuurders het niveau van de terugkoop van eigen aandelen beïnvloeden. De gegevens uit bovenstaande tabel tonen aan dat er geen significante resultaten zijn tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen. In tegenstelling tot de logistische regressie van de terugkoop_dummy variabele, geeft deze tobit regressie één significant resultaat weer voor de variabele omtrent de groei van de activa. Indien de activa van een onderneming met 1 eenheid zou toenemen, dan vermindert het niveau om aandelen terug te kopen met 0,058. Dit wijst erop dat groeiende bedrijven geneigd zijn om minder aandelen terug te kopen. Een verklaring hiervoor is dat groeiende bedrijven zoveel mogelijk middelen willen blijven investeren om hun groeipatroon aan te houden. Het gevolg hiervan is dat er minder geld overblijft om eigen aandelen terug te kopen (Gugler, 2003; Yin, 2009; Ahuja & Novelli, 2017).

5.4.3.2 Effect van drukbezette bestuurders op de dividenduitkering

Onafhankelijke & controle variabelen	Afhankelijke variabele: Dividend_payout	
	Coëfficiënt	Significantie
Gemiddeld aantal bestuursmandaten	-0,429	0,383
Percentage drukbezette bestuurders	0,080	0,229
Drukbezette Raad van Bestuur	0,319	0,916
Omvang Raad van Bestuur	1,548	0,296
Leeftijd van de onderneming	1,263	0,197
Groei activa (%)	-0,043	0,121

Tabel 5.10: Tobit regressie Dividenduitkering

In dit regressiemodel wordt het effect van drukbezette bestuurders op het niveau van de dividenduitkering onderzocht. Net zoals de logistische regressie in verband met de dividenduitkering, levert dit model ook geen enkel statistisch significant resultaat op. Op basis van dit model kan er geen uitspraak gedaan worden over de invloed van drukbezette bestuurders op het niveau van de dividenduitkering. Op dit regressiemodel zal eveneens de modererende variabele bedrijfsgrootte worden toegepast om te achterhalen of deze variabele een invloed uitoefent.

5.4.3.3 Effect van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek

Onafhankelijke & controle variabelen	Afhankelijke variabele: Totaal payout	
	Coëfficiënt	Significantie
Gemiddeld aantal bestuursmandaten	-0,571	0.250
Percentage drukbezette bestuurders	0,068	0.304
Drukbezette Raad van Bestuur	2,070	0.493
Omvang Raad van Bestuur	2,006	0.177
Leeftijd van de onderneming	1,253	0.199
Groei activa (%)	-0,061	0.046*

Significantieniveau: * $p < 0,05$

Tabel 5.11: Tobit regressie Dividendpolitiek

In dit regressiemodel wordt de invloed van drukbezette bestuurders op het niveau van de dividendpolitiek in zijn geheel onderzocht. Doordat dit model eigenlijk een combinatie is van de vorige twee modellen, wordt er opnieuw geen verband vastgesteld tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen. Echter kan het negatieve verband tussen de dividendpolitiek en de groei van de activa wel opnieuw aangetoond worden. Door de dividendpolitiek in zijn geheel te bestuderen, kan besloten worden dat het negatieve verband licht zal versterken. Indien de activa van een onderneming met 1 eenheid toeneemt, dan vermindert het niveau om aandelen terug te kopen en dividenden uit te keren met 0,061.

Volgens de literatuur kon er geen éénduidig verband vastgesteld worden tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Sommige onderzoeken ondervonden een positief verband tussen beide variabelen en andere ondervonden een negatief verband. Echter kon er in dit onderzoek, op basis van de logistische en tobit regressies, geen enkele relatie worden aangetoond tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen. Voorlopig betekent dit dat de eerste hypothese niet aangenomen kan worden. Zowel voor de dividenduitkering apart als voor de terugkoop van eigen aandelen werden er geen significante resultaten gevonden in relatie met de onafhankelijke variabelen. Hiernaast werden er wel effecten in verband met de leeftijd van de onderneming en de groei van de activa aangetoond. In het volgende onderdeel zullen moderatie-analyses worden uitgevoerd om te achterhalen of de moderator bedrijfsgrootte een invloed uitoefent op de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen.

5.4.4 Moderatie-analyses

In dit onderdeel wordt het basismodel uitgebreid met de modererende variabele 'bedrijfsgrootte' om de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabele verder te onderzoeken. Hierdoor kan er onderzocht worden of, en op welke manier, deze variabele de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek beïnvloedt. Aangezien het basismodel geen significante resultaten kon aantonen, was het noodzakelijk om de invloed van een extra factor te onderzoeken. Na het toevoegen van de modererende variabele aan het basismodel, zullen de resultaten geanalyseerd worden en wordt er geprobeerd om een antwoord te formuleren op onderstaande hypothesen:

H2: Het effect van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek wordt gemodereerd door de bedrijfsgrootte.

H2_a: Het effect van drukbezette bestuurders op de terugkoop van eigen aandelen wordt gemodereerd door de bedrijfsgrootte.

H2_b: Het effect van drukbezette bestuurders op de dividenduitkering wordt gemodereerd door de bedrijfsgrootte.

