



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de handelswetenschappen

Masterthesis

Drukbezette bestuurders en de financieringspolitiek in Belgische beursgenoteerde bedrijven

Hanna Makuch

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



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 de financieringspolitiek in Belgische beursgenoteerde bedrijven

Hanna Makuch

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

Voorwoord

Hierbij vindt u mijn masterproef getiteld "Drukbezette bestuurders en de financieringspolitiek in Belgische beursgenoteerde bedrijven", geschreven als onderdeel van mijn studie Master Handelswetenschappen, afstudeerrichting Accountancy, aan de Universiteit Hasselt. Het schrijven van deze masterproef heeft mijn kennis over corporate governance sterk verrijkt. Ik wil graag via deze weg een aantal personen bedanken die deze afronding van mijn master mogelijk hebben gemaakt.

Allereerst wil ik mijn promotor Prof. Dr. W. Voordeckers en mijn begeleidster Mevr. Hannah Verleye bedanken. Zij hebben mij gedurende dit proces geadviseerd en opbouwende kritiek geboden. Hierdoor is deze masterproef goed en tijdig tot zijn einde gekomen. Daarnaast wil ik in het bijzonder mijn ouders Petra Bollen en Freddy Makuch bedanken voor de kansen die zij mij hebben geboden en de emotionele steun die zij mij hebben gegeven.

Hanna Makuch

Maasmechelen, mei 2023

Samenvatting

Afgelopen decennia heeft de term 'corporate governance', oftewel 'deugdelijk bestuur', steeds meer populariteit gewonnen. Een onderdeel van corporate governance is de raad van bestuur. Het is belangrijk voor ondernemingen een goed functionerende raad van bestuur te hebben die de juiste financiële beslissingen maakt binnen een onderneming. De raad van bestuur is verantwoordelijk voor het creëren van de meest optimale kapitaalstructuur met de juiste combinatie van eigen vermogen vreemd vermogen, aangezien de kapitaalstructuur bepalend is voor de toekomstige winst en groei van ondernemingen. Een goede corporate governance kan helpen om de juiste kapitaalstructuur te creëren en als gevolg genereren ondernemingen meer winst.

Drukbezette bestuurders kunnen een goed functionerende raad van bestuur beïnvloeden. Verschillende bronnen zoals de Belgische Corporate Governance Code 2020 (Code 2020) leggen meer en meer de nadruk op de verduidelijking van de rol en verantwoordelijkheden van de RvB en het uitvoerend management. Principe 5.5 uit de Code 2020 stelt bijvoorbeeld dat bestuurders niet meer dan vijf bestuursmandaten mogen bekleden in beursgenoteerde vennootschappen. In de academische literatuur is er ook nog geen eenduidig antwoord gevonden of de invloed van meervoudig bestuurderschap een positief of negatief effect heeft op het efficiënt functioneren van een raad van bestuur binnen een Belgische beursgenoteerde onderneming. Daarom doelt deze masterproef op het onderzoeken welke invloed drukbezette bestuurders hebben op de schuldgraad van een onderneming.

Het fenomeen 'meervoudig bestuur' kent twee stromingen binnen de academische literatuur. Zo zijn er bepaalde studies die de reputatiehypothese ondersteunen en er zijn studies die de busyness hypothese ondersteunen. De reputatiehypothese stelt dat meervoudig bestuurderschap een zegen is voor ondernemingen. Drukbezette bestuurders zijn volgens deze hypothese bestuurders van hoge kwaliteit omdat zij meer diverse ervaringen hebben en beter toezicht kunnen houden op het managementteam. Meervoudig bestuurderschap biedt ook de mogelijkheid om nieuwe expertise op te doen en nieuwe connecties aan te gaan met andere ondernemingen. Academisch onderzoek toont ook aan dat drukbezette bestuurders positief samenhangen met de prestaties van de onderneming. Bestuurders met meerdere bestuursfuncties kunnen ook bijdragen aan een doeltreffende werking in de keuze van de kapitaalstructuur binnen een onderneming, omdat zij meer ervaring en stimuli bezitten om toezicht te houden.

Echter zijn er studies die het tegenovergestelde suggereren. Deze volgen de busyness hypothese die stelt dat meervoudig bestuurderschap negatieve gevolgen kan hebben voor de financiële prestaties van een onderneming. Drukbezette bestuurders zouden onvoldoende tijd en energie hebben om hun taken correct uit te voeren en adequaat toezicht te houden op het management. Dit kan leiden tot een zwakker deugdelijk bestuur en hogere agencykosten. Andere onderzoeken suggereren dat een te drukbezette raad van bestuur een negatief effect heeft op de prestaties, market-to-book ratio's en de winstgevendheid van een onderneming. Drukbezette bestuurders kunnen ook problemen en

belangenconflicten creëren doordat zij onethisch gedrag kunnen vertonen. Hoewel sommige startups kunnen profiteren van de voordelen van een drukbezette bestuurder doordat zij een goede reputatie hebben lijden veel grote bedrijven meestal onder de kosten en lasten die drukbezette bestuurders met zich meebrengen.

De kapitaalstructuur heeft een grote invloed op de winstgevendheid en groei van een onderneming. De raad van bestuur is verantwoordelijk voor het bepalen van de optimale verhouding tussen eigen vermogen en vreemd vermogen. Een goede corporate governance kan helpen bij het verbeteren van toegang tot financieringsmiddelen en het verlagen van de kapitaalkosten. Er wordt een kort overzicht gegeven van de trade-off theorie, die het belastingvoordeel van schuld afweegt tegen de kosten van financiële moeilijkheden zoals faillissements- en administratiekosten, om zo een optimale kapitaalstructuur te bereiken. Er wordt ook toegelicht hoe schuldfinanciering kan zorgen voor monitoring van kredietverstrekkers, maar ook leidt tot hogere kasstromen in de vorm van interestkosten. Er is nog niet veel onderzoek gedaan naar de relatie tussen corporate governance en kapitaalstructuur voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

De stromingen in de literatuur zijn getest via een empirisch onderzoek. Hiervoor werden twee hypothesen opgesteld. Eén hypothese lag in lijn met de reputatiehypothese en de andere hypothese lag in lijn met de busyness hypothese. Om gegevens te verzamelen van Belgische beursgenoteerde ondernemingen is er gebruik gemaakt van Bel-First, een database van Bureau van Dijk met uitgebreide informatie over bedrijven uit België en Luxemburg.

Deze masterproef beschrijft de resultaten van een regressieanalyse van de algemene en lange termijn schuldgraad van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Er is onderzocht of er een verband bestaat tussen de algemene schuldgraad e schuldgraad en verschillende factoren zoals het aantal mandaten per bestuurder, de omvang van de raad van bestuur en de winstgevendheid van de onderneming. De resultaten tonen aan dat er geen significant verband bestaat tussen de schuldgraad en de onderzochte factoren. Niet alle resultaten van de regressieanalyses waren significant bevonden. Enkel drie van de zes regressiemodellen voor de lange termijn schuldgraad zijn significant bevonden. Hieruit bleek dat drukbezette bestuurders en een drukbezette raad van bestuur een negatieve invloed hebben op de schuldgraad van een Belgische beursgenoteerde onderneming. Dit ligt in lijn met de busyness hypothese. Maar omdat deze coëfficiënten niet significant waren, kunnen er uiteindelijk geen uitspraken gedaan worden over het verband tussen de lange termijn schuldgraad en drukbezette bestuurders.

Inhoudsopgave

Voorwoord.....	1
Samenvatting	3
1 Inleiding	7
2 Literatuurstudie	11
2.1 Corporate governance	11
2.1.1 Agency theorie.....	12
2.1.2 Corporate governance in België.....	14
2.2 Raad van bestuur	15
2.2.1 Rollen raad van bestuur	15
2.2.2 Samenstelling Raad van bestuur	18
2.3 Meervoudig bestuurderschap.....	21
2.3.1 Positieve effecten van meervoudig bestuurderschap	22
2.3.2 Negatieve effecten van meervoudig bestuurderschap	23
2.4 Corporate governance en kapitaalstructuur	24
2.4.1 Trade-off theorie	25
2.4.2 Pecking-order theorie.....	25
3 Opbouw hypothese	27
3.1 Hypothese 1: reputatiehypothese	27
3.2 Hypothese 2: busyness hypothese	28
4 Methodologie.....	29
4.1 Dataverzameling.....	29
4.2 Onderzoeksvariabelen	30
4.2.1 Afhankelijke onderzoeksvariabele	31

4.2.2	Onafhankelijke variabelen	31
4.2.3	Controlevariabelen	33
5	Resultaten	35
5.1	Beschrijvende analyse	36
5.2	Correlaties	39
5.3	Multicollineariteit	40
5.4	Regressieanalyse algemene schuldgraad.....	42
5.4.1	Heteroscedasticiteit	43
5.4.2	Resultaten regressieanalyse algemene schuldgraad	45
5.5	Regressieanalyse lange termijn schuldgraad.....	47
5.5.1	Heteroscedasticiteit	48
5.5.2	Resultaten regressieanalyse lange termijn schuldgraad	49
6	Conclusie.....	53
6.1	Theoretische bevindingen	53
6.2	Praktische implicaties	54
6.3	Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek	55
	Bibliografie	57
	Bijlagen	63
	Bijlage 1: lijst van Belgische beursgenoteerde bedrijven opgenomen in de dataset	63

1 Inleiding

Financieringsbeslissingen zijn van cruciaal belang voor een onderneming. Deze beslissingen omvatten onder andere de bepaling van een optimale kapitaalstructuur (Naseem, Zhang, Malik & Rahman, 2017). In de literatuur worden er enkele theorieën rond kapitaalstructuur belicht. De verhouding tussen schuld en eigen vermogen (D/E-ratio) wordt gewoonlijk als maatstaf gebruikt om de kapitaalstructuur te meten van een onderneming. Investeerders en kredietverleners zijn bijzonder geïnteresseerd in de D/E ratio om zo het gebruik van schulden van een onderneming te analyseren en kansen op faillissement te detecteren. Bij het nemen van financieringsbeslissingen moet ook het element 'corporate governance' in gedachten worden gehouden (Naseem, et al., 2017).

De afgelopen decennia hebben bestuurders binnen de corporate governance literatuur steeds meer aandacht gekregen. De oorzaak waarom bestuurders zo onder de loep zijn genomen, is omdat er zich enkele fraudeschandalen op internationaal niveau hebben voorgedaan. Bestuurders krijgen steeds meer taken toegewezen. Hierdoor groeien hun verantwoordelijkheden en verplichtingen tegenover de aandeelhouders. Ook worden zij steeds actiever bij het strategische besluitvormingsproces van een onderneming betrokken (Scherrer, 2003). Bestuurders hebben onder andere de plicht tegenover de aandeelhouders om het managementteam zo goed mogelijk te monitoren om zodanig de aandeelhouderswaarde te maximaliseren (Fama and Jensen, 1983; Mace, 1971; Pearce and Zahra, 1991; Vance, 1964). Sommige bestuurders zetelen in meer dan één raad van bestuur van een onderneming. Hierdoor kunnen zij niet altijd hun plicht meer nakomen in de raad van bestuur van een vennootschap. Deze bestuurders worden dan als drukbezet beschouwd (Harris & Shimizu, 2004). Eén van de belangrijkste taken binnen een raad van bestuur is het goedkeuren van de financiële beslissingen die het managementteam heeft gemaakt. Hierbij moet er een keuze gemaakt worden tussen financiering met vreemd vermogen (schulden) en met eigen vermogen (Brealey, Myers & Marcus, 2019). Bestuurders en het management ondervinden soms moeilijkheden bij het kiezen van de meest optimale kapitaalstructuur (Naseem et al., 2017). Zo bestaat er in de bestaande literatuur rond corporate governance verschillende antwoorden op welke invloed, positief of negatief, drukbezette bestuurders hebben op de kapitaalstructuur van een vennootschap.

Er komen twee concurrerende hypothesen aan bod rond deze kwestie, namelijk de reputatiehypothese en de busyness hypothese. Volgens de reputatiehypothese biedt de markt voor bestuurders die in meerdere raden zitten stimulansen aan om hun reputatie zo goed mogelijk te ontwikkelen als toezichthoudende figuren binnen een onderneming (Fama & Jensen, 1983). Bovendien heeft een bestuurder die in meerdere raden van bestuur zit de mogelijkheid een netwerk op te zetten of om zakelijke relaties te monitoren (Mace, 1986; Loderer & Peyer, 2002). Bestuurders die meerdere connecties hebben worden geacht waarde toe te voegen op drie verschillende manieren. Ten eerste kunnen zij fungeren als een coöperatief mechanisme om (financiële) middelen te winnen (Zahra & Pearce, 1989) en om steun te verkrijgen van externe stakeholders die van belang kunnen zijn voor de bedrijfsprestaties. Bijvoorbeeld: doordat een bestuurder meerdere contacten

heeft, kan het bedrijf toegang krijgen tot kapitaal tegen een aantrekkelijker tarief dan bij andere bronnen. Ten tweede fungeren drukke bestuursleden als grensverleggers (Zahra & Pearce, 1989) die kanalen voorzien om informatie te communiceren naar of vanuit een externe omgeving (Pfeffer & Salancik, 1978). Ten derde worden de raden van bestuur geacht een belangrijke rol te spelen bij het versterken van de legitimiteit van een onderneming. Een bestuurder kan deze rollen enkel uitvoeren als hij of zij ook in een andere raad van bestuur zit of heeft gezeten omdat hij dan al heeft kunnen zien of dat bestuursbeleid werkte voor dat bedrijf of niet (Pfeffer & Salancik, 1978; Zahra & Pearce, 1989). Raden van Bestuur die een betere connectie hebben met elkaar worden daardoor ook geassocieerd met betere bedrijfsprestaties (Larcker & Tayan 2010; Masulis & Mobbs 2011; Larcker, So en Wang 2013). Ook zijn drukke bestuurders vaak betere adviseurs en dus nuttig voor nog startups en jonge bedrijven. Dit verklaart grotendeels het feit dat personen die nieuwe bedrijven oprichten, opzoek zijn naar een bestuurder met een gevestigde zakelijke reputatie. Hiermee wordt bedoeld dat drukbezette bestuurders meestal waardevolle connecties bezitten tussen bedrijven die de stroom van informatie en middelen tussen de verschillende bedrijven kan vergemakkelijken. Field et al. (2013) tonen aan dat een drukke Raad van bestuur samenhangt met een hogere bedrijfswaarde voor bedrijven die vermoedelijk veel (financieel) advies nodig hebben zoals beursgenoteerde bedrijven. Ten slotte onderzochten Loderer en Peyer (2002) meervoudige bestuursfuncties in Zwitserse ondernemingen en konden zij concluderen dat meervoudige bestuursfuncties een positief effect hebben op de bedrijfswaarde van beursgenoteerde ondernemingen.