Het 'margins' commando in STATA werd gebruikt om de invloed van de modererende variabele te achterhalen op de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen. Via dit commando kan de moderatie-analyse op een eenvoudige en snelle manier worden uitgevoerd. Bovendien is het margins-commando een goed hulpmiddel om voorspellingen te doen en dy/dx te berekenen over verschillende waarden van de modererende variabele bedrijfsgrootte. Om de moderatie-analyse op een correcte manier uit te voeren, wordt er tijdens de logistische en tobit regressies telkens een interactievariabele gevormd. Deze variabele komt tot stand door het product te nemen van de onafhankelijke variabele en de moderator (Busenbark et al., 2022).

In onderstaande tabellen worden de resultaten van de logistische en tobit regressies weergegeven, inclusief de interactievariabelen. Nadien wordt er via het margins-commando een bijkomende test uitgevoerd om de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabele te onderzoeken volgens verschillende waarden van de moderator. In dit onderzoek wordt het marginale effect getest voor het minimum, het 20^{ste} percentiel, het 40^{ste} percentiel, het 60^{ste} percentiel, het 80^{ste} percentiel en het maximum van de bedrijfsgrootte. Doordat er zes afhankelijke en drie onafhankelijke variabelen gedefinieerd worden, kan deze test 18 keer uitgevoerd worden. Aangezien er een hoge correlatie aanwezig is tussen de onafhankelijke variabelen, valt er op dat de gegevens in onderstaande tabellen per afhankelijke variabele grotendeels overeenkomen. Het zou in principe dus voldoende zijn om het marginale effect te berekenen voor de relaties tussen de zes afhankelijke variabelen met telkens één onafhankelijke variabele. Ter volledigheid werd er toch gekozen om de test 18 keer uit te voeren, om zeker geen significante resultaten uit te sluiten. In onderstaande tabellen wordt voor elke variabele de coëfficiënt weergegeven, inclusief de bijbehorende p-waarde tussen haakjes. Indien de p-waarde significant is op het niveau van 0.05, dan wordt dit weergegeven door een asterisk.

5.4.4.1 Moderatie-effect van bedrijfsgrootte op de terugkoop eigen aandelen

Afhankelijke variabelen	Terugkoop_payout			Terugkoop_dummy		
Onafhankelijke variabelen						
Gemiddeld aantal mandaten	0,085 (0,521)			-0,361 (0,537)		
Percentage drukb. bestuurders		0,010 (0,444)			0,023 (0,679)	
Drukbezette Raad van Bestuur			0,174 (0,842)			1,641 (0,644)
Modererende variabele						
Bedrijfsgrootte	0,112 (0,067)	0,111 (0,059)	0,063 (0,196)	0,048 (0,832)	0,196 (0,423)	0,203 (0,344)
Interactievariabele	-0,012 (0,327)	-0,001 (0,298)	-0,007 (0,924)	0,032 (0,486)	-0,001 (0,872)	-0,034 (0,901)
Controle - variabelen						
Omvang Raad van Bestuur	-0,126 (0,443)	-0,105 (0,521)	-0,093 (0,578)	0,627 (0,634)	0,405 (0,545)	0,463 (0,493)
Leeftijd van de onderneming	-0,022 (0,831)	0,002 (0,987)	0,002 (0,988)	0,135 (0,710)	0,057 (0,877)	0,008 (0,982)
Groei activa (%)	-0,003 (0,224)	-0,002 (0,294)	-0,002 (0,241)	-0,030 (0,069)	-0,029 (0,082)	-0,029 (0,085)
Algemene info						
F-waarde	1,267	1,182	0,874			
R ² / Nagelkerke	0,076	0,072	0,054	0,153	0,168	0,204
Significantie	0,280	0,323	0,517	0,198	0,147	0,071

De tabel bevat de regressiecoëfficiënten en de p-waardes tussen haakjes.

Significantieniveau: * p < 0,05

Tabel 5.12: Moderatie-effect van bedrijfsgrootte op Terugkoop eigen aandelen

In deze tabel wordt de impact van de moderator bedrijfsgrootte getest op de relatie tussen de terugkoop van eigen aandelen en de onafhankelijke variabelen. Ten eerste kan er geconstateerd worden dat er geen verband ontstaat tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen. Hiernaast worden er ook geen significante regressiecoëfficiënten gevonden voor de bedrijfsgrootte en de interactievariabelen. Overigens voorspelt de zeer lage determinatiecoëfficiënt R² van het model dat slechts een klein deel van de variatie van de afhankelijke variabele wordt verklaard door de onafhankelijke variabelen.

Bovendien werd er met betrekking tot bovenstaande resultaten een bijkomende test uitgevoerd via het margins-commando in stata. Ook deze testen toonden geen significante resultaten aan. Hieruit kan geconcludeerd worden dat er geen statistisch significant verband bestaat tussen drukbezette bestuurders en de terugkoop van eigen aandelen en bijkomend modereert de bedrijfsgrootte deze relatie niet. Bovendien geeft het marginsplot het marginale effect weer als een horizontale lijn. Dit wil zeggen dat de relatie tussen drukbezette bestuurders en de terugkoop van eigen aandelen niet verandert bij verschillende niveaus van de bedrijfsgrootte (Busenbark et al., 2022). Deze bevindingen zorgen ervoor dat H2_a niet ondersteund wordt door de data analyse.

5.4.4.2 Moderatie-effect van bedrijfsgrootte op de dividenduitkering

Afhankelijke variabelen	Dividend_payout			Dividend_dummy		
Onafhankelijke variabelen						
Gemiddeld aantal mandaten	0,152 (0,785)			0,101 (0,814)		
Percentage drukb. bestuurders		0,003 (0,958)			0,023 (0,648)	
Drukbezette Raad van Bestuur			0,356 (0,922)			3,507 (0,272)
Modererende variabele						
Bedrijfsgrootte	0,616 (0,018)*	0,499 (0,043)*	0,500 (0,015)*	0,712 (0,003)*	0,720 (0,003)*	0,837 (0,000)*
Interactievariabele	-0,021 (0,668)	0,000 (0,950)	0,032 (0,917)	0,000 (0,999)	-0,001 (0,898)	-0,230 (0,382)
Controle - variabelen						
Omvang Raad van Bestuur	-0,554 (0,424)	-0,495 (0,475)	-0,454 (0,513)	-0,994 (0,075)	-0,972 (0,083)	-0,979 (0,083)
Leeftijd van de onderneming	0,417 (0,325)	0,472 (0,260)	0,452 (0,280)	0,518 (0,106)	0,480 (0,127)	0,446 (0,145)
Groei activa (%)	-0,005 (0,535)	-0,005 (0,547)	-0,005 (0,542)	-0,004 (0,623)	-0,005 (0,528)	-0,004 (0,581)
Algemene info						
F-waarde	2,686	2,629	2,763			
R ² / Nagelkerke	0,148	0,145	0,151	0,479	0,491	0,494
Significantie	0,019	0,021	0,016	0,001	0,001	0,001

De tabel bevat de regressiecoëfficiënten en de p-waardes tussen haakjes.

Significantieniveau: * p < 0,05

Tabel 5.13: Moderatie-effect van bedrijfsgrootte op Dividenduitkering

In bovenstaande tabel wordt de impact van de moderator getest op de relatie tussen de dividenduitkering en de onafhankelijke variabelen. Allereerst kan er opnieuw geconstateerd worden dat er geen significante relatie bestaat tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen. Hiernaast merken we op dat, in tegenstelling tot de vorige tabel, de moderator bedrijfsgrootte wel statistisch significant is. De resultaten tonen aan dat grotere bedrijven enerzijds dividenden uitkeren en anderzijds ook meer dividenden uitkeren dan kleinere bedrijven. Dit besluit kan genomen worden aangezien er een directe significante relatie aanwezig is tussen de bedrijfsgrootte en beide afhankelijke variabelen. Echter merken we op dat de interactievariabelen opnieuw niet significant zijn, waardoor de bedrijfsgrootte geen invloed uitoefent op de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividenduitkering.

Om de gegevens correct te interpreteren, dient er nog een bijkomende test uitgevoerd te worden. Via het margins-commando in stata wordt er getest of de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividenduitkering beïnvloed wordt door verschillende niveaus van de bedrijfsgrootte. Echter worden er opnieuw geen significante resultaten ondervonden. Hierdoor wordt bevestigd dat de bedrijfsgrootte geen invloed uitoefent op de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen. Op basis van deze gegevens moet H_{2b} verworpen worden.

5.4.4.3 Moderatie-effect van bedrijfsgrootte op de dividendpolitiek

Afhankelijke variabelen	Totaal_payout			Totaal_dummy		
Onafhankelijke variabelen						
Gemiddeld aantal mandaten	0,195 (0,766)			-0,551 (0,354)		
Percentage drukb. bestuurders		0,006 (0,929)			-0,020 (0,704)	
Drukbezette Raad van Bestuur			0,045 (0,991)			1,164 (0,734)
Modererende variabele						
Bedrijfsgrootte	0,714 (0,019)*	0,581 (0,045)*	0,549 (0,022)*	0,525 (0,037)*	0,614 (0,009)*	0,813 (0,000)*
Interactievariabele	-0,028 (0,632)	0,000 (0,993)	0,075 (0,832)	0,069 (0,238)	0,004 (0,354)	0,046 (0,880)
Controle - variabelen						
Omvang Raad van Bestuur	-0,621 (0,445)	-0,546 (0,502)	-0,496 (0,543)	-1,067 (0,071)	-1,082 (0,072)	-1,044 (0,088)
Leeftijd van de onderneming	0,440 (0,376)	0,512 (0,299)	0,492 (0,316)	0,910 (0,016)*	0,850 (0,021)*	0,822 (0,024)*

Groei activa (%)	-0,008 (0,420)	-0,008 (0,439)	-0,008 (0,418)	-0,011 (0,245)	-0,013 (0,170)	-0,012 (0,181)
Algemene info						
F-waarde	2,619	2,509	2,700			
R ² / Nagelkerke	0,145	0,139	0,148	0,574	0,600	0,606
Significantie	0,002	0,027	0,018	0,001	0,001	0,001

De tabel bevat de regressiecoëfficiënten en de p-waardes tussen haakjes.