De hypothese die zich tegenover de reputatiehypothese bevindt, is de busyness hypothese. Volgens deze hypothese hebben bestuurders met meerdere bestuursmandaten minder het vermogen om hun aandacht bij hun takenpakket te houden. Ook worden zij door tijdgebrek belemmerd waardoor ze niet altijd het correcte advies kunnen leveren aan de raad van bestuur en het managementteam. Dit zou tot ernstige belangenconflicten leiden binnen een onderneming. Een bekend gevolg van belangenconflicten binnen een vennootschap is de afname van vrije kasstromen door bijvoorbeeld onnodige acquisities die waarde vernietigen (Jensen, 1986). Ook wordt er gesuggereerd dat een drukke bestuurder het management niet correct kan adviseren. Drukke raden van bestuur worden geassocieerd met slechte bedrijfsprestaties (Fich & Shivdasani, 2006; Jiraporn, Kim & Davidson, 2008; Ahn, Jiraporn, & Kim, 2010; Andres, van den Bongard & Lehmann, 2017), geringe aanwezigheid bij bestuursvergaderingen (Jiraporn *et al.*, 2008), een grotere kans op fraude i.v.m. jaarrekeningen (Beasley, 1996), zwak ondernemingsbestuur, lagere market-to-book ratio's en minder winstgevendheid. De Professional Organization for Non Executive Directors beveelt aan om anderhalve dag per week te besteden aan elke bestuurszetel van een publieke onderneming. Het is dus niet moeilijk voor te stellen dat bestuurders met meerdere benoemingen niet altijd in staat zijn om voldoende tijd en aandacht te besteden aan elk bestuur. Dus hoe drukker de bestuurders, hoe negatiever de reactie van de markt volgens de busyness hypothese.

Kortom, eerdere studies leveren gemengde resultaten voor het verband tussen meerdere bestuurders in een raad van bestuur en de kapitaalstructuur van een onderneming. Een mogelijke reden voor de gemengde onderzoeksresultaten is dat verschillende ondernemingen verschillende bestuursstructuren hebben. Een onderdeel van de bedrijfsstructuur is bijvoorbeeld de raad van

bestuur. Niet alle ondernemingen hebben dezelfde raad van bestuur. Sommige ondernemingen hebben een raad van bestuur die bestaat uit 15 bestuursleden, maar er zijn ook veel bedrijven die streven naar een kleinere raad van bestuur omdat zij vinden dat een kleinere raad van bestuur beter functioneert dan een grotere raad van bestuur (Adams et al., 2010). De recente corporate governance literatuur legt de nadruk op het belang van ondernemingskenmerken bij het ontwerpen van die optimale bestuursstructuren (Boone et al., 2007; Coles et al., 2008 en Linck et al., 2008). Eenzelfde bedrijfsstructuur is bijvoorbeeld niet geschikt voor alle soorten ondernemingen omdat een uniforme bedrijfsstructuur geen rekening houdt met sommige bedrijfskenmerken zoals de grootte van een onderneming of de samenstelling van een raad van bestuur.

In de literatuur rond corporate governance en -financiering wordt schuld over het algemeen erkend als een belangrijk mechanisme voor het oplossen van verschillende problemen rond corporate governance in ondernemingen (Sarkar & Sarkar, 2008). Bestuurders ondervinden vaak moeilijkheden bij het bepalen van de meest optimale kapitaalstructuur binnen een onderneming. In de financiële literatuur hebben zich al verschillende theorieën ontwikkeld. De nood naar een optimale kapitaalstructuur is belangrijk geworden als gevolg van de opkomst van en de behoefte aan de beste praktijken op het gebied van corporate governance. Verschillende studies rond kapitaalstructuur zijn gericht op het testen van de hypothese van het verband tussen de kapitaalstructuur en de voornaamste kenmerken van corporate governance. Deze kenmerken zijn o.a. de omvang van de raad van bestuur, de samenstelling van de raad van bestuur, de beloning van het management, de ambtstermijn van bestuurders en managers, het aandelenaandeel van managers enz. (Friend and Lang, 1988; Berger, Ofek et al., 1997). Pfeffer en Salancik (1978) vinden dat er een significant verband bestaat tussen bijvoorbeeld financiële hefboomwerking, d.w.z. het gebruik van geleend geld oftewel de schulden van een onderneming, en zowel de omvang als de samenstelling van de raad van bestuur. Jensen (1986) belicht dan juist dat ondernemingen met hogere schulden grotere raden van bestuur hebben en relatief meer onafhankelijke bestuurders hebben. Dit reflecteert mogelijk een manier waarop schuld kan fungeren als controlemiddel. Ook werd er aangetoond dat corporate governance een wezenlijke invloed hebben op de financieringsbeslissingen van een bedrijf (Jiraporn et al., 2012). Daarnaast bevestigden Arping en Sautner in 2010 in een studie van Nederlandse bedrijven dat als corporate governance systemen worden verbeterd, dat ondernemingen minder snel geneigd zijn om schulden aan te gaan.

De doelstelling van deze masterproef is het onderzoeken welke invloed een drukbezette raad van bestuur heeft op de schuldengraad van Belgische beursgenoteerde bedrijven. Het grootste deel van bovenstaand onderzoek is uitgevoerd op niet-Belgische beursgenoteerde bedrijven. In België is er nog weinig kennis over hoe een drukbezette raad van bestuur invloed heeft op de schuldengraad van een vennootschap. Om te kijken of een drukbezette raad van bestuur een hogere schuldengraad aangaat, is de volgende deelvraag geformuleerd: *“Wat is het verband tussen een drukbezette raad van bestuur en de schuldgraad van een onderneming?”*. Het begrijpen van het verband tussen drukbezette bestuurders en de schuldgraad van Belgische beursgenoteerde bedrijven kan een academische meerwaarde opleveren doordat het bijdraagt aan de ontwikkeling van al bestaande literatuur en theorieën. Ook in de praktijk kan het andere ondernemingen helpen in de toekomst

betere beslissingen te nemen en als gevolg hun prestaties te doen verbeteren. Daarnaast heeft dit onderzoek een praktische meerwaarde, want deze test of de beperkingen op het aantal mandaten die de Belgisch Corporate Governance Code oplegt, wel degelijk gerechtvaardigd zijn.

Het proces van deze masterproef ziet er als volgt uit. Het onderzoek bestaat uit 2 grote onderdelen: in het eerste deel vindt de literatuurstudie plaats. Hier wordt de term corporate governance onder de loep genomen en worden o.a. de rollen en de samenstelling van de raad van bestuur uitgelegd. Als tweede worden de twee verschillende hypothesen, namelijk de reputatiehypothese en de busyness hypothese van drukbezette bestuurders besproken. Als afsluiting van het literatuuronderzoek wordt de kapitaalstructuur verder belicht en hoe deze samenhangt met corporate governance. In het tweede deel wordt het empirisch onderzoek besproken. Er worden twee hypothesen geformuleerd omtrent de reputatiehypothese en de busyness hypothese, en het gebruik van de verschillende data en variabelen worden toegelicht. Daarna worden deze resultaten geïnterpreteerd. In dit onderzoek is er gekozen voor kwantitatieve variabelen. Om voldoende waarnemingen te verkrijgen onderzoeken we data van de afgelopen 5 jaar (2017-2021). Zo is het mogelijk om ook naar de evolutie doorheen de tijd te kijken. Tenslotte wordt er in de laatste sectie van deze masterproef een algemene conclusie geschreven en suggesties voor verder onderzoek.

2 Literatuurstudie

2.1 Corporate governance

Het begrip corporate governance wordt doorgaans vertaald als 'deugdelijk bestuur' en vindt zijn oorsprong terug in de Angelsaksische landen. Bij het bespreken van de definitie van corporate governance moet er rekening gehouden worden met de verschillende standpunten die afhangen van hoe dat iemand deugdelijk bestuur interpreteert, want corporate governance is een globaal voorkomen en een ingewikkeld domein wat betreft op legale, culturele en andere structurele verschillen (Mallin, 2016). De term kent verschillende definities en één algemene definitie voor corporate governance bestaat er nog niet. De eerste opvatting rond corporate governance dateert uit 1932 met een publicatie van Berle en Means genaamd 'The Modern Corporation and Private Property'. Dit boek bracht de scheiding van eigendom en controle in de moderne onderneming in kaart en de problemen die deze scheiding veroorzaakte. Het boek begon het debat over ondernemingsbestuur in Amerika (Wells, 2009).

La Porta et al. (2000) beschrijft de term als het geheel van mechanismen waarmee aandeelhouders beschermd worden tegen het opportunistische gedrag van managers. Corporate governance mechanismen worden gezien als een complex systeem van controles vanuit een breder perspectief (Zingales, 1998). Zingales (1998) benadrukt dat corporate governance belangrijk is voor zowel de bescherming van aandeelhouders als de economische efficiëntie. Economische efficiëntie kan worden gedefinieerd als de situatie waarin een economie haar middelen zo optimaal mogelijk gebruikt om de hoogst mogelijke welvaart voor haar burgers te bereiken. Dit omvat het minimaliseren van kosten en het maximaliseren van productiviteit en output (Mankiw, 2014). Bovendien merkte Zingales (1998) op dat deugdelijk bestuur een balans moet vinden tussen de belangen van aandeelhouders en andere belanghebbenden zoals werknemers en leveranciers. In 1997 definiëren Shleifer en Vishny deugdelijk bestuur als de middelen waarmee financiers van ondernemingen ervoor zorgen dat zij een rendement op hun investering krijgen. In het algemeen wordt corporate governance gedefinieerd als het systeem van regels, wetten en factoren die controle uitoefenen op de operationele activiteiten binnen een onderneming (Gillan & Starks, 1998). Van Hulle (1996) omschrijft deugdelijk bestuur als het geheel van mechanismen waarmee de belangen van alle stakeholders in een bedrijf worden beschermd en gewaarborgd. Daarnaast benadrukt zij het belang van corporate governance voor het behoud van het vertrouwen van beleggers in de financiële markten. Zij vindt dat corporate governance ervoor moet zorgen dat bedrijven op een transparante en verantwoorde manier worden bestuurd en gecontroleerd, waardoor de risico's voor aandeelhouders worden gereduceerd en het vertrouwen in de markten wordt versterkt. Himaj (2014) definieert corporate governance als een systeem van regels, praktijken en processen die bedrijven managen en controleren. Sommige onderzoekers zien corporate governance mechanismen als twee verschillende groepen namelijk intern en extern (Stuart, 2006). Intern bestuur wordt gezien als het management dat optreedt als vertegenwoordiger van de aandeelhouders. Het management beslist in welke activa wordt geïnvesteerd en hoe deze wordt verdeeld. De raad van bestuur, de top van de interne

controlesystemen, is verantwoordelijk voor het adviseren en het controleren van het management. Ook hebben zij de verantwoordelijkheid voor het aannemen, ontslaan en vergoeden van het senior managementteam (Jensen, 1993). Het externe bestuur bestaat uit de aandeelhouders en de crediteurs.

Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSCs) (2005), een rapport samengesteld door de Wereldbank en het Internationaal Monetair Fonds, definieert corporate governance als de structuur, functie en procedure voor de instandhouding van en het toezicht op organisaties. Goede corporate governance draagt bij aan duurzame economische groei door het verbeteren van de algemene presentatie van bedrijven en door hun toegang tot vreemd kapitaal te verbeteren. Corporate governance heeft betrekking op de relaties tussen het management, de Raad van bestuur, de aandeelhouder en andere belanghebbenden. Het doel van corporate governance is ervoor te zorgen dat bestuurders een onderneming besturen in het belang van de aandeelhouders.

Het onderliggende kader van corporate governance is gebaseerd op agencyproblemen. Hierbij bestaat een gescheiden relatie tussen de aandeelhouders en de managers (Means 2017). Aangezien managers betrokken zijn bij financieringsbeslissingen van een onderneming, zouden zij het niveau van de van de financiële hefboomwerking beïnvloeden die door externe bronnen zoals aandeelhouders worden gefinancierd. Dit doen de managers volgens de agency theorie uit eigenbelang. Hierdoor kunnen conflicten ontstaan. Deze conflicten ontstaan dus bijvoorbeeld door het egoïstische gedrag van het management. Aandeelhouders investeren hun geld om een beter rendement te krijgen, maar managers investeren dat geld die hen meer persoonlijk voordeel opleveren (Misra en Vishnani, 2012).

2.1.1 Agency theorie

Corporate governance en de agency theorie zijn nauw met elkaar verbonden doordat de agency theorie zich richt op de relatie tussen de agent (bestuurder) en de principaal (eigenaar), terwijl corporate governance zich richt op het ontwerpen en implementeren van systemen en processen om deze relatie te reguleren (Jensen & Meckling, 1976). De agency theorie, ook wel gekend als de 'principaal-agenttheorie', wijst op een potentieel conflict tussen de principaal en de agent (Klepczarek, 2017). De agency theorie is ontwikkeld door Michael Jensen en William Meckling in 1976. Jensen en Meckling (1976) beschrijven bovenstaand begrip als een contract waarbij één of meerdere personen, de principaal of de principalen, een andere persoon, de agent, in dienst nemen om namens hen bepaalde diensten uit te voeren waarbij een zekere beslissingsbevoegdheid aan de agent wordt toegewezen. Indien beide partijen nutsmaximalisatoren zijn, d.w.z. dat individuen en organisaties het hoogste niveau van tevredenheid uit hun economische beslissingen willen halen, is er een goede reden om aan te nemen dat de agent niet altijd in het belang van de principaal zal handelen. De principaal kan afwijkingen beperken uit eigenbelang door de agent geschikte stimulansen te geven en door de kosten te controleren die het afwijkend gedrag van de agent zal beperken. Zo een geschikte stimulans kan bijvoorbeeld een financiële beloning zijn wanneer de agent een bepaalde bedrijfsdoelstelling behaald die de principaal had opgelegd. Bovendien zal het in

sommige situaties de agent geld kosten om zo te kunnen garanderen dat hij geen activiteiten uitvoert die de

principaal zouden schaden of om de principaal te vergoeden als hij toch dergelijke acties onderneemt. In het algemeen is het echter onmogelijk om er voor te zorgen dat de agent optimale beslissingen zal nemen vanuit het oogpunt van de principaal. Door de scheiding van eigendom en controle ziet de agency theoriemanagers als zelfzuchtige actoren die opportunistisch gedrag kunnen vertonen. Doordat de agent niet enkel in het belang van de principaal handelt, maar ook uit eigenbelang, ontstaan er de zogenaamde 'agencykosten' (Jensen & Meckling, 1976). Een gangbaar middel om agencykosten te verminderen is dat een onafhankelijke partij, de raad van bestuur, toezicht houdt op de agent, oftewel op het management, en verslag uitbrengt aan de eigenaar of de aandeelhouders. De belangrijkste kenmerken van een bestuurslid uit de raad van bestuur is de onafhankelijkheid van het managementteam en de deskundigheid op het gebied van controle en toezicht (MacAvoy and Millstein, 2004).