Significantieniveau: * $p < 0,05$

Tabel 5.14: Moderatie-effect van bedrijfsgrootte op Dividendpolitiek

Ten slotte wordt in deze tabel de impact van de moderator bedrijfsgrootte getest op de relatie tussen de dividendpolitiek en de onafhankelijke variabelen. Er wordt opnieuw geen significante relatie ondervonden tussen beide variabelen. Net zoals in de vorige twee tabellen zijn de interactievariabelen niet significant, waardoor de bedrijfsgrootte geen invloed uitoefent op de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen. Om te controleren of deze bevindingen kloppen, wordt er opnieuw een bijkomende test uitgevoerd via het margins-commando in stata. Hieruit blijkt dat de testen in verband met de totale payout variabele en de totale dummy variabele geen significante resultaten opleveren volgens verschillende levels van de bedrijfsgrootte. Hierdoor kan er geconcludeerd worden dat de moderator geen invloed uitoefent op de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Op basis van deze gegevens moet de tweede hypothese verworpen worden.

Tabel 5.13 toont net zoals tabel 5.12 aan dat de variabele bedrijfsgrootte significant is voor beide afhankelijke variabelen. In dit onderzoek wordt de bedrijfsgrootte gemeten aan de hand van de totale activa. Hieruit kan afgeleid worden dat bedrijven die meer totale activa bezitten, bereid zijn om dividenden uit te keren en aandelen terug te kopen. Bovendien keren grotere bedrijven ook meer dividenden uit en kopen ze meer eigen aandelen terug. Deze resultaten komen overeen met het onderzoek van Sun & Yu (2022). Bijkomend worden er significante resultaten ondervonden in verband met de leeftijd van de onderneming en de totaal dummy variabele. Deze resultaten geven weer dat oudere en bijgevolg volwassen bedrijven meer bereid zijn om hun aandeelhouders te vergoeden (Benson et al., 2022).

Door interactievariabelen toe te voegen aan de regressieanalyses en hiernaast het margins-commando in stata uit te voeren, kan er geconstateerd worden dat de eerste hypothese van dit onderzoek niet ondersteund wordt. In de logistische en tobit regressies werd geen bewijs gevonden dat er een verband bestaat tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Deze conclusie werd overigens niet veranderd door de moderatie-analyses uit te voeren omtrent de bedrijfsgrootte van een onderneming. Bovendien kon er volgens deze analyses vastgesteld worden dat de interactievariabelen in geen enkele test significante waardes vertoonden. Bijkomend werden er ook geen significante resultaten aangetoond via het margins-commando. Hierdoor kan vastgesteld worden dat de bedrijfsgrootte geen invloed heeft op de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek, waardoor de tweede hypothese ook verworpen moet worden.

6. Discussie en conclusie

Deze masterthesis probeert een antwoord te zoeken op de volgende onderzoeksvraag: "Wat zijn de effecten van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek in Belgische beursgenoteerde bedrijven". Om deze vraag te kunnen beantwoorden, werd er eerst een literatuurstudie uitgevoerd. Hieruit werd snel duidelijk dat er momenteel geen éénduidig antwoord bestaat op bovenstaande vraag. In diverse wetenschappelijke onderzoeken worden zowel positieve als negatieve eigenschappen van drukbezette bestuurders aangehaald. Dit debat zorgt ervoor dat academici tegenstrijdige conclusies uitkomen met betrekking tot de invloed van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek. In dit hoofdstuk worden conclusies gevormd met betrekking tot de literatuur en het empirisch onderzoek die in deze thesis uitgevoerd werden. Tot slot wordt er een overzicht gegeven van de beperkingen van dit onderzoek en de suggesties voor eventueel verder onderzoek, alsook enkele praktische aanbevelingen.

6.1 Literatuur

Volgens de literatuur bestaat er geen éénduidig verband over het feit of drukbezette bestuurders een positieve of negatieve invloed uitoefenen op de effectiviteit van het bestuur. Academici ondervonden omtrent dit topic tegengestelde resultaten. Argumenten die de voordelen aantonen van drukbezette bestuurders, zijn dat ze beschikken over enorm veel ervaring en kennis. Hiernaast werd aangetoond dat ze, door het ruime netwerk dat ze hebben uitgebouwd, extra middelen voor de onderneming kunnen verzamelen en eenvoudiger connecties kunnen aangaan met externe partijen. Deze voordelen van drukbezette bestuurders worden aangetoond door de reputatiehypothese. Hiertegenover ondervonden andere onderzoekers ook negatieve gevolgen omtrent het uitoefenen van meerdere mandaten op hetzelfde moment. Het voornaamste nadeel van drukbezette bestuurders is tijdsdruk, omdat ze actief zijn in meerdere bedrijven. Als gevolg hiervan kunnen ze minder kwalitatief advies en monitoring verlenen aan het management. Bijgevolg is het moeilijker om elke bestuursvergadering bij te wonen en deze op een effectieve manier voor te bereiden. Deze nadelen van drukbezette bestuurders worden aangetoond door de busyness hypothese.