In de literatuur rond corporate governance en -financiering wordt schuld ook erkend als een belangrijk mechanisme voor het oplossen van agencyproblemen in ondernemingen die worden gekenmerkt door een scheiding van eigendom en controle (Sarkar & Sarkar, 2008). Wanneer een onderneming schulden aangaat bij o.a. een bank, wordt het managementteam verantwoordelijk voor het terugbetalen van de schulden en het betalen van de rente. Als het managementteam beslissingen neemt uit eigenbelang en dus niet uit het belang van de aandeelhouders, kan het zijn dat de waarde van het bedrijf daalt en daarmee ook de kredietwaardigheid van het bedrijf in gevaar brengt. Hierdoor kan de rente op de schulden van het bedrijf stijgen of worden de leningen niet meer verlengd. Dit kan in sommige gevallen uiteindelijk leiden tot een faillissement (Jensen & Meckling, 1976). Uit onderzoek van Jensen en Meckling uit 1976 moet men de belangen van de aandeelhouders en het managementteam op één lijn brengen en hierbij kan het gebruik van schuld als middel helpen. Aandeelhouders willen namelijk dat het bedrijf waarde creëert en dat ze een hoog rendement krijgen op hun investeringen. Het managementteam vermijdt liever risico's die hun persoonlijke belangen kunnen schaden. Het managementteam en de aandeelhouders worden door het gebruik van schulden 'gedwongen' om samen te werken om de waarde van het bedrijf te verhogen en om ervoor te zorgen dat de onderneming financieel gezond blijft. Echter brengt het aangaan van schulden ook risico's met zich mee. Zo wordt het risico op een faillissement verhoogd. Ook kan teveel schuld leiden tot een verstoorde balans tussen de belangen van de aandeelhouders en de schuldeisers. Schuldeisers hebben meestal meer rechten dan aandeelhouders, zoals het recht om een aflossing van schuld te eisen en het recht om invloed uit te oefenen op het beleid van het bedrijf.

Een andere partij die een belangrijke rol speelt bij het oplossen van agency problemen is de raad van bestuur. De raad van bestuur moet toezicht houden op het managementteam van de onderneming om ervoor te zorgen dat zij in het belang van de aandeelhouders handelen (Bebchuck & Fied, 2006). De raad van bestuur stelt richtlijnen en procedures op die het managementteam moet volgen zodat zij in overeenstemming handelen met de vastgestelde beleidsrichtlijnen (Jensen, 1993). Ook kunnen aandeelhouders volgens Jensen (1986) schuld gebruiken als een doeltreffend

disciplineringsinstrument om op strategische wijze acties van managers te controleren en te monitoren die ingaan tegen het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde. Het strategisch gebruiken van schuld als disciplinerend mechanisme om agencykosten te verminderen wordt door Jensen (1986) de controlehypothese genoemd voor schuldcreatie.

2.1.2 Corporate governance in België

Ook in België worden de agency theorieën in de praktijk toegepast om de corporate governancestructuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen te verbeteren. In België zijn er enkele regelgevingen ontwikkeld rond deugdelijk bestuur. In België maakte men in 1998 de eerste aanbevelingen rond deugdelijk bestuur. Hieruit bestond in 2004 de eerste Belgische Corporate Governance Code, ook wel bekend als Code Lippens voor beursgenoteerde vennootschappen. Daarna werden nog twee Codes gepubliceerd, namelijk in 2009 en in 2020. In de Corporate Governance Code 2020 (Code 2020) legt men meer de nadruk op de verduidelijking van de rol en verantwoordelijkheden van de raad van bestuur en het uitvoerend management. Zo legt de Code 2020 de raad van bestuur o.a. op om de strategie van de bedrijfscultuur te bepalen. Ook streeft de Code 2020 naar een meer diverse en gebalanceerde raad. In 2009 werd dit reeds beklemtoond, maar in 2020 moet er nog meer rekening gehouden worden dat de raad van bestuur voldoende divers wordt samengesteld in termen van leeftijd, achtergrond, competenties en expertise. De Code 2020, ook bekend als de Code Daems beschrijft bovenstaand begrip als een reeks regels en gedragingen die bepalen hoe vennootschappen worden bestuurd en gecontroleerd. Code Daems richt zich tot beursgenoteerde bedrijven. Daarnaast bestaat in België ook de Code Buysse. Deze richt zich enkel tot niet-beursgenoteerde bedrijven. Deze code (voor niet-beursgenoteerde bedrijven) valt buiten het bestek van dit onderzoek.

De belangrijkste doelstelling van de Code bestaat in het bevorderen van waardecreatie op lange termijn. Een goede corporate governance kan leiden tot creatie van welvaart, niet alleen voor de aandeelhouders maar ook voor andere stakeholders (alle belanghebbenden zoals personeel, klanten, aandeelhouders, overheid, leveranciers, etc.). Een gebrekkige bedrijfsvoering kan echter tot aanzienlijke verliezen leiden die verder reiken dan het verlies van aandeelhouderswaarde (Governance, 2009). Beursgenoteerde bedrijven moeten ook een corporate-governance charter publiceren op hun website en een afzonderlijk hoofdstuk in hun verslagjaar opnemen omtrent de toepassing van de Code tijdens het afgelopen boekjaar. De Corporate Governance Code moet als complementair aan de bestaande Belgische wetgeving worden beschouwd. Dat betekent dat geen enkele bepaling van de Code mag geïnterpreteerd worden in afwijking van het Belgisch recht. Het toezicht op de toepassing van de Code berust bij de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen, de raad van bestuur van de onderneming in kwestie, de aandeelhouders en, bij uitbreiding, de financiële markten (Beerten & Van Loocke, 2019).

2.2 Raad van bestuur

De Raad van bestuur heeft de laatste decennia veel aandacht gewonnen in het kader van corporate governance. Dit komt door enkele bedrijfsschandalen en mislukkingen op internationaal niveau die toe te schrijven waren aan de raad van bestuur. Hierdoor is er de behoefte ontstaan om het bestuursstelsel in ondernemingen te versterken en te verbeteren. De raad van bestuur is het belangrijkste en meest gebruikte toezichtmechanisme voor managementacties binnen een onderneming. Zij moeten een doeltreffende toezichtfunctie vervullen om de belangen van de aandeelhouders te beschermen (Madhani, 2014). In Europa zijn er veel initiatieven genomen en hervormingen doorgevoerd in corporate governance bepalingen om de praktijken in de ondernemingen te verbeteren. Zo verschilt Code Daems van Code Lippens bijvoorbeeld erin dat men nu een dialoog wil uitbouwen tussen de raad van bestuur en de aandeelhouders van een onderneming (Beerten & Van Looke, 2019). Deze hervormingen benadrukken het vergroten van de rol van de raad van bestuur. Aandeelhouders houden toezicht op de managementactiviteiten via hun gekozen vertegenwoordiger in de RvB van de onderneming (Madhani, 2014). Een betere corporate governance vergroot het vertrouwen van beleggers en de rijkdom van aandeelhouders. Een doeltreffende raad van bestuur is ook van cruciaal belang om een succesvolle werking van een onderneming te kunnen garanderen. Raden van bestuur worden bijvoorbeeld als een belangrijke factor beschouwd omdat zij de betrouwbaarheid van de jaarverslagen beïnvloeden (Anderson, Mansi & Reev, 2004). De raad van bestuur wordt gekozen door de aandeelhouders en er wordt verondersteld dat zij in het belang van hen handelen (Brealey, et al. 2019).

2.2.1 Rollen raad van bestuur

De raad van bestuur is het belangrijkste interne controlemechanisme van een onderneming dat de belangen van verschillende stakeholders in bescherming moet nemen. De rollen van de raad van bestuur worden gedefinieerd als de activiteiten die raden van bestuur in de praktijk moeten uitvoeren en vervullen, en die zijn vastgesteld op basis van, of gerelateerd aan, specifieke theoretische perspectieven. Er zijn veel verschillende theorieën die iets zeggen over de rol van de raad van bestuur. De raad van bestuur moet verschillende handelingen uitvoeren zodat de bestuurders de lange termijn doelstellingen kan verwezenlijken van een onderneming. Daarnaast bestaat de rol van de raad van bestuur uit het inschatten van risico's en deze dan te beheren. Raden van bestuur vervullen hoofdzakelijk twee soorten rollen: de controlerende rol en de dienstverlenende rol. Er wordt van uitgegaan dat de prestaties van de rollen van een raad van bestuur zijn gerelateerd aan de prestaties van de onderneming (Basco & Voordeckers, 2015). Vanuit het perspectief van de agency theorie stellen Fama en Jensen (1983) vast dat de rol van de raad van bestuur bestaat uit het goedkeuren van beslissingen die uitgevoerd moeten worden en dat zij de uitvoering daarvan moeten controleren. Volgens het onderzoek van Aram en Cowen (1986) is de belangrijkste rol van de raad van bestuur van een onderneming het ondersteunen van het managementteam bij het verhogen van economische waarde voor de onderneming. Volgens de corporate governance en de agency theorie wordt de controlerrol beschouwd als de belangrijkste rol van de raad van bestuur. De raad van bestuur

kan naast de controlerol ook andere rollen uitvoeren zoals bijvoorbeeld een adviserende rol, een strategische rol of een servicerol. Volgens Mintzberg (1983) vervult de raad van bestuur zeven verschillende rollen. De eerste rol is het selecteren van de algemene directeur (oftewel de chief executive officer). De tweede rol is het uitoefenen van directe controle tijdens crisisperiodes. De derde rol is het beoordelen van managementbeslissingen en prestaties van het managementteam. De vierde rol houdt in dat de raad van bestuur moet meewerken aan externe invloeden en de vijfde rol houdt in dat de raad van bestuur verantwoordelijk is voor het leggen van contacten (en fondsen werven) voor de organisatie. Als voorlaatste rol moeten zij de reputatie van de onderneming verbeteren. De laatste rol die de raad van bestuur inneemt, is het geven van advies aan de onderneming. Deze rollen hangen af van de situaties en de omgevingen waarmee de raden van bestuur worden geconfronteerd. De externe omgeving waar raden van bestuur mee geconfronteerd worden, worden door Altman, Valenzi en Hodgetts (1985) omschreven als de effecten van de mate van onzekerheid, complexiteit en maatschappelijke druk. Volgens Zald (1969) zijn de rollen en functies van de raden van bestuur afhankelijk van de invloed van externe groepen en de interne structuur van een onderneming. Zald koppelt als voorbeeld hieraan dat bij een naamloze vennootschap de raad van bestuur wordt gebruikt als instrument om zijn externe omgeving te controleren. In een private onderneming moet de raad van bestuur de werking van de onderneming monitoren. Mills (1981) beargumenteert ook dat de resultaten van de keuzes van de RvB rond bedrijfsprestaties een impact zouden moeten hebben op de gehele samenleving: de klanten, aandeelhouders, de schuldeisers en geldschieters.

Zahra en Pearce (1989) hebben afgelopen 25 jaar onderzoek uitgevoerd naar corporate governance. Zij onderscheiden drie sets van onderling samenhangende rollen van raden van bestuur. Deze drie rollen zijn de strategierol, de controlerol en de servicerol. De strategierol staat in voor het formuleren en verspreiden van ondernemingsdoelstellingen. Ook het toewijzen van de middelen die noodzakelijk zijn om strategieën uit te voeren behoren tot de strategierol. De tweede rol, de controlerol, houdt zich bezig met het toezicht houden op en het belonen van acties en prestaties van het managementteam. De laatste rol is gerelateerd met de institutionele functie. Deze functie omvat het vertegenwoordigen van de belangen van de organisatie in de samenleving, de link leggen tussen het bedrijf en de externe omgeving en het veiligstellen van kritieke middelen. Johnson, Daily en Ellstrand (1996) vinden ook dat de RvB slechts drie rollen uitvoert.

Recentere literatuur stelt dat de raad van bestuur verantwoordelijk is voor het benoemen van het topmanagement, inclusief de CEO en de CFO. De raad van bestuur moet de belangrijke financiële beslissingen van het management goedkeuren. Zo heeft bijvoorbeeld enkel de raad van bestuur de autorisatie om dividenden goed te keuren. De raad van bestuur keurt ook vergoedingsregelingen en beloningen aan het topmanagement goed. Raden van bestuur delegeren gewoonlijk de besluitvormingen voor kleine en middelgrote investeringen, maar de bevoegdheid om grote investeringen goed te keuren wordt bijna nooit gedelegeerd (Brealey, et al., 2019). Uit ander onderzoek van Garrat (1997) wordt gesteld dat een raad van bestuur 5 hoofdtaken uitvoert. Zo moeten zij ten eerste het doel en de 'ethiek' van de onderneming bepalen. Daarnaast moeten zij de strategie van de onderneming kiezen. Als derde moet de raad van bestuur deze strategie plannen.

Als vierde moet de raad van bestuur de managers en de CEO controleren en tot slot rapporteren en maken zij aanbevelingen aan de aandeelhouders.

Tricker (1994) stelt dat de interne omgeving de grootste focus van de raden van bestuur zou moeten zijn. Hij vindt dat er twee belangrijke rollen zijn die de raden van bestuur moeten uitvoeren en dat zijn de conformiteitsrol en de prestatierol. De eerste rol is gericht op het verleden en het heden, terwijl de tweede rol gericht is op de toekomst. De conformiteitrol houdt in dat de raad van bestuur nauwgezet toezicht moet houden om ervoor te zorgen dat het management handelt in overeenstemming met de belangen van de onderneming. De prestatierol houdt zich bezig dat het bedrijf in de juiste richting aan het werken is. Hilmer (1994) vindt dat de belangrijkste rol van de raad van bestuur bestaat uit het ervoor zorgen dat het bedrijfsmanagement voortdurend en effectief streeft naar goede en effectieve bedrijfsprestaties. Gebaseerd op de strategische rol van de raad van bestuur bestaat er volgens Hilmer geen behoefte aan een nauwlettend toezicht op het management. Huse (2005) combineert zelfs verschillende rollen. Uit onderzoek van Hung (1998) worden 6 theorieën opgesomd die de rollen van de raad van bestuur belichten. Volgens Hung (1998) voert de raad van bestuur deze rollen uit: netwerkrol, coördinerende rol, controlerol, strategische rol, onderhoudende rol en steunende rol. Hung (1998) vindt dat het afhangt van de gehele context zoals de impact van stakeholders en de interne structuur van de onderneming welke rollen vervuld worden. Bestuurders die zetelen in meerdere raden van bestuur nemen meestal een netwerkrol in. De bestuurder kan dan dienen als schakel tussen die bedrijven. Hij of zij kan dan bijvoorbeeld informatie uitwisselen. Ook krijgt de onderneming dan toegang tot financiële middelen. De bestuurder kan dus via deze weg ervoor zorgen dat de vennootschap toegang krijgt tot deze financiële en materiële middelen om zo zijn doelstellingen te kunnen behalen.

Raden van bestuur zijn verantwoordelijk voor de algemene prestaties en de uiteindelijke resultaten van een onderneming. De taken en verplichtingen van bestuurders moeten altijd de voorwaarden van professionele verantwoordelijkheid bevatten. Deze zijn eerlijkheid en integriteit (Ewing, 1979). De taken van de raad van bestuur staan omschreven in artikel 7:93, paragraaf 1 van het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen als de raad van bestuur die is bevoegd om alle handelingen te verrichten die nodig of dienstig zijn tot verwezenlijking van het voorwerp van de vennootschap, behoudens die waarvoor volgens de wet de algemene vergadering bevoegd is. De statuten kunnen de bevoegdheden van de raad van bestuur beperken. Zodanige beperking kan niet aan derden worden tegengeworpen, ook al is ze openbaar gemaakt. Hetzelfde geldt voor een onderlinge taakverdeling onder de bestuurders. Paragraaf 2 schrijft dat de raad van bestuur de vennootschap vertegenwoordigt jegens derden, met inbegrip van de vertegenwoordiging in rechte. Onverminderd artikel 7:85, paragraaf 1, eerste lid, kunnen de statuten aan een of meer bestuurders de bevoegdheid verlenen om de vennootschap alleen of gezamenlijk te vertegenwoordigen. De statuten kunnen aan deze vertegenwoordigingsbevoegdheid beperkingen aanbrengen. Zodanige beperking kan niet aan derden worden tegengeworpen, ook al is ze openbaar gemaakt. Hetzelfde geldt voor een onderlinge taakverdeling onder de vertegenwoordigingsbevoegde bestuurders.

In het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen (WVV) worden ook een aantal taken omschreven van de raad van bestuur. Een aantal bevoegdheden van de raad van bestuur zijn:

- de jaarlijkse vaststelling van de (geconsolideerde) jaarrekening;
- de opstelling en goedkeuring van het (geconsolideerd) jaarverslag;
- de redactie van bijzondere verslagen die het WVV bij bepaalde verrichtingen voorschrijft;
- het opstarten van de zogenaamde alarmbelprocedure wanneer de onderneming in moeilijkheden terechtkomt.

2.2.2 Samenstelling Raad van bestuur

Bij de compositie of samenstelling van de raad van bestuur gaat men kijken naar de grootte van de raad van bestuur, de mix van de bestuurders die in de raad zitten en naar genderdiversiteit. De grootte van de raad van bestuur houdt het aantal bestuurders van de raad in. De mix van bestuurders verwijst naar het aantal afhankelijke en onafhankelijke bestuurders in de raad. Afhankelijke bestuurders werken momenteel of voorgaand in de onderneming als bijvoorbeeld manager, gewone werknemer of als eigenaar van het bedrijf. Onafhankelijke bestuurders zijn op geen enkele manier verbonden met de onderneming. Hiermee wordt bedoeld dat ze geen huidige of vroegere werknemer, manager of eigenaar zijn van de onderneming. Onafhankelijke bestuurders kunnen in twee groepen worden onderverdeeld: degenen die aangesloten zijn bij een onderneming en de onafhankelijken. De aangeslotenen zijn bestuurders met potentiële of bestaande zakelijke relaties met de onderneming, maar die geen voltijdse werknemers zijn. Onafhankelijke bestuurders zijn individuen die enkel een zakelijke relatie hebben met de bestuursfunctie. Het onderscheid tussen de aangeslotenen en onafhankelijke bestuurders berust op het economische verband tussen de gelieerde onderneming (d.w.z. een onderneming die verbonden is aan een andere onderneming. Bijvoorbeeld: moeder- en dochterondernemingen) en de centrale onderneming (Anderson & Reeb, 2004). De Belgische Corporate Governance Code 2020 luidt ook als volgt dat de raad zodanig samengesteld moet zijn dat er voldoende expertise aanwezig is over de verschillende activiteiten van de vennootschap. Ook moet er voldoende diversiteit in competenties, achtergrond, leeftijd en geslacht zijn.

Aangezien de strategische richting van een onderneming afhankelijk is van de consensus van de leden van de raad van bestuur, wordt de grootte van de raad van bestuur relevant geacht voor de bepaling van de financieringsmix van de onderneming (Anderson et al., 2004). De factoren die de grootte van de raad van bestuur bepalen zijn de omvang van de onderneming, de complexiteit van haar activiteiten en de eigendomsstructuur (Ronen en Yaari, 2008). Ook wordt de grootte van de raad van bestuur beïnvloed door de relaties met de omgeving. Als een organisatie bijvoorbeeld meer nood heeft aan coöptatie (d.w.z. systeem waarbij leden van een raad zelf nieuwe leden mogen kiezen of aanwijzen) van belangrijke externe elementen van haar omgeving, zal de organisatie waarschijnlijk meer leden in haar raad van bestuur opnemen naarmate deze behoefte aan coöptatie groter is. Ook hangt het aantal bestuurders die in een raad zitten af van de behoefte aan toegang tot de externe kapitaalmarkt. Zoals eerder al vermeld heeft de grootte van de organisatie ook invloed

op de omvang van de raad van bestuur. Als een onderneming groeit, groeit de raad van bestuur idealiter mee. Grotere organisaties hebben een grotere impact op de samenleving en op de economie wegens hun grootte. Zij hebben daardoor behoefte aan meer bestuurders die de organisatie kunnen monitoren in die externe omgeving (Pfeffer, 1972). De maximale omvang van de raad van bestuur zou 10 personen mogen tellen. Een raad onder de 10 bestuurders zou optimaal zijn, want een kleinere raad werkt beter en kan minder gemanipuleerd worden door de gedelegeerd bestuurder (Lipton & Lorsch, 1992). Volgens de Belgische Corporate Governance Code 2020 moet de raad van een onderneming klein genoeg zijn met het oog op een efficiënte besluitvorming. De raad moet ook weer groot genoeg zijn zodat bestuurders ervaring en kennis uit diverse domeinen kunnen bijdragen en zodat wijzigingen in de samenstelling van de raad ongehinderd kunnen worden opgevangen.

Sommige studies tonen aan dat kleinere raden van bestuur de prestaties van een bedrijf verbeteren. Wanneer de raad van bestuur is samengesteld uit veel verschillende leden, zullen er meer agencyproblemen zijn omdat sommige bestuurders zich gedragen als niet-belanghebbende partijen (Hermalin & Weisbach, 2003). Echter zou een grotere raad van bestuur minder effectief werken door agency problemen. Grote raden van bestuur hebben eerder de neiging om zich niet te richten op de belangen van de aandeelhouders (Lipton & Lorsch, 1992; Jensen, 1993). Anderzijds blijkt uit de resultaten van enkele andere studies dat kleinere raden niet kunnen profiteren van de voordelen van technische en gediversifieerde meningen uit grotere raden van bestuur en dat kleinere raden van bestuur minder onafhankelijke bestuurders betrekken en minder tijd hebben voor hun verantwoordelijkheden op het gebied van toezicht en besluitvormingen (Azami, 2016). Maar te veel bestuursleden kunnen problemen veroorzaken bij het nemen van unanieme beslissingen. Als er teveel bestuurders zijn, kan de raad van bestuur de managers niet op een effectieve manier controleren en monitoren (Lipton & Lorsch, 1992). Een grotere raad van bestuur zou dan wel meer succes hebben (Lanser, 1969), want hoe groter een raad van bestuur is, hoe breder het aanbod van vaardigheden en interorganisatorische linken met de onderneming (Pfeffer, 1972). Er zou namelijk ook een positief verband zijn tussen de omvang van de raad van bestuur en de langetermijnschuld (Sheikh & Wang, 2012). Een groot aantal bestuursleden kan leiden tot effectieve prestaties in verband met toezichtactiviteiten. Daarom kan de totstandkoming van verschillende toezichthoudende organen in een onderneming samen met hoge schuld niveaus helpen om de waarde van een onderneming te verhogen (Ganiyu & Abiodun, 2012).

De samenstelling van de raad van bestuur wordt gedefinieerd als de verhouding tussen onafhankelijke bestuurders en afhankelijke bestuurders (Weisbach, 1993). Afhankelijke bestuurders geven belangrijke updates over de bedrijfsactiviteiten. De bijdragen van onafhankelijke bestuurders zijn eerder gebaseerd op hun eigen individuele ervaringen en expertise. Zij vervullen eigenlijk een adviserende rol en helpen bij besluitvormingen van het managementteam. Afhankelijke bestuurders zouden ook meer over bedrijfsspecifieke informatie beschikken en onafhankelijke bestuurders hebben een meer algemene kennis (Al-Faryan, 2021). Aan de samenstelling van de raad van bestuur zijn voor- en nadelen verbonden. Een raad van bestuur met meer onafhankelijke bestuurders zou een grotere kans hebben om hogere fracties van risicovollere financieringsbronnen in zijn kapitaalstructuur te hebben en meer externe financieringsbronnen. Ook gaan zij meer schulden aan

op korte termijn in verhouding met de ingehouden winst en hebben ze meer schulden op lange termijn in vergelijking met de korte termijnschuld. Tot slot hebben zij meer extern eigen vermogen dan lange termijnschuld (Elvis et al., 2015). Dit is in overeenstemming met de pecking order theorie van Myers en Majluf (1984). Zij leverden namelijk bewijs dat bedrijven met meer onafhankelijke bestuurders een kapitaalstructuur hebben die bestaat uit meer extern kapitaal dan ingehouden winst. Slechte prestaties of zwakke voorstellen komen meer bij onafhankelijke bestuurders voor (Mace, 1971).

Onafhankelijke bestuurders die in een raad van bestuur zitten van een onderneming kent ook zijn voordelen. Zo wordt er beweerd dat onafhankelijke bestuurders, die geselecteerd zijn door afhankelijke bestuurders, de onderneming kunnen voorzien van informatie die zijzelf hebben geanalyseerd (Mace, 1986; Patton & Baker, 1987). In de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders is de beloning van het management lager (Brickley & James, 1987), raden die gedomineerd worden door onafhankelijke bestuurders zijn eerder geneigd om een CEO te ontslaan die slechte prestaties levert (Weisbach, 1988). Onafhankelijke bestuurders handelen meer in het voordeel van de aandeelhouders (Brickley et al., 1997). Verder bestaan er meer positieve aandelenreacties wanneer er extra onafhankelijke bestuurders worden aangekondigd (Rosenstein & Wyatt, 1990). Daarnaast verbeterde de aanwezigheid van zowel afhankelijke bestuurders als onafhankelijke bestuurders de prestaties van de onderneming (Puni & Anlesinya, 2020). Onafhankelijke bestuurders zouden meer de neiging hebben om een bredere rol in te nemen, niet alleen bij het behalen van individuele financiële beloningen, maar ook bij het bereiken van "collectieve" doelstellingen. Daarom wordt verwacht dat raden van bestuur met meer onafhankelijke bestuurders hogere duurzame prestaties vertonen (Post et al., 2011).

De raad van bestuur van Belgische ondernemingen bestaat gemiddeld uit 8,36 bestuurders (Dehaene, De Vuyst & Ooghe, 2001). Ook werd aangetoond uit een vergelijking tussen het belang van afhankelijke en onafhankelijke bestuurders dat onafhankelijke bestuurders een belangrijke rol spelen in de samenstelling van de raden van bestuur in Belgische bedrijven. De gemiddelde observatie toont aan dat bijna 6 op de 10 bestuurders van Belgische vennootschappen onafhankelijke bestuurders zijn (Dehaene et al., 2001). De toegenomen aandacht voor corporate governance in ondernemingen is de oorzaak waardoor raden van bestuur worden gestimuleerd tot een onafhankelijker bestuur met meer onafhankelijke bestuurders (Hanson en Song, 2000). De Corporate Governance Code 2020 luidt als volgt dat in een raad minstens drie onafhankelijke bestuurders moeten zitten. Het Wetboek van Vennootschappen en Verenigingen (WVV) bepaalt dat een bestuurder als onafhankelijk wordt beschouwd indien hij met de vennootschap of met een belangrijke aandeelhouder ervan geen relatie onderhoudt die zijn onafhankelijkheid in het gedrang brengt. Dehaene et al. (2001) bewezen dat zowel de omvang van de raad van bestuur als het relatieve belang van onafhankelijke bestuurders positief samenhangen met de omvang van Belgische ondernemingen. Ook zijn het aantal bestuurders en het relatieve belang van onafhankelijke bestuurders groter in beursgenoteerde ondernemingen, in holdings en in ondernemingen met één grote aandeelhouder (d.w.z. iemand die meer dan 5% bezit van de onderneming).

Uit eerdere studies blijkt dat genderdiversiteit in raden van bestuur een toegevoegde waarde is voor het bestuur aangezien het verschillende voordelen biedt (Davidson en Freudenburg, 1996; Galbreath, 2011, 2018; Wehrmeyer en McNeil, 2000). Vrouwelijke bestuurders beschikken bijvoorbeeld over bepaalde persoonlijkheidskenmerken zoals een lage risicoaversie, transparantie, ontvankelijkheid en identificatie met sociale en milieuoverwegingen die de duurzame prestaties verbeteren van een onderneming (Boulouta, 2013). Een meer gender gediversifieerde raad van bestuur en een niet-uitvoerende voorzitter (d.w.z. dat de CEO een andere persoon is dan de voorzitter) verbeteren de raad van bestuur qua onafhankelijkheid en efficiëntie. Hierdoor kan het ertoe leiden dat de kapitaalstructuur van een onderneming meer lange termijnfinancieringsbronnen aangaat (Elvis et al., 2015). Ook blijkt dat vrouwen die in de raad van bestuur zitten een positief verband hebben met het gebruik van de schuldfinanciering door de onderneming (Ahmed & Atif, 2021). Daarnaast werd aangetoond via surveyanalyses dat een vrouw voorzichtiger met het vermogen van een onderneming omgaat dan een man met dezelfde financiële status. Vrouwelijke bestuurders zouden minder risico's nemen en hun verschillende opties meer overwegen vooraleer ze een (financiële) beslissing nemen (Jianakoplos & Bernasek, 1998). Tot slot bleken bedrijven met een hoger ratio aan vrouwelijke bestuurders een groter aandeel van kortlopende schulden hebben (Li & Zhang, 2019). Dit effect is ook meer voorkomend bij vrouwelijke onafhankelijke bestuurders dan bij vrouwelijke afhankelijke bestuurders.