De onderzoeken die zich focussen op de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek, ondervonden geen consensus over het verband tussen beide elementen. Het onderzoek van Benson et al. (2022) toonde aan dat drukbezette bestuurders ervoor zorgen dat bedrijven meer dividenden uitkeerden en bovendien ook meer eigen aandelen terugkochten. Deze bevindingen worden ondersteund door de reputatiehypothese. Het onderzoek van Sharma (2011) bevestigde bovendien ook dat er een positief verband bestaat tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Bedrijven willen hun bestuurders graag vergoeden voor de extra kennis en het ruime netwerk dat ze hebben opgebouwd. Echter toont het onderzoek van Sun en Yu (2022) aan dat er een negatief verband aanwezig is tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Deze bevinding wordt bijgevolg ondersteund door de busyness hypothese. Ze stellen dat bedrijven met drukbezette bestuurders minder dividenden uitkeren en eigen aandelen terugkopen, omdat deze bestuurders hun taken niet op een efficiënte manier kunnen uitvoeren wegens tijdsdruk. Op basis van deze onderzoeken is het moeilijk om de aard van de relatie tussen beide elementen te verklaren.

Aan de hand van de soort relatie zijn bedrijven in staat om een betere kennis te verwerven omtrent de implicaties van drukbezette bestuurders op het dividendbeleid van een onderneming.

6.2 Empirie

Dit onderzoek heeft als doelstelling om de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek in Belgische beursgenoteerde bedrijven te achterhalen. De 'busyness' factor wordt gemeten aan de hand van drie variabelen, namelijk het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder, het percentage van drukbezette bestuurders en via de aan- of afwezigheid van een drukbezette raad van bestuur. Hiernaast wordt de dividendpolitiek opgesplitst op basis van dividenuitkeringen en de terugkopen van eigen aandelen. Bovendien worden de omvang van de raad van bestuur, de leeftijd van de onderneming en de groei van de activa opgenomen als controlevariabelen.

Aan de hand van de eerste hypothese wordt onderzocht op welke manier drukbezette bestuurders de dividendpolitiek beïnvloeden. Volgens de literatuur bestaat er over dit fenomeen geen éénduidig antwoord. Enerzijds tonen bepaalde onderzoeken aan dat er een positief verband bestaat tussen beide variabelen (Benson et al., 2022). Anderzijds stellen onderzoekers een negatief verband vast tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek (Sun & Yu ,2022). Via de eerste hypothese werd er verondersteld dat er een verband aanwezig is tussen beide variabelen, maar er werd nog geen richting van het verband besproken wegens tegenstrijdige resultaten uit de literatuur. Echter kon er aan de hand van de dataset geen significant resultaat aangetoond worden over de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Hierdoor kan er geconcludeerd worden dat er geen verband bestaat tussen beide elementen. Bovenstaande conclusie werd geformuleerd door het uitvoeren van logistische en tobit regressies. Deze regressies werden verkozen wegens de samenstelling van de data. De logistische regressies werden gehanteerd om de dichotome afhankelijke variabelen in verband te brengen met de onafhankelijke variabelen. Via deze analyses kon er onderzocht worden of drukbezette bestuurders de beslissing omtrent het dividendbeleid beïnvloeden. Wegens de scheve verdeling van de continue afhankelijke variabelen, werden tobit regressies uitgevoerd. Hierdoor kon er onderzocht worden of drukbezette bestuurders het niveau van de dividendpolitiek beïnvloeden.

Hoewel er geen verband gevonden werd tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen, konden er wel enkele andere significante resultaten aangetoond worden. Via de logistische regressies, die uitgevoerd werden om het effect van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek in zijn geheel te onderzoeken, werd een significant resultaat omtrent de leeftijd van de onderneming achterhaald. Uit deze test werd vastgesteld dat oudere bedrijven meer geneigd zijn om dividenden uit te keren en aandelen terug te kopen (Benson et al., 2022). Hiernaast werd er een significant resultaat gevonden voor de variabele 'groei activa' tijdens de tobit regressie om de invloed van drukbezette bestuurders op het niveau van de terugkoop van eigen aandelen te onderzoeken. Hieruit kon afgeleid worden dat bedrijven geneigd zijn om minder aandelen terug te kopen indien ze zich in een groeifase bevinden. Een verklaring hiervoor is dat zulke bedrijven zoveel mogelijk middelen in hun eigen onderneming willen investeren om te groeien, waardoor er minder ruimte overblijft om eigen aandelen terug te kopen (Gugler, 2003; Yin, 2009; Ahuja & Novelli, 2017).

Via de tweede hypothese werd onderzocht of de bedrijfsgrootte een invloed uitoefent op de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Hiervoor werden er interactievariabelen toegevoegd aan de modellen. De eerste hypothese had al geconcludeerd dat er geen verband bestond tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen. Om de tweede hypothese te toetsen, wordt het moderatie-effect van de bedrijfsgrootte onderzocht. Hiervoor moesten er bijkomende testen uitgevoerd worden via het margins-commando in stata. Echter leverden deze testen geen significante resultaten op voor verschillende levels van de bedrijfsgrootte. Bijkomend vertoonden de interactievariabelen ook geen significante resultaten. Hieruit kon vastgesteld worden dat de bedrijfsgrootte de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek niet beïnvloedt. Op basis van deze bevindingen moeten beide hypothesen verworpen worden. Echter konden er wel andere zaken vastgesteld worden tijdens het uitvoeren van de moderatie-analyses. Het uitgebreide model toonde aan dat grote bedrijven geneigd zijn om dividenden uit te keren en eigen aandelen terug te kopen. Bovendien keren ze meer dividenden uit en kopen ze meer eigen aandelen terug dan kleine bedrijven.