2.3 Meervoudig bestuurderschap

Meervoudig bestuurderschap of multiple directorship verwijst naar het aantal bestuursfuncties vervuld door een bestuurder. Rond meervoudig bestuurderschap is er in de bestaande literatuur nog geen eenduidige definitie verschenen. Echter hanteren de meeste academici een definitie van dit aantal dat varieert van 3 tot 5 bestuursfuncties. Zo kan meervoudig bestuurderschap ten eerste worden beschreven als eenzelfde bestuurder die meerdere externe bestuursfuncties heeft en dus in meerdere raden van bestuur zit (Harris & Shimizu, 2004). Bovenstaande term kan ook gedefinieerd worden als onafhankelijke bestuurders die in meer dan drie raden van bestuur zitten (Fich & Shivdasani, 2006; Cashman et al. 2012). Er wordt ook beargumenteerd dat een bestuurder al drukbezet is als hij of zij in twee of meer raden van bestuur zit (Perry & Peyer, 2005). De National Association of Corporate Directors (NACD) in de Verenigde Staten beveelt aan om niet meer dan drie onafhankelijke bestuurders te aanvaarden en de Council of Institutional Investors (CII) stelde voor dat bestuurders met een fulltime job niet in meer dan twee andere raden van bestuur mogen zitten. In sommige situaties is het zitten in twee raden van bestuur al teveel als de onderneming in moeilijkheden zit (Kiel & Nicholson, 2006). Principe 5.5 uit de Belgische Corporate Governance Code 2020 luidt als volgt dat bestuurders niet meer dan vijf bestuursmandaten mogen bekleden in beursgenoteerde vennootschappen. Aansluitend op de bevindingen van Fich en Shivdasani (2006), wordt in deze masterproef een bestuurder als drukbezet beschouwd als hij/zij in drie of meerdere raden van bestuur zetelt. Deze grens van drie bestuursmandaten werd gekozen omdat deze in de literatuur algemeen wordt gebruikt (Cashman et al., 2012; Ferris et al. 2003; Fich & Shivdasani, 2006; Jiraporn, Davidson, et al., 2009). In de bestaande literatuur rond meervoudig bestuurderschap

worden er twee hypothesen onderscheiden, namelijk de *reputatiehypothese* en de *busyness hypothese*.

2.3.1 Positieve effecten van meervoudig bestuurderschap

De reputatiehypothese beschouwt meervoudig bestuurderschap als een zegen voor ondernemingen en stellen dat meervoudig bestuurderschap positief samenhangt met de prestaties van de onderneming. Ook worden personen met meerdere bestuursfuncties beschouwd als bestuurders van hogere kwaliteit. Het centrale thema van deze hypothese is dat een bestuurslid met meerdere bestuursfuncties kan bijdragen tot een doeltreffende werking van bijvoorbeeld de keuze in de financieringspolitiek omdat hij of zij meer ervaring bezit en sterkere stimuli heeft om toezicht te houden omdat er meer reputatieschade op het spel staat (Jiraporn et al., 2008).

Volgens de reputatiehypothese hebben drukbezette bestuurders meer diverse ervaringen omdat zij in meerdere raden van bestuur zetelen. Zij hebben bijvoorbeeld meer ervaring rond het hanteren van verschillende managementstijlen doordat zij in verschillende ondernemingen werkzaam zijn en hierdoor kunnen zij een managementteam beter monitoren. Elke onderneming heeft ook een andere strategie nodig. Door in meerdere raden van bestuur te zitten, heeft een drukbezette bestuurder als gevolg ook meer ervaring bij het uitvoeren van de juiste bedrijfsstrategie. Bestuurders die in meerdere raden zitten, bouwen ook professionele netwerken op die hen tot aantrekkelijke bestuursleden maken (Gilson, 1990; Kaplan & Reishus, 1990; Booth & Deli, 1996; Brickley, Linck, & Coles, 1999). Een bestuurder die in meerdere raden van bestuur zit, zou meer ervaring hebben, beter advies geven en beter toezicht houden (Chou, 2019). Eerder onderzoek naar de raad van bestuur stelde voor (Forbes & Milliken, 1999) en vond (Zona & Zattoni, 2007) dat het gebruik van kennis en vaardigheden belangrijke antecedenten zijn van de effectiviteit van bestuurstaken. Vanuit dit perspectief kunnen onafhankelijke bestuurders met meerdere bestuursfuncties veel waardevolle middelen aan de bestuurstafel voorleggen. Bestuurders die in meerdere raden zitten kunnen nieuwe expertise opdoen en nieuwe netwerkverbindingen aangaan in externe omgevingen, wat gunstig is voor de onderneming. Daarnaast biedt meervoudig bestuurderschap ook de mogelijkheid om hulp en advies te vragen aan andere CEO's van ondernemingen (Bacon & Brown, 1974).

Drukbezette bestuurders kunnen ook gunstig zijn omdat zij meer verschillende vergaderingen bijwonen. Hierdoor hebben zij meer expertise en als gevolg kunnen zij het management beter monitoren om zo schadelijke beslissingen te voorkomen voor de onderneming (Ferris et al., 2003). Perry en Peyer (2005) vinden dat meerdere bestuursfuncties de waarde van een onderneming verhoogt door lage agency kosten. Voor een steekproef van beursgenoteerde Amerikaanse banken rapporteren Elyasiani en Zhang (2015) dat de bedrijfsprestaties positief samenhangen met drukbezette bestuurders. Masulis en Mobbs (2011) vinden dat bedrijven met afhankelijke bestuurders die onafhankelijke bestuursfuncties invullen betere operationele prestaties en market-to-book ratio's hebben, vooral wanneer het toezicht houden moeilijker is. Deze bedrijven maken betere acquisitiebeslissingen, hebben meer liquide middelen en hebben een lager winstbeheer. Met lager winstbeheer wordt bedoeld dat sommige organisaties opzettelijk hun winst manipuleren om

bepaalde bedrijfsdoelstellingen te bereiken. Dit doet een onderneming door bijvoorbeeld financiële resultaten binnen een bepaalde periode te verbeteren. Studies buiten de Verenigde Staten, melden dat drukbezette bestuurders worden geassocieerd met hogere bedrijfsprestaties in Italië (Di Pietra et al., 2008), in Colombia (Pombo & Gutiérrez, 2011) en in India (Sarkar & Sarkar, 2009). Ferris en Liao (2019) vinden op basis van een steekproef van internationale bedrijven dat bedrijven met meer drukbezette onafhankelijke bestuurders een hoger winstbeheer hebben. Dit is het tegenovergestelde van wat Masulis en Mobbs (2011) concludeerden uit hun onderzoek.

2.3.2 Negatieve effecten van meervoudig bestuurderschap

Tegenover de reputatiehypothese staat de busyness hypothese. De busyness hypothese is gebaseerd op de kosten die verbonden zijn aan het uitvoeren van meerdere bestuursfuncties en voorspelt een negatief verband tussen meerdere bestuursfuncties en de prestaties van de onderneming wegens tijdsbeperkingen. Wegens tijdsdruk zouden drukbezette bestuurders niet altijd de mogelijkheid hebben om bij te dragen aan beslissingen die de raad van bestuur neemt met als gevolg dat ze die negatief beïnvloeden. Daarom is het waarschijnlijk dat drukke bestuurders minder toezicht uitoefenen op de raad van bestuur en bijdragen tot een zwakker corporate governance (Kiel & Nicholson, 2006; Lee & Lee, 2014). Zo komen raden van bestuur bijvoorbeeld gemiddeld 7 keer per jaar samen (Monks & Minow, 1996). De kans op agendaconflicten kan dan snel toenemen als de bestuurder in kwestie in meerdere raden van bestuur zetelt en dus ook meerdere vergaderingen moet bijwonen. De kans bestaat dat twee of meer vergaderingen met elkaar overlappen waardoor de bestuurder niet bij elke vergadering aanwezig kan zijn.

Talrijke studies hebben gesuggereerd dat meervoudig bestuurderschap een vorm van onethisch gedrag is omdat de verhoogde werkdruk het vermogen om hun fiduciaire plichten uit te voeren ongunstig beïnvloed (Stout & Li, 2003). De busyness hypothesis veronderstelt dat bestuurders die in meerdere raden zetelen het zo druk krijgen dat zij het managementteam niet voldoende kunnen controleren, wat dan leidt tot hoge agency kosten (Latif et al., 2020). De busyness hypothese stelt dat wanneer personen in meerdere raden van bestuur zetelen dat zij overbelast geraken. Dit zou leiden tot een negatieve impact op de prestaties van de onderneming wegens verminderd toezicht en advies. Verder stellen zij dat drukke raden leiden tot een zwakker deugdelijk bestuur (Kiel & Nicholson, 2006; Lee & Lee, 2014). Meerdere studies melden dat een te drukbezette raad van bestuur een negatief effect zal hebben op de prestaties, de market-to-book ratio's en de winstgevendheid van een onderneming. (Fich en Shivdasani 2006; Ahn et al. 2010; Falato et al. 2014; Hauser 2018). Field, Lowry en Mkrtychyan (2013) suggereren dat beide effecten aanwezig kunnen zijn waarbij startups of jonge bedrijven profiteren van de voordelen van bijvoorbeeld een goede reputatie van een drukbezette bestuurder, maar waarbij grote bedrijven dan zouden lijden onder de kosten en overbelasting van drukbezette bestuurders. Bestuurders die in andere raden van bestuur zetelen zouden te weinig energie en tijd hebben om adequaat toezicht te houden op het management (Chou & Feng, 2019). In meerdere raden van bestuur zetelen kan ook een probleem creëren van 'bounded willpower' (d.w.z. gebrek aan wil). Dit kan optreden bij bewust onethisch gedrag of begrensde zelfcontrole, wat de persoon beweegt om tegen zijn eigen prudentiële belang in te handelen

(Calderón et al., 2018). Verder kan meervoudig bestuurderschap nefast zijn omdat het sommige bestuurders kan aanzetten tot opportunistisch gedrag. Drukbezette bestuurders zouden hun toezichtrol niet optimaal kunnen uitvoeren omdat zij in meerdere raden van bestuur zitten. Hierdoor krijgen bestuurders (en managers) de kans om te handelen uit eigenbelang en dus onnodige activiteiten uit te voeren binnen de onderneming zoals bijvoorbeeld een waardeverminderende overname. Dit wordt als onethisch beschouwd omdat zij gaan handelen ten koste van de aandeelhouders, terwijl zijzelf genieten van de prestige en de vergoedingen die verbonden zijn aan de bestuursfuncties (Ferris et al., 2003). Ook kan volgens de busyness hypothese een drukbezette bestuurder belangenconflicten aanrichten binnen een onderneming. Indien een bestuurder in de raad van bestuur zit van zowel bedrijf X als bedrijf Y en die met elkaar concurreren voor dezelfde klanten of managementvaardigheden, kan dit belangenconflicten veroorzaken (Loderer & Peyer, 2002).

De National Association of Corporate Directors (1996) en de Council of Institutional Investors (2004) uit Amerika hebben hun bezorgdheid geuit dat drukbezette bestuurders niet in staat zijn het management voldoende te controleren. Als gevolg hebben zij voorgesteld het aantal externe bestuurszetels te beperken. Daarentegen zijn sommige gemeenschappen voorstander van meerdere bestuursfuncties. Zij argumenteren dat bestuurders waardevolle ervaring en expertise kunnen opdoen waardoor hun monitoringsvaardigheden toenemen (Business Roundtable, 1997).

2.4 Corporate governance en kapitaalstructuur

De beslissing over de kapitaalstructuur is van ernstig belang omdat de winstgevendheid van een onderneming er rechtstreeks door wordt beïnvloed (Kajanathan, 2012). Een succesvolle selectie en gebruik van kapitaal is één van de belangrijkste elementen van de financiële strategie van een onderneming (Velnampy & Niresh, 2012). Een goede ontwikkelde kapitaalmarkt, financiële tussenpersonen, corporate governance en de wettelijke bescherming die een land biedt, dragen bij aan de doeltreffendheid van het gebruik van schuld oftewel het vreemd vermogen (Colombage, 2007). Goede corporate governance-mechanismen helpen ondernemingen door een betere toegang te krijgen tot financiering en lagere kapitaalkosten (Claessens et al., 2002). Arping en Sautner (2010) concludeerden uit de studie van Nederlandse bedrijven dat indien de corporate governance systemen worden verbeterd, ondernemingen geneigd zijn lage schuld niveaus te gebruiken. De raad van bestuur is verantwoordelijk voor het creëren van de meest optimale kapitaalstructuur met de juiste combinatie van eigen en vreemd vermogen, aangezien de kapitaalstructuur bepalend is voor de toekomstige winst en groei van ondernemingen (Bradley, Jarrell & Kim, 94). Goede corporate governance helpen om de juiste kapitaalstructuur te creëren en als gevolg genereren ondernemingen meer winst. De hoge kosten van schuld financiering zetten bedrijven onder druk door hogere kasstromen in de vorm van interestkosten. De relatie tussen corporate governance en kapitaalstructuur is echter niet volledig onderzocht voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Sinds Modigliani en Miller (1958) de irrelevantiehypothese van de kapitaalstructuur hebben opgesteld, is er een voortdurende discussie aan de gang geweest over dit onderwerp. Er bestaan verschillende theorieën rond kapitaalstructuur. Een uitgebreid overzicht rond dit onderwerp valt buiten de scope van deze masterproef, maar een kort overzicht is nuttig.

2.4.1 Trade-off theorie

Met de invoering van belastingen, faillissementskosten, verschillen in financieringskosten en de realisatie van asymmetrische informatie binnen een onderneming, introduceerden Modigliani en Miller in 1963 na de irrelevantiehypothese de trade-off theorie. Volgens de trade-off theorie wordt het belastingvoordeel van schuld afgewogen tegen de kosten van de grotere schulden zoals faillissements- en administratiekosten. Deze afweging resulteert in een optimale kapitaalstructuur. Zodra de optimale kapitaalstructuur is bereikt, wordt het (fiscale) voordeel van de bijkomende schulden gecompenseerd door de toename van de kosten van die financiële moeilijkheden. Ondernemingen waarvoor het belastingvoordeel lager is en ondernemingen met hogere kosten van financiële moeilijkheden zullen een lagere hefboomwerking hebben.

Wanneer een onderneming geld leent, belooft zij een reeks rentebetalingen te doen en vervolgens het geleende bedrag terug te betalen. Als de winst stijgt, blijven de debiteuren alleen de vaste rentebetalingen ontvangen zodat alle winst naar de aandeelhouders gaat. Natuurlijk gebeurt het omgekeerde als de winst daalt. In dat geval dragen de aandeelhouders de meeste schade. Als de tijden moeilijker zijn dan normaal, kan een bedrijf dat veel heeft geleend zijn schulden niet afbetalen. Het bedrijf gaat dan failliet en de aandeelhouders verliezen hun volledige investering of een groot deel daarvan. Omdat schulden in goede tijden het rendement voor de aandeelhouders verhogen en in slechte tijden deze verlagen, creëren zij de zogenaamde 'financiële hefboomwerking'. Hefboomwerkingratio's meten hoeveel financiële hefboomwerking de onderneming op zich heeft genomen. CFO's houden de hefboomwerkingratio's in de gaten om ervoor te zorgen dat kredietverstrekkers graag de schulden van de onderneming blijven aangaan (Jensen & Meckling, 1976).