Over het algemeen kan er uit het empirisch onderzoek geconcludeerd worden dat er geen verband bestaat tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek in Belgische beursgenoteerde bedrijven. Dit kan toegeschreven worden aan het feit dat de relatie tussen beide variabelen uiteindelijk complexer was dan verwacht. Bijkomend is het mogelijk dat er bepaalde variabelen niet werden opgenomen in bovenstaande modellen, die de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen wel zouden beïnvloeden. In de volgende paragraaf van deze thesis worden bijgevolg de beperkingen van dit onderzoek aangehaald, alsook de suggesties voor verder onderzoek omtrent dit topic.

6.3 Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek

De grootste beperking van dit onderzoek is dat er niet gewerkt wordt met paneldata. Er werd gekozen om data te verzamelen over Belgische beursgenoteerde bedrijven uit de Bel-first database van het laatste beschikbare jaar, namelijk 2021. Hierdoor bleef het aantal observaties beperkt tot 100 bedrijven. Dit heeft ervoor gezorgd dat de kans om statistische significante resultaten te verkrijgen gering bleef, waardoor er enkel vastgesteld kon worden dat er geen verband bestaat tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Door gegevens te verzamelen over meerdere jaren, of door een database te gebruiken die informatie over meer beursgenoteerde bedrijven bevat, zouden er mogelijks andere conclusies getrokken kunnen worden. Bovendien zou een grotere dataset ervoor kunnen zorgen dat de betrouwbaarheid van de uitspraken verhoogd kan worden.

In dit onderzoek werd er geen onderscheid gemaakt tussen interne en onafhankelijke bestuurders. Bedrijven worden gecontroleerd volgens de omvang van de raad van bestuur, hun leeftijd en de groei van hun activa. Volgens de literatuur is het ook interessant om diverse soorten drukbezette bestuurders te onderzoeken. Door bestuurders van elkaar te onderscheiden, zou er een uitgebreidere analyse gevoerd kunnen worden. Zo heeft eerder onderzoek aangetoond dat drukbezette bestuurders de werking en samenstelling van de Raad van Bestuur kunnen beïnvloeden, waardoor er een limiet werd opgelegd aan het aantal mandaten dat per bestuurder uitgevoerd mag worden.

In het onderzoek van Benson et al. (2022) werd er wel een onderscheid gemaakt tussen interne en onafhankelijke bestuurders. Echter was dat in dit onderzoek niet mogelijk, omdat de nodige gegevens hiervoor niet beschikbaar waren in de Bel-first database. Aangezien het onderzoek van Benson et al. (2022) significante resultaten kon aantonen, is het aangeraden om hier in verder onderzoek wel rekening mee te houden. Op deze manier kan er waarschijnlijk een uitspraak gedaan worden over beide groepen afzonderlijk.

Een volgende beperking heeft betrekking op de modererende variabele. In dit onderzoek wordt enkel getest of de moderator bedrijfsgrootte de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek beïnvloedt, waardoor deze thesis zich beperkt tot twee hypothesen. Toekomstig onderzoek zou een hele reeks aan bijkomende modererende variabelen kunnen opnemen. Het level van diversificatie zou bijvoorbeeld de relatie tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek kunnen beïnvloeden. Deze diversificatie kan onder andere gemeten worden aan de hand van het aantal sectoren waarin het bedrijf actief is. Een grotere diversificatie brengt verhoogde complexiteit met zich mee, wat voor meer risico zorgt (Markarian & Parbonetti, 2007). Door deze moderator mee op te nemen, kan achterhaald worden of diversificatie de relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen beïnvloedt.

Een laatste beperking waar rekening mee gehouden kan worden in verder onderzoek, is dat er nagedacht moet worden over het huidige aantal mandaten van een bestuurder en bijkomend ook over het aantal mandaten dat deze bestuurder in het afgelopen jaar uitoefende. Door aandacht te besteden aan deze gegevens, kan achterhaald worden of een bestuurder vorig jaar drukbezet was en dit jaar niet meer, of omgekeerd. Kortom, een bestuurder die vorig jaar drukbezet was doordat hij in drie raden van bestuur zetelde en dit jaar slechts één mandaat uitoefent, beschikt dit jaar nog steeds over de nodige ervaring, connecties en informatie. Hij beschikt met andere woorden nog steeds over dezelfde sterktes, ondanks dat hij nu minder mandaten uitoefent. Door rekening te houden met dit fenomeen, zouden andere denkpijlers gevolgd kunnen worden, wat kan leiden tot andere conclusies.

Bovenstaande beperkingen kunnen in rekening gebracht worden om verder onderzoek te voeren naar de invloed van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek.

6.4 Praktische aanbevelingen

Aan de hand van de resultaten van dit onderzoek kunnen bedrijven een betere kennis verwerven omtrent de implicaties van drukbezette bestuurders op het dividendbeleid van een onderneming. Volgens dit onderzoek werd er geen éénduidig verband gevonden tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek in Belgische beursgenoteerde bedrijven. Bovendien werd aangetoond dat dit resultaat niet beïnvloed wordt door de bedrijfsgrootte.