Aangezien schuldfinanciering voor monitoring zorgt bij kredietverstrekkers en de cashflow vermindert, kan schuld worden gebruikt als instrument om de belangen van managers en aandeelhouders op één lijn te brengen (Jensen & Meckling, 1976; Jensen, 1986). Schuldfinanciering kan echter ook leiden tot belangenconflicten tussen aandeelhouders en crediteuren. Een goed gekozen financieringsmix van vreemd vermogen en eigen vermogen minimaliseert de totale agencykosten en maximaliseert de bedrijfswaarde.

2.4.2 Pecking-order theorie

Informatie-asymmetrie kan de keuze van een onderneming voor een financiële structuur op verschillende manieren beïnvloeden. Ten eerste kan een onderneming haar financieringsbeslissing gebruiken als een signaalinstrument: alleen ondernemingen met goede vooruitzichten kunnen overleven met een hoge schuldenlast (Ross, 1977). Anderzijds, wanneer managers over informatie beschikken die zij niet kunnen delen, kan de argwaan bij aandeelhouders ertoe leiden dat de onderneming waardevolle investeringsmogelijkheden misloopt. Bedrijven kunnen dit verlies omzeilen door een financiële 'pecking order' te volgen (Myers & Majluf, 1984). Volgens de pecking-order theorie van Myers (1984) geven ondernemingen de voorkeur aan interne financieringsbronnen boven

externe financieringsbronnen zoals geld lenen bij een bank. Externe financieringsbronnen worden namelijk geassocieerd met meer kosten en is soms ook moeilijk te verkrijgen. De traditionele pecking-order theorie voorspelt dat wanneer de interne financiering ontoereikend is, een onderneming bij voorkeur niet kapitaal, maar schuld als extern financieringsmiddel gebruikt (Myers en Majluf, 1984). Deze theorie veronderstelt dat een bedrijfsleider de volgende hiërarchie volgt: zelffinanciering, niet-risicovolle schulduitgifte, risicovolle schulduitgifte en aandelenuitgifte als laatste redmiddel.

3 Opbouw hypothese

Er bestaat nog veel tegenstrijdigheid rond het thema van drukbezette bestuurders. Velen vinden dat er meer voordelen verbonden zijn aan drukbezette bestuurders (Burt, 1983; Pfeffer en Salancik, 1978; Useem, 1984), terwijl anderen juist tegen dit fenomeen zijn (Fligstein, 1995; Fligstein en Brantley, 1992; Palmer et al., 1995). Ongeacht de gevolgen welke een drukbezette bestuurder heeft op de financiële beslissingen van een onderneming, wordt dit concept als een grootschalig fenomeen gezien. In dit onderzoek wordt een hypothese voor zowel de reputatiehypothese als de busyness hypothese opgesteld.

3.1 Hypothese 1: reputatiehypothese

De theoretische onderbouwing van de reputatiehypothese is verankerd in afhankelijkheidstheorie van middelen. Volgens de afhankelijkheidstheorie van middelen is de primaire rol van bestuurders het verstrekken van middelen waaronder advies, legitimiteit, steun om middelen of verbintenissen van buiten de onderneming te verkrijgen, en communicatiekanalen tussen de onderneming en zijn externe omgeving (Pfeffer & Salancik, 2003). Een voortvloeisel van de afhankelijkheidstheorie van middelen bij meerdere bestuursfuncties is dat elke extra bestuurszetel nieuwe banden en middelen in de raad van bestuur kan brengen van een onderneming. Drukbezette bestuurders kunnen dus nieuwe sociale netwerken verwerven in de externe omgeving van de onderneming die gunstig zijn voor de onderneming in kwestie. Ook vanuit de agency theorie worden drukbezette bestuurders als voordelig gezien. Dit is omdat drukbezette bestuurders meer ervaring hebben waardoor zij beter toezicht kunnen houden op het management. Doordat zij het management beter kunnen monitoren, kunnen zij voorkomen dat het management financiële beslissingen neemt die de onderneming kan schaden (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003).

Bestuurderservaring is belangrijk voor alle soorten ondernemingen (Zajac & Westphal, 1996). Kennis en ervaring vloeien voort uit bestuurders die in andere raden van bestuur zitten of hebben gezeten (Haunschild, 1993; Haunschild & Beckman, 1998). Verschillende academici hebben kunnen aantonen dat dergelijke drukbezette bestuurders toegang hebben tot belangrijke middelen zoals financiële middelen op de kapitaalmarkt (Mizruchi & Stearns, 1994; Pfeffer & Salancik, 1978), mogelijkheden tot samenwerkingen met andere bedrijven (Koenig et al., 1979), legitimiteit (DiMaggio en Powell, 1983) en informatie over bedrijfspraktijken (Davis, 1991).

Volgens de reputatiehypothese hangt meervoudig bestuurderschap positief samen met de prestaties van de onderneming. Drukbezette bestuurders zouden betere financiële keuzes maken voor de onderneming. Om te kijken of drukbezette bestuurders betere financiële beslissingen nemen en dus minder schulden aangaan binnen een Belgische beursgenoteerde onderneming, wordt de eerste hypothese opgesteld als volgt:

Hypothese 1: *Drukbezette bestuurders gaan minder schulden aan binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen*

3.2 Hypothese 2: busyness hypothese

Het zetelen in meerdere raden van bestuur bedreigt de beschikbare voorbereidingstijd voor bestuursvergaderingen. Lipton en Lorsch (1992) stelden vast dat drukbezette bestuurders meestal een gebrek aan tijd hebben om hun taken correct en volledig te kunnen uitvoeren. Omdat mensen een beperkte aandachtscapaciteit hebben, kunnen de vele eisen de kwaliteit van de besluitvorming van bestuurders in gevaar brengen (Shalley, 1991). Als gevolg daarvan bestaat de kans dat een bestuurder het verkeerde advies geeft aan het managementteam omtrent welke kapitaalstructuur de onderneming moet hanteren. Daarnaast zouden drukbezette bestuurders meer geneigd zijn om risicovollere beslissingen te nemen zoals het aangaan van meer schulden binnen een onderneming dan bestuurders met minder toezichtfuncties. Een oorzaak hiervan is dat drukbezette bestuurders meer tijdsdruk ervaren waardoor zij maar een beperkte tijd hebben om beslissingen te nemen. Hierdoor gebeurt het dat zij niet al hun opties zorgvuldig overwegen en als gevolg te snel handelen. Een andere reden is dat drukbezette bestuurders meestal een hoge reputatie hebben opgebouwd binnen de zakelijke wereld, waardoor zij aan bepaalde verwachtingen moeten voldoen. Hierdoor ontstaat er een prestatiedruk en zijn ze sneller geneigd om risicovollere beslissingen te nemen. (Chen, Harford & Li, 2007; Cheng, Hong & Scheinkman, 2015).

De busyness hypothese voorspelt dus dat drukbezette bestuurders meer risico's aangaan binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen met als gevolg dat zij meer schulden aangaan. Om de tweede hypothese te definiëren in lijn met de busyness hypothese zal er worden gekeken naar bestuurders die in meer dan drie en vijf raden van bestuur zitten in een Belgische beursgenoteerde onderneming en naar de algemene schuldgraad en de lange termijn schuldgraad van Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Hypothese 2: Drukbezette bestuurders gaan meer schulden aan binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen

4 Methodologie

4.1 Dataverzameling

De hypothesen worden getest aan de hand van data van Belgische beursgenoteerde bedrijven over een tijdsspanne van 2017 tot en met 2021. Het jaar 2022 wordt niet in deze tijdsspanne betrokken omdat dan nog niet alle data beschikbaar is voor dat jaar. Niet alle bedrijven sluiten hun jaarrekeningen in december af waardoor een deel van de bedrijven hun jaarrekening pas in 2023 afsluiten. Daarnaast moet er rekening gehouden worden met het jaar 2020. Toen werden in België namelijk de eerste coronamaatregelen geïntroduceerd en dat kan een vertekend beeld van de resultaten opleveren. De nodige data werd verkregen uit de Bel-first, een database van Bureau van Dijk, met uitgebreide informatie over bedrijven uit België en Luxemburg. De data die gebruikt werd voor deze masterproef bestaat uit Belgische beursgenoteerde bedrijven. Financiële instellingen, nutsbedrijven en overheidsbedrijven worden uitgesloten omdat deze soort ondernemingen intrinsiek verschillend zijn wat hun kapitaalstructuurbeleid betreft.

Aan de hand van de zoekstrategie in Bel-First worden er een aantal criteria gefilterd uit de dataset. Eerst wordt gekozen om te filteren op basis van 'beursgenoteerde ondernemingen'. Na deze filter toe te passen blijven er 224 ondernemingen over. Dan wordt er gefilterd op basis van locatie. Enkel ondernemingen uit Vlaanderen, Wallonië en Brussels hoofdstedelijk gewest worden voor dit onderzoek gebruikt. Ondernemingen in Groothertogdom Luxemburg worden niet betrokken bij dit onderzoek. Hierdoor blijven er nog maar 144 ondernemingen over. Dan worden er ook nog enkele sectoren uitgefilterd door de NACE-BEL 2008 toe te passen omdat de kapitaalstructuur van deze sectoren afwijkend zijn. Na deze toepassing bleven er nog maar 116 ondernemingen over. Dan werd aan de hand van handmatige codering de banken eruit gefilterd en bedrijven die onder NACE-BEL code 64 actief waren.

NACE-BEL code 2008	Uitgesloten sectoren
37.	Afvalwaterafvoer
38.	Inzameling, verwerking en verwijdering van afval; terugwinning
64.	Financiële dienstverlening, exclusief verzekeringen en pensioenfondsen
65.	Verzekeringen, herverzekeringen en pensioenfondsen, exclusief verplichte sociale verzekeringen
66.	Ondersteunende activiteiten voor verzekeringen en pensioenfondsen
77.	Verhuur en lease
84.	Openbaar bestuur en defensie; verplichte sociale verzekeringen
85.	Onderwijs

91.	Bibliotheken, archieven, musea en overige culturele activiteiten
92.	Loterijen en kansspelen
94.	Verenigingen
97.	Huishoudens als werkgever van huishoudelijk personeel
98.	Niet-gedifferentieerde productie van goederen en diensten door particuliere huishoudens voor eigen gebruik
99.	Extraterritoriale organisaties en lichamen

Tabel 1: Uitgesloten sectoren aan de hand van NACE-BEL 2008

Daarna werd er een dubbelcheck uitgevoerd of het aantal bestuursmandaten per bestuurder klopte. Soms werd bij een bestuurder een bedrijf twee of meer vermeld waardoor het aantal bestuursmandaten van een bestuurder hoger lag en dit moest worden gecorrigeerd. Dit werd ook gedaan door middel van handmatige codering in Excel. Wanneer bepaalde informatie niet duidelijk was over een bestuurder werd er gebruik gemaakt van Trends Top. Dit werd gebruikt om te kijken of de bestuurder in kwestie een afhankelijke of onafhankelijke bestuurder was. Als de bestuurder ook in het managementteam zat, werd hij of zij aangeduid als afhankelijke bestuurder. Als de bestuurder zijn of haar naam niet in het managementteam stond vermeld, werd hij of zij aangeduid als onafhankelijke bestuurder. Een belangrijk punt dat vermeld moet worden, is dat hierbij ook de veronderstelling wordt gemaakt of een bestuurder afhankelijk of onafhankelijk is. In de meeste gevallen kan er met zekerheid gezegd worden dat de veronderstelling correct is gemaakt, maar omdat niet alle informatie ter beschikking staat, bestaat er een kleine kans dat een onafhankelijke bestuurder aangeduid wordt als afhankelijk en andersom.

Vanwege ontbrekende cijfers, zoals de lange termijn schuldgraad, het totaal der activa, return on total assets die nodig zijn voor dit onderzoek, worden er nog enkele bedrijven verwijderd uit de steekproef. De noodzakelijke gegevens omtrent de onderzoeksvariabelen worden besproken in het volgende deel. Alle gegevens zijn uit Bel-First geïmporteerd naar Excel en vervolgens handmatig gecodeerd en nagekeken, om tot slot de hypothesen statisch te toetsen in Stata. De uiteindelijke steekproef bedraagt 75 Belgische beursgenoteerde ondernemingen. In bijlage 1 is er een lijst terug te vinden van de ondernemingen die betrokken zijn in deze dataset.

4.2 Onderzoeksvariabelen

In deze masterproef worden twee maatstaven voor kapitaalstructuur als afhankelijke variabele gebruikt: de algemene schuldgraad en de lange termijn schuldgraad. De onafhankelijke variabelen omvatten 'het percentage drukbezette bestuurders', het 'gemiddeld aantal bestuursmandaten per onafhankelijke bestuurder', 'drukbezette raad van bestuur' en de 'omvang van de raad van bestuur'. Naast deze corporate governance-variabelen worden er ook andere onafhankelijke variabelen opgenomen in het model die de kapitaalstructuur kunnen beïnvloeden. Tot deze variabelen behoren

de omvang van de onderneming, financiële hefboomwerking en de winstgevendheid. Zoals eerder vermeld, worden alle variabelen gemeten aan de hand van boekwaarden omdat de gegevens enkel afkomstig zijn uit jaarverslagen op Bel-First.

4.2.1 Afhankelijke onderzoeksvariabele

De algemene schuldgraad en de lange termijn schuldgraad

Het doel van dit onderzoek is om na te gaan welke invloed een drukbezette bestuurders hebben op de kapitaalstructuur van een Belgische beursgenoteerde onderneming. Daarom is de afhankelijke of de te verklaren variabele in dit onderzoek de schuldgraad van een Belgische beursgenoteerde onderneming. Er wordt onderscheid gemaakt tussen de *lange termijn schuldgraad* en de *algemene schuldgraad* van een onderneming. De *algemene schuldgraad* is de verhouding tussen de totale schuld en het totale eigen vermogen van een onderneming. De totale schuld is de som van de kortetermijnschuld en de langetermijnschuld. (Naseem et al., 2017). Deze afhankelijke variabele wordt gebruikt als eerste representatief voor de kapitaalstructuur. De lange termijn schuldgraad meet de verhouding tussen de totale langlopende schulden en het eigen vermogen. Hierbij worden dus niet de kortlopende schulden betrokken. Deze tweede afhankelijke variabele wordt ook gebruikt als representatief voor de kapitaalstructuur.

$$\text{Algemene schuldgraad} = \frac{\text{Totale schuld (= KT schuld + LT schuld)}}{\text{Eigen vermogen}}$$

$$\text{Lange termijn schuldgraad} = \frac{\text{Lange termijn schuld}}{\text{Eigen vermogen}}$$

De algemene schuldgraad en de lange termijn schuldgraad worden uitgedrukt in percentages. Dit percentage wijst erop hoeveel het vreemd vermogen bedraagt van een onderneming in vergelijking met zijn eigen vermogen.

4.2.2 Onafhankelijke variabelen

Om het begrip 'meervoudig bestuur' te begrijpen, zijn er verschillende criteria gebruikt. Elke variabele wordt gemeten op het niveau van de raad van bestuur binnen de onderneming. Zo zijn bijvoorbeeld alle managementfuncties handmatig uit de dataset gecodeerd omdat deze geen betrekking hebben tot de raad van bestuur van een onderneming. De onafhankelijke variabelen die worden gebruikt, zijn bestuurskenmerken zoals (a) het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder, (b) het percentage drukbezette bestuurders en een (c) drukbezette raad van bestuur. Deze bestuursvariabelen zijn gekozen omdat zij de meest relevante bestuurskenmerken zijn voor doeltreffend toezicht op een onderneming (Ezeani et al., 2021).

A. Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder

Van de onafhankelijke variabelen of de verklarende variabelen worden verwacht invloed te hebben op de afhankelijke variabele. De eerste onafhankelijke variabele die betrokken wordt in dit onderzoek is het 'gemiddeld aantal mandaten per bestuurder'. Deze variabele heeft betrekking tot bestuurders die in raden van bestuur zitten. Om tot deze variabele te bekomen wordt er een sommatie gemaakt van het aantal mandaten dat een bestuurder uitvoert binnen een raad van bestuur. Per bestuurder werd handmatig nagekeken hoeveel mandaten hij of zij vervulde. Daarna werden het aantal bestuursleden geteld waaruit de raad van bestuur van een Belgische beursgenoteerde onderneming bestaat. Tot slot werd het quotiënt berekend van deze twee getallen om tot het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder te komen.

B. Percentage drukbezette bestuurders

Sommige bestuurders zitten in meer dan één raad van bestuur. Hierdoor krijgen deze bestuurders te maken met tijdsdruk en conflicten tussen hun plichten ten opzichte van de raad van bestuur. Tot nu toe is er nog geen eenduidige definitie die bepaalt wanneer een bestuurder drukbezet is. De Belgische Corporate Governance Code 2020 (Code 2020), een private stichting die raden van bestuur en bestuurders in België advies geeft, heeft richtlijnen uitgegeven omtrent het aantal bestuursmandaten een bestuurder mag bekleden binnen een beursgenoteerde onderneming. In het kader van de specifieke richtlijnen omtrent het aantal bestuursmandaten wat een bestuurder mag bekleden volgens Code 2020, worden eerst de aanbevolen grenzen getest. Richtlijn 5.5 uit Code 2020 belicht dat een bestuurder niet meer dan vijf bestuursmandaten mag bekleden in beursgenoteerde ondernemingen. Bestuurders die in meer dan vijf raden van bestuur zitten worden aangeduid als "drukbezet".

In tegenstelling tot de academische literatuur wordt een bestuurder overwegend als drukbezet beschouwd wanneer deze drie of meer mandaten vervuld (Jiraporn, et al., 2008; Fich & Shivdasami, 2006; Herris & Shimizu, 2004). In dit onderzoek werden beide grenzen van 3 en 5 bestuursmandaten toegepast. Er worden twee onafhankelijke variabelen opgemaakt om het 'percentage drukbezette bestuurders' te definiëren. De eerste onafhankelijke variabele volgt de richtlijnen uit de academische literatuur en wordt gedefinieerd als een bestuurder die drukbezet is wanneer hij of zij in meer dan drie raden van bestuur zit. De tweede onafhankelijke variabele volgt de richtlijn van de Belgische Corporate Governance Code. Bestuurders worden hierbij als drukbezet beschouwd als deze in meer dan vijf verschillende raden van bestuur zit binnen een Belgische beursgenoteerde onderneming. Om tot deze variabelen te bekomen werden het aantal bestuurders met meer dan drie en vijf mandaten opgeteld en gedeeld door het aantal bestuursleden van de raad van bestuur in kwestie.

C. Drukbezette raad van bestuur

De onafhankelijke onderzoeksvariabele 'drukbezette raad van bestuur' wordt opgenomen als een dummyvariabele. Als een Belgische beursgenoteerde onderneming een raad van bestuur heeft waarvan 50% of meer van de bestuursleden als drukbezet wordt beschouwd, krijgt deze de waarde

'1' toegekend. Wanneer minder dan de helft van de bestuursleden als drukbezet wordt beschouwd, krijgt de dummyvariabele een waarde van '0'. Op deze manier kan een drukbezette raad van bestuur onderscheiden worden van een niet-drukbezette raad van bestuur. Hiervoor zijn ook twee variabelen gecreëerd omdat deze dummyvariabelen zijn gemaakt op basis van de vorige onafhankelijke variabele 'percentage drukbezette bestuurders'.

4.2.3 Controlevariabelen

Op basis van bestaand empirisch onderzoek met betrekking tot kapitaalstructuur werden in deze masterproef enkele controlevariabelen gebruikt. Dit zijn (a) de omvang van de raad van bestuur, (b) de omvang van de onderneming, (c) de winstgevendheid en (e) de return on assets (ROA).

A. Omvang van de raad van bestuur

De omvang van een raad van bestuur kan een invloed hebben op het vermogen om schulden aan te gaan en financiële risico's te beheren, wat de schuldratio kan beïnvloeden. In de bestaande literatuur worden er gemengde resultaten gevonden voor de omvang van de raad van bestuur en de kapitaalstructuur. Kleinere raden van bestuur worden namelijk beschouwd als betere toezichthouders op het management dan grote raden van bestuur (Yermack, 1996). Daarnaast kan het vergroten van een raad van bestuur ten goede komen voor de onderneming doordat er een netwerk wordt gecreëerd met de externe omgeving. Hierdoor krijgen sommige bedrijven betere toegang tot kapitaalmiddelen (Pfeffer & Salancik, 2003). Adams en Mehra (2003) concludeerden dat een grotere raad van bestuur betere beslissingen kan nemen en het management beter kan controleren. Lipton en Lorsch (1992) vonden dat grotere raden van bestuur een verspilling van middelen zijn en dat kleinere raden van bestuur effectiever en efficiënter zijn dan grotere raden van bestuur. Daarnaast wordt er een negatief significant verband vastgesteld tussen de hefboomwerking en de omvang van de raad van bestuur (Berger, Ofek, & Yermack, 1997). Deze onafhankelijke variabele wordt gedefinieerd als het totale aantal afhankelijke en onafhankelijke bestuursleden in de raad van bestuur (Piot & Missonier-Piera, 2007).

B. Omvang van de onderneming

De grootte of omvang van de onderneming verwijst naar de totale activa van de onderneming (Kumar et al., 2017). De bedrijfsgrootte wordt weergegeven aan de hand van de natuurlijke logaritme van de totale activa zoals in de studie van Hasan (2017).

C. Winstgevendheid

Winstgevendheid wordt als een belangrijk en opvallend kernmerk gezien voor de kapitaalstructuur te bepalen. Ondernemingen die meer winst maken, zouden als gevolg ook minder schulden aangaan. Dit kan invloed hebben op hun kapitaalstructuur, want bedrijven die winstgevend zijn hebben bijvoorbeeld minder vreemd vermogen nodig dan bedrijven die minder winstgevend zijn (Myers en

Majluf, 1984). De winstgevendheid wordt berekend als de verhouding tussen de nettowinst van de onderneming en de totale activa.

D. Return on Assets

De return on Assets oftewel het rendement op activa wordt gedefinieerd als de verhouding tussen de winst voor belastingen en de totale activa, en wordt in dit onderzoek voor deze masterproef gebruikt als controlevariabele. Hoe hoger de ROA van een bedrijf is, hoe beter het bedrijf zijn activa gebruikt om winst te genereren (Naseem et al., 2017). Deze variabele wordt evenals de kapitaalstructuur uitgedrukt in percentages.

5 Resultaten

Om een beter zicht te krijgen op alle gebruikte variabelen, is er een uitgebreide beschrijvende analyse uitgevoerd van de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen. Deze analyse bestaat uit een overzicht van gemiddelden, standaarddeviaties, minima en maxima, en wordt gerapporteerd in de tabel 'beschrijvende analyse van de variabelen'. Dit geeft een goed beeld van de spreiding en de centrale tendens van de variabelen.

Daarnaast omvat dit onderdeel een correlatie tussen de verschillende variabelen, weergegeven in de vorm van een Spearman-correlatiematrix in tabel 3. Deze analyse geeft inzicht in de mate van samenhang tussen de variabelen. Dit kan verder helpen bij het identificeren van patronen en relaties tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen.

Verder zijn er vier robuuste regressieanalyses uitgevoerd voor de afhankelijke variabelen 'algemene schuldgraad' en de 'lange termijn schuldgraad' om de relatie met de onafhankelijke variabelen te onderzoeken. Hierbij is ook rekening gehouden met een drukbezette raad van bestuur met respectievelijk 3 en 5 bestuursmandaten. Dit maakt het mogelijk om deze aspecten afzonderlijk te onderzoeken. De afhankelijke variabelen 'algemene schuldgraad' en 'lange termijn schuldgraad' worden verder in dit hoofdstuk apart getoetst.

5.1 Beschrijvende analyse

Variabele:	Gemiddelde	Standaarddeviatie	Minimum	Maximum	Observaties
Omvang onderneming (LN)	11,85	2,64	4,82	18,82	76
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	4,43	2,68	1	17,2	76
% Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten	0,52	0,24	0	1	76
% Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten	0,36	0,24	0	1	76
Drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten	0,59	0,49	0	1	76
Drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten	0,33	0,47	0	1	76
Omvang raad van bestuur	10,09	5,24	1	26	76
Lange termijn schuldgraad	26,50	22,41	0	87,96	76
Algemene schuldgraad	46,98	22,18	0,79	96,39	76
ROA	-4,46	24,13	-164,72	20,96	76
Winstgevendheid	81.947,38	402.102,50	-165.495,6	3.368.987	76

Tabel 2: beschrijvende analyse van de variabelen

Tabel 2 toont de beschrijvende statistieken van zowel de afhankelijke variabelen als de onafhankelijke variabelen die zijn gebruikt in dit onderzoek naar 76 Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De gemiddelde lange termijn schuldgraad is 26,50% met een standaarddeviatie van 22,41. De gemiddelde algemene schuldgraad meet 46,98% en de standaarddeviatie daarvan is 22,18. Het verschil tussen deze twee gemiddeldes is vrij groot. De variabele 'algemene schuldgraad' laat zien dat bijna de helft van het totale vermogen van Belgische beursgenoteerde ondernemingen afkomstig is van vreemd vermogen, oftewel schulden. Een hoger percentage aan schulden kan een indicatie zijn dat een drukbezette raad van bestuur meer risico's neemt (Naseem, et al., 2017). In het meest extreme geval gaat een bedrijf op lange termijn een schuldgraad aan van 87.96%. De algemene schuldgraad bedraagt hierbij 96,39%.

Uit de dataset blijkt dat de raad van bestuur van een Belgische beursgenoteerde onderneming gemiddeld uit 10 bestuurders bestaat. Dit komt overeen met de aanbeveling van Lipton en Lorsch (1992), die in hun onderzoek ook een raad van bestuur met 10 bestuurders aanbevelen. Gemiddeld vervullen bestuurders 4,43 mandaten bij een Belgische beursgenoteerde onderneming. In de meest extreme gevallen hadden Belgische beursgenoteerde ondernemingen bestuurders die 1 of 17,2 mandaten uitvoerden. Hieruit kan afgeleid worden dat ondanks de aanbevelingen uit de academische literatuur (Jiraporn, et al., 2008; Fich & Shivdasami, 2006; Harris & Shimizu, 2004) en de Corporate Governance Code, drukbezette bestuurders nog steeds voorkomen. Als drukbezette bestuurders worden gedefinieerd als bestuurders met drie mandaten of meer, blijkt dat gemiddeld 52% van de bestuurders als drukbezet kan worden beschouwd. Om te bepalen of de raad van bestuur al dan niet drukbezet was, werd er een dichotome variabele gecreëerd. Een drukbezette raad van bestuur krijgt de waarde '1' en een niet-drukbezette raad van bestuur krijgt de waarde '0'. Uit de dataset blijkt dat gemiddeld 59% Belgische beursgenoteerde ondernemingen een raad van bestuur heeft die als drukbezet kan worden beschouwd. Als drukbezette bestuurders worden omschreven als bestuurders die in vijf of meer raden van bestuur zetelen, blijkt dat 36% van de bestuurders uit de dataset als drukbezet bestempeld kan worden. Gemiddeld bestaat 33% van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen hun raden van bestuur uit een drukbezette raad van bestuur met bestuurders die 5 of meer mandaten uitoefenen.

De return on assets varieert in deze dataset van -164,72 tot 20,96. Een lage ROA kan een indicatie zijn van een minder goede functionerende raad van bestuur. Hoe hoger de ROA van een onderneming, hoe beter een onderneming haar activa gebruikt om winst te genereren. De hoogste ROA in deze dataset is 20,96 en dat wijst op een zeer efficiënt gebruik van de activa van een onderneming, maar dit is niet bij elk bedrijf het geval. Een oorzaak van een lage ROA kan het gebruik van veel vreemd vermogen zijn. De ROA meet een gemiddelde van -4,46, wat aangeeft dat de meeste Belgische beursgenoteerde ondernemingen over het algemeen niet winstgevend zijn.

De winstgevendheid van een onderneming heeft een minimumwaarde van -165.495,6 en een maximumwaarde van 3.368.987. De gemiddelde winstgevendheid van een Belgische beursgenoteerde onderneming bedraagt 81.947,38 met een standaarddeviatie van 402.102,50. De

standaarddeviatie is vrij hoog in deze dataset, wat erop kan wijzen dat de gegevens zeer uitlopend kunnen zijn.

Tot slot werd voor het bepalen van de omvang van een onderneming het natuurlijk logaritme genomen van de totale activa van de onderneming. De kleinste onderneming heeft een omvang van 4,82 en de grootste onderneming heeft een omvang van 18,82. De gemiddelde grootte van een Belgische beursgenoteerde onderneming is 11,85.

5.2 Correlaties

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder (1)	1										
% Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten (2)	0,7509***	1									
% Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten (3)	0,8300***	0,8158***	1								
Drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten (4)	0,5400***	0,7895***	0,6840***	1							
Drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten (5)	0,6589***	0,6858***	0,8221***	0,5811***	1						
Omvang Raad van bestuur (6)	0,2153*	0,3667***	0,2525**	0,1894	0,079	1					
Omvang onderneming (7)	0,5021***	0,5869*	0,5216***	0,4079***	0,3075***	0,6883***	1				
ROA (8)	0,1524	0,1527	0,1397	0,2429**	0,0863	0,0877	0,2444*	1			
Winstgevendheid (9)	0,1856	0,1917*	0,1783	0,1251	0,2098*	0,4264***	0,4232***	0,0784	1		
Algemene schuldgraad (10)	0,357	-0,0264	0,0229	0,0373	0,0806	-0,0904	0,0969	-0,0499	0,055	1	
Lange termijn schuldgraad (11)	0,0114	-0,0451	0,0114	-0,0346	0,027	0,0484	0,2407**	-0,0455	0,147	0,7964***	1

Tabel 3: Correlatie tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen

Statistisch significant op het 10% niveau *, statistisch significant op het 5%-niveau ** en statistisch significant op 1%-niveau ***.