De invloed van drukbezette bestuurders op de dividendpolitiek werd ook door andere academici onderzocht (Benson et al, 2022; Sharma, 2011; Sun en Yu, 2022). Deze studies toonden aan dat er wel een relatie aanwezig was tussen beide factoren, maar de richting van het verband was volgens de onderzoekers verschillend. Het onderzoek van Benson et al. (2022) bevestigt dat er een positief

verband bestaat tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Deze bevinding ligt in lijn met de conclusie van Sharma (2011). Echter toont het onderzoek van Sun en Yu (2022) aan dat er een negatief verband aanwezig is tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Volgens de studie van Benson et al. (2022) kunnen bedrijven tijdens hun selectieproces drukbezette bestuurders in overweging nemen om hun dividendpolitiek te verhogen. De studie van Sun en Yu (2022) bewijst echter dat drukbezette bestuurders de dividendpolitiek negatief zullen beïnvloeden. De bevindingen van dit onderzoek zorgen ervoor dat de aanbevelingen van vorige onderzoekers in twijfel getrokken kunnen worden.

Aan de hand van de resultaten van dit onderzoek kunnen we bedrijven meegeven dat het aannemen van drukbezette bestuurders geen invloed zal uitoefenen op de dividendpolitiek. Echter bestaan er volgens de literatuur wel relaties tussen drukbezette bestuurders en de dividendpolitiek. Deze onderzoeken hebben aangetoond dat de relatie tussen beide elementen zowel positief als negatief kan zijn. Bijgevolg zijn deze bevindingen in strijd met de resultaten van dit onderzoek. We raden bedrijven aan om in de praktijk voorzichtig te zijn met het in overweging nemen om drukbezette bestuurders aan te werven, aangezien de resultaten alle richtingen kunnen uitgaan.

Referentielijst

- Ahn, S., Jiraporn, P., & Kim, Y. S. (2010). Multiple directorships and acquirer returns. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2011-2026.
- Ahuja, G., & Novelli, E. (2017). Activity overinvestment: The case of R&D. *Journal of Management*, 43(8), 2456-2468.
- Alhaddad, L., Gerged, A. M., Saidat, Z., Ali Al-Qudah, A., & Aziz, T. (2022). Do multiple directorships stimulate or inhibit firm value? Evidence from an emerging economy. *International Journal of Accounting & Information Management*, 30(4), 546-562.
- Baccouche, S., Hadriche, M., & Omri, A. (2014). Multiple directorships and board meeting frequency: Evidence from France. *Applied Financial Economics*, 24(14), 983-992.
- Baker, H. K., & Smith, D. M. (2006). In search of a residual dividend policy. *Review of Financial Economics*, 15(1), 1-18.
- Baselga-Pascual, L., Trujillo-Ponce, A., Vähämaa, E., & Vähämaa, S. (2018). Ethical reputation of financial institutions: Do board characteristics matter?. *Journal of Business Ethics*, 148, 489-510.
- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 1(1), 101-124.
- Benson, B., Davidson, T., James, H., & Wang, H. (2022). Board busyness and corporate payout: are all busy directors the same?. *Accounting & Finance*, 62(3), 3711-3759.
- Booth, J. R., & Deli, D. N. (1996). Factors affecting the number of outside directorships held by CEOs. *Journal of Financial Economics*, 40(1), 81-104.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of financial economics*, 77(3), 483-527.
- Brealey, R. (2020). *Fundamentals of Corporate Finance* (tenth edition)
- Brown, A. B., Dai, J., & Zur, E. (2019). Too busy or well-connected? Evidence from a shock to multiple directorships. *The Accounting Review*, 94(2), 83-104.
- Busenbark, J. R., Graffin, S. D., Campbell, R. J., & Lee, E. Y. (2022). A marginal effects approach to interpreting main effects and moderation. *Organizational Research Methods*, 25(1), 147-169.
- Chakravarty, S., & Rutherford, L. G. (2017). Do busy directors influence the cost of debt? An examination through the lens of takeover vulnerability. *Journal of Corporate Finance*, 43, 429-443.
- Chou, T. K., & Feng, H. L. (2019). Multiple directorships and the value of cash holdings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 53, 663-699.
- d'Udekem, B. (2021). Agency conflicts and dividend persistence. *Journal of Financial Services Research*, 60(2-3), 207-234.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. (2007). 1 the fundamental agency problem and its mitigation: independence, equity, and the market for corporate control. *Academy of Management annals*, 1(1), 1-64.
- De Vocht, A. (2009). *Basishandboek SPSS 17*. Utrecht: Bijleveld Press

- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of management Review*, 15(3), 369-381.
- Donaldson L., Davis J. H. 1991. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16: 49-64.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors?. *The Journal of finance*, 61(2), 689-724.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial economics*, 60(1), 3-43.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Farrukh, K., Irshad, S., Shams Khakwani, M., Ishaque, S., & Ansari, N. Y. (2017). Impact of dividend policy on shareholders wealth and firm performance in Pakistan. *Cogent Business & Management*, 4(1), 1408208.
- Ferris, S. P., & Jagannathan, M. (2001). The incidence and determinants of multiple corporate directorships. *Applied Economics Letters*, 8(1), 31-35.
- Finkelstein, S., & D'aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management journal*, 37(5), 1079-1108.
- Gkeka, E., Kosmidis, K., & Simitisis, G. (2019). The value relevance of dividend announcement: An empirical study of the Greek Stock Market. SSRN.
- Grullon, G., & Ikenberry, D. L. (2000). What do we know about stock repurchases?. *Journal of applied corporate finance*, 13(1), 31-51.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *the Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684.
- Gugler, K. (2003). Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking & Finance*, 27(7), 1297-1321.
- Harris, I. C., & Shimizu, K. (2004). Too busy to serve? An examination of the influence of overboarded directors. *Journal of Management Studies*, 41(5), 775-798.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate governance*, 6(2), 101-111.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jiraporn, P., Kim, Y. S., & Davidson III, W. N. (2008). Multiple directorships and corporate diversification. *Journal of Empirical Finance*, 15(3), 418-435.
- Kapoor, S., Mishra, A., & Anil, K. (2010). Dividend Policy Determinants of Indian Services Sector: A Factorial Analysis. *Paradigm (09718907)*, 14(1), 24-41.
- Kiel, G. C., & Nicholson, G. J. (2006). Multiple directorships and corporate performance in Australian listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(6), 530-546.

- Krause, R., Semadeni, M., & Cannella Jr, A. A. (2014). CEO duality: A review and research agenda. *Journal of Management*, 40(1), 256-286.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33.
- Labhane, N. B., & Mahakud, J. (2016). Determinants of dividend policy of Indian companies: A panel data analysis. *Paradigm*, 20(1), 36-55.
- Latif, B., Voordeckers, W., Lambrechts, F., & Hendriks, W. (2020). Multiple directorships in emerging countries: fiduciary duties at stake?. *Business Ethics: A European Review*, 29(3), 629-645.
- Lee, B. S., & Suh, J. (2011). Cash holdings and share repurchases: International evidence. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1306-1329.
- Lei, A. C., & Deng, J. (2014). Do multiple directorships increase firm value? Evidence from independent directors in Hong Kong. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 25(2), 121-181.
- Sun, L., & Yu, H. (2022). The effects of busy board on firm's probability to pay dividends. *Research in International Business and Finance*, 60, 101596.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2009). The effects and unintended consequences of the Sarbanes-Oxley Act on the supply and demand for directors. *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3287-3328.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of financial economics*, 87(2), 308-328.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American economic review*, 46(2), 97-113.
- Lorsch, J., & Maciver, E. (1989). *The reality of America's corporate board*. Harvard Business School Press, Cambridge, MA, 1627.
- Carpenter, M. A., & Westphal, J. D. (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management journal*, 44(4), 639-660.
- Markarian, G., & Parbonetti, A. (2007). Firm complexity and board of director composition. *Corporate governance: an international review*, 15(6), 1224-1243.
- Masulis, R. W., & Mobbs, S. (2014). Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy?. *Journal of financial economics*, 111(2), 406-429.
- Michaely, R., & Roberts, M. R. (2012). Corporate dividend policies: Lessons from private firms. *The Review of Financial Studies*, 25(3), 711-746.
- Moh'd, M. A., Perry, L. G., & Rimbey, J. N. (1995). An investigation of the dynamic relationship between agency theory and dividend policy. *Financial Review*, 30(2), 367-385.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Stanford University Press.
- Priya, P. V., & Mohanasundari, M. (2016). Dividend policy and its impact on firm value: A review of theories and empirical evidence. *Journal of Management Sciences and Technology*, 3(3), 59-69.

- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1989). The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: evidence vs. rhetoric. *Academy of Management Perspectives*, 3(2), 141-143.
- Sanan, N. K. (2019). Impact of board characteristics on firm dividends: evidence from India. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Sandu, D. R. (2013). Cash Dividends and Share Repurchases—Two Corporate Payout Decisions. *Revista tinerilor economişti*, (20), 7-14.
- Schnake, M. E., & Williams, R. J. (2008). Multiple directorship and corporate misconduct: the moderating influences of board size and outside directors (cover story). *Journal of Business Strategies*, 25(1), 1-14.
- Sharma, V. (2011). Independent directors and the propensity to pay dividends. *Journal of Corporate finance*, 17(4), 1001-1015.
- Shehu, M. (2015). Board characteristics and dividend payout: Evidence from Malaysian public listed companies. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(16), 35-40.
- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The journal of finance*, 54(5), 1829-1853.
- Stock, H. J., & Watson, M. M. (2011). Introduction to Econometrics. Pearson Education Limited.
- Tahir, H., Masri, R., & Rahman, M. M. (2020). Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: evidence from Malaysia. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 20(5), 919-937.
- Trinh, V. Q., Elnahass, M., & Salama, A. (2021). Board busyness and new insights into alternative bank dividends models. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 56, 1289-1328.
- Van Ees, H., Gabrielsson, J., & Huse, M. (2009). Toward a behavioral theory of boards and corporate governance. *Corporate governance: An international review*, 17(3), 307-319.
- Van Nuys, K. (1993). Corporate governance through the proxy process: Evidence from the 1989 Honeywell proxy solicitation. *Journal of Financial Economics*, 34 (1), 101-132.
- Yin, W. (2009). R&D policy, agency costs and innovation in personalized medicine. *Journal of health economics*, 28(5), 950-962.
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative model. *Journal of management*, 15(2), 291-334.
- Zald, M. N. (1969). The power and functions of boards of directors: A theoretical synthesis. *American journal of Sociology*, 75(1), 97-111.