In Tabel 3 worden de Spearman-correlaties gerapporteerd tussen alle afhankelijke variabelen en de onafhankelijke variabelen die zijn opgenomen in dit onderzoek. Het opvallende resultaat is dat geen van de onafhankelijke variabelen een negatieve impact heeft op een andere onafhankelijke variabele. Ze zijn dus positief met elkaar gecorreleerd. Dit ligt in lijn met de resultaten van het onderzoek van Jiraporn et al. (2008) en Latif (2018).

De relatie tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen geeft een vrij tegenstrijdig resultaat. Zo heeft de onafhankelijke variabele 'lange termijn schuldgraad' een negatieve correlatie van -0,0451 met de afhankelijke variabelen die het drukbezet zijn van de bestuurders nagaan die drie of meer mandaten hebben. Daarnaast is de dummyvariabele die de drukbezette raad van bestuur omschrijft met bestuurders die drie of meer mandaten bezitten ook negatief gecorreleerd aan deze afhankelijke variabele met een cijfer van -0,0346. Daarnaast heeft de lange termijn schuldgraad-variabele een negatieve correlatie van -0,0455 met de ROA. Dit betekent dat als de schuldgraad afneemt, de ROA toeneemt en andersom. Een hogere schuldgraad op lange termijn kan betekenen dat een onderneming meer risico neemt, wat kan leiden tot een daling van de ROA. De variabele 'lange termijn schuldgraad' geeft nochtans een positieve correlatie met de variabele die bestuurders als drukbezet omschrijft als ze vijf of meer mandaten hebben. De lange termijn schuldgraad heeft wel een positieve correlatie met de afhankelijke variabelen '% drukbezette bestuurders ≥ 5 mandaten' en '% drukbezette raad van bestuur ≥ 5 mandaten'. Deze bedragen 0,0114 en 0,0270. Dit zijn lage correlaties. Hieruit blijkt dat er weinig lineair verband bestaat tussen deze variabelen en dat deze dus weinig invloed op elkaar uitoefenen.

De algemene schuldgraad heeft net zoals de lange termijn schuldgraad een negatieve correlatie van -0,0451 met de onafhankelijke variabele '% Drukbezette bestuurders ≥ 3 mandaten', maar heeft wel een positieve relatie met de onafhankelijke variabele 'drukbezette raad van bestuur ≥ 3 mandaten'. Dit is vrij tegenstrijdig. Deze tegenstrijdigheid kan verschillende oorzaken hebben. De steekproef van dit onderzoek kan bijvoorbeeld te klein zijn waardoor de resultaten uit deze correlatiematrix niet consistent zijn. De algemene schuldgraad heeft wel een positieve invloed op de onafhankelijke variabelen '% Drukbezette bestuurders ≥ 5 mandaten' en 'drukbezette raad van bestuur ≥ 5 mandaten' met een correlatie van 0,0229 en 0,0806. Dit is ook geen hoge correlatie, wat betekent dat deze variabelen nauwelijks verband hebben met elkaar. De algemene schuldgraad heeft daarnaast een negatieve correlatie van -0,0904 op de omvang van de raad van bestuur. Een grotere raad van bestuur kan bijvoorbeeld minder goed toezicht houden op het managementteam waardoor zij minder goede financieringsbeslissingen nemen en als gevolg meer schulden aangaan dan een kleinere raad van bestuur. Voor de rest heeft de algemene schuldgraad een vrij lage correlatie met de andere variabelen uit dit onderzoek.

5.3 Multicollineariteit

Tabel 3 meet de correlatie tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen. Er zijn namelijk enkele variabelen die een hoge correlatie hebben. Dit kan wijzen op een mogelijke multicollineariteit. Multicollineariteit wijst op het feit dat er hoge correlaties bestaan tussen twee of meer variabelen en

dat er sterke onderlinge relaties zijn tussen de variabelen. Hierdoor kan het moeilijk zijn om de regressiecoëfficiënten juist te interpreteren. Om multicollineariteit te identificeren wordt er gebruik gemaakt van het commando 'variance inflation factor' (VIF) in Stata.

Tabel 4: multicollineariteit tussen de afhankelijke variabelen en de onafhankelijke variabelen met drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten en een drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten

Variabele: algemene schuldgraad	VIF
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	2,52
Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten	5,29
Drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten	2,96
Omvang raad van bestuur	2,17
Omvang onderneming	2,88
Winstgevendheid	1,29
ROA	1,13

De drempelwaarde die gekozen is voor een hoge VIF-waarde is 10. Dit is overeenkomstig met het onderzoek van Latif et al. (2020). Dit betekent als een variabele een VIF-waarde hoger dan 10 heeft, er sprake is van aanzienlijke multicollineariteit tussen de variabelen in een regressiemodel. In tabel 4 wordt gerapporteerd dat alle VIF-waarden lager dan 10 zijn. De hoogste VIF-waarde die is terug te vinden in bovenstaande tabel meet 5,26 (drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten). Hieruit kan afgeleid worden dat er geen sprake is van multicollineariteit (Gujarati, 1995; Neter, Kutner, Nachtsheim, & Wasserman, 1996).

Tabel 5: multicollineariteit tussen de afhankelijke variabelen en onafhankelijke variabelen met drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten en een drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten

Variabele: algemene schuldgraad	VIF
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	3,35

Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten	6,60
Drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten	3,57
Omvang raad van bestuur	2,14
Omvang onderneming	2,89
Winstgevendheid	1,37
ROA	1,08

In tabel 5 heeft de onafhankelijke variabele 'Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten' een problematische multicollineariteit van 6,60. In de regressieanalyses worden de onafhankelijke variabelen ook apart getest van de afhankelijke variabelen 'algemene schuldgraad' en 'lange termijn schuldgraad' om vertekende resultaten te vermijden.

5.4 Regressieanalyse algemene schuldgraad

Er werd een robuuste regressieanalyse uitgevoerd in plaats van een normale regressieanalyse voor het bepalen van de relatie tussen de afhankelijke variabelen en de onafhankelijke variabelen. Een robuuste regressieanalyse is minder gevoelig voor uitschieters in de dataset dan een normale regressieanalyse. Hierdoor worden betere resultaten verwacht als de gegevens uit de dataset niet normaal verdeeld zijn of als er sprake is van uitschieters.

Eerst wordt er een statistisch model opgebouwd dat het verband modelleert tussen de verklarende variabelen en de te verklaren variabele 'algemene schuldgraad' waarbij de fouteterm ε normaal verdeeld is.

Algemene schuldgraad

$$= \beta_0 + \beta_1 \text{Drukbezette raad van bestuur} + \beta_2 \text{Omvang raad van bestuur} \\ + \beta_3 \text{Omvang Onderneming} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{Winstgevendheid} + \varepsilon$$

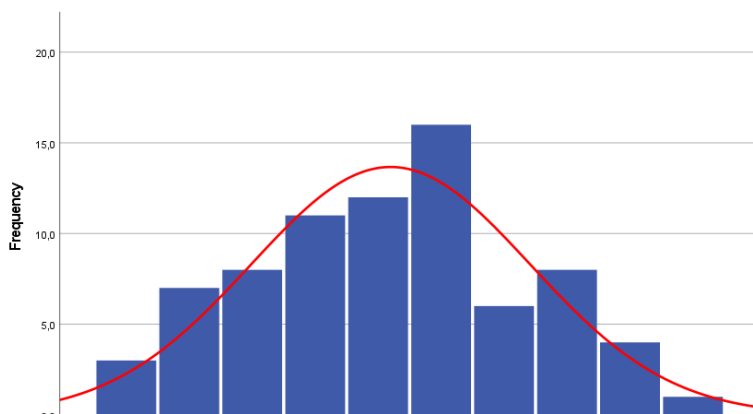
Hieronder worden de verklarende variabelen die opgenomen werden in het model uitgelegd:

1. *Drukbezette raad van bestuur* staat voor de drie onafhankelijke variabelen die als maatstaf dienen om te kijken of de bestuurders drukbezet zijn, namelijk: het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder, het percentage drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk

aan 3 en 5 mandaten, en een drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 en 5 mandaten.

2. *Omvang raad van bestuur* telt het gemiddeld aantal leden in een raad van bestuur van een onderneming.
3. *Omvang onderneming* is de grootte van een Belgische beursgenoteerde onderneming en wordt gemeten door het natuurlijk logaritme van de totale activa.
4. *ROA* voor de return on assets van de Belgische beursgenoteerde onderneming.
5. *De winstgevendheid* van de Belgische beursgenoteerde onderneming.

Om de drukte van de bestuurders en die van de raad van bestuur te meten zijn er telkens twee aparte onafhankelijke variabelen gebruikt. Deze worden ook apart getest in het regressiemodel. Eerst wordt de onafhankelijke variabele getest die drukbezette bestuurders omschrijft als bestuurders die in drie of meer raden van bestuur zit. Deze wordt samen getoetst met de onafhankelijke variabele die een drukbezette raad van bestuur omschrijft als meer dan de helft van de bestuurders die in een raad van bestuur zitten, meer dan drie of meer mandaten bezit. Dan wordt dit ook nog eens apart gedaan voor bestuurders die als drukbezet worden beschouwd als zij in vijf raden van bestuur zitten of meer. Ook wordt een drukbezette raad van bestuur getest voor raden van bestuur die bestaan uit bestuurders met vijf of meer mandaten.



Grafiek 1: normaalverdeling algemene schuldgraad

Zoals eerder vermeld wordt er een robuuste regressieanalyse uitgevoerd om de relatie te onderzoeken tussen de algemene schuldgraad en de onafhankelijke variabelen. Hierbij kan nog steeds een regressieanalyse uitgevoerd worden voor de afhankelijke variabele ongeacht deze wel of niet normaal is verdeeld. Toch werd er nagekeken of de algemene schuldgraad normaal verdeeld is. Grafiek 1 geeft een visuele weergave van de normaalverdeling van de gestandaardiseerde residuen van de afhankelijke variabele 'algemene schuldgraad'. Hieruit kan afgeleid worden dat deze afhankelijke variabele normaal is verdeeld.

5.4.1 Heteroscedasticiteit

Een extra vereiste waaraan het regressiemodel moet voldoen, is homoskedasticiteit, oftewel constante variantie. Dit betekent dat de spreiding of de mate van de spreiding van de fouttermen

gelijk is voor alle waarden van de variabelen. De variantie van de fouttermen is dan niet afhankelijk van de voorspellende variabelen en is gelijk voor alle waarden van de variabelen. Als de foutterm in de lineaire regressie niet constant is, kan er heteroscedasticiteit ontstaan. Met andere woorden, dit betekent dat de variantie van de foutterm niet gelijk is in alle observaties van dit onderzoek. Dit kan leiden tot vertekende schattingen en onjuiste conclusies bij het interpreteren van de resultaten. Het is daarom belangrijk om de homoskedasticiteit te controleren bij het analyseren van regressiemodellen. Indien nodig, moeten er correctiemethoden toegepast worden zoals het gebruiken van een robuuste regressieanalyse zodat de geldigheid van de statistische resultaten gewaarborgd blijven.

Om te bepalen of de regressiemodellen homoskedastisch zijn, wordt de Breusch-Pagan test (hetttest) uitgevoerd om te bepalen of er heteroscedasticiteit aanwezig is. De nulhypothese van deze test stelt dat het regressiemodel homoskedastisch is. Als de p-waarde lager is dan 0,05, wordt heteroscedasticiteit aangenomen.

	(1)	(2)	(3)
P-waarde statisch model	0,6939	0,7094	0,6407

Tabel 6: : Hetttest voor het testen van heteroscedasticiteit voor het % drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten en Drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten

In de bovenstaande tabel zijn de uitkomsten van de hetttest te vinden. (1) staat voor de test die uitgevoerd is met de onafhankelijke variabele 'gemiddeld aantal mandaten per bestuurder', (2) is getest met de variabele '% drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten' en (3) is getest met de dichotome variabele 'drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten'. Uit tabel 6 blijkt dat alle p-waardes boven het significantieniveau 0,05 liggen. Dit wijst erop dat er onvoldoende bewijs is om de nulhypothese te verwerpen. Op basis van deze gegevens kan er geen statistische significante heteroscedasticiteit worden aangetoond. Er is geen overtuigend bewijs om te concluderen dat de variantie van de fouttermen in de lineaire regressie significant afwijkt.

	(1)	(2)	(3)
P-waarde statisch model	0,6939	0,7196	0,6261

Tabel 7: Hetttest voor het testen van heteroscedasticiteit voor het % drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten en drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten

In de bovenstaande tabel zijn de uitkomsten van de hetttest terug te vinden voor: (1) staat voor de test die uitgevoerd is met de onafhankelijke variabele 'gemiddeld aantal mandaten per bestuurder', (2) is getest met de variabele '% drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten'

en (3) is getest met de dichotome variabele 'drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten'. Ook voor dit statisch model zijn alle p-waardes groter dan het significantieniveau van 0,05. Hierdoor is er ook onvoldoende bewijs om de nulhypothese te verwerpen.

5.4.2 Resultaten regressieanalyse algemene schuldgraad

In tabel 8 worden de resultaten gerapporteerd van de regressieanalyse voor de afhankelijke variabele 'algemene schuldgraad' en de onafhankelijke corporate governance variabelen. Deze bestaat uit: model (1) waarbij het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder wordt gebruikt als onafhankelijke variabele, model (2) waarbij het percentage drukbezette bestuurders wordt gebruikt als onafhankelijke variabele en tot slot model (3) waar de dichotome variabele voor een drukbezette raad van bestuur wordt gebruikt als onafhankelijke variabele.

Variabelen	(1)	(2)	(3)
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	-0,5932856		
% Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten		-13,08732	
Drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten			-0,8020922
Omvang raad van bestuur	-1,479344*	-1,436717*	-1,41514*
Omvang onderneming	3,104305*	3.465197**	2,776433*
ROA	-0,09571	-0,0959551	-0,0941138
Winstgevendheid	3,81e-06	3,32e06	3,75e-06
Constante	27,01494*	26,51067*	28,11389**
R-squared	0,0739	0,0829	0,0704
F-waarden	1,12	1,27	1,06
P-waarden	0,3597	0,2887	0,3895

Tabel 8: Regressieanalyse algemene schuldgraad
 Statistisch significant op het 10% niveau *, statistisch significant op het 5%-niveau ** en statistisch significant op 1%-niveau ***

Uit bovenstaande tabel blijkt dat de variabele 'gemiddeld aantal mandaten per bestuurder' een negatief effect heeft op de algemene schuldgraad met een coëfficiënt van -0,5932856. Daarnaast heeft de omvang van de raad van bestuur ook een negatieve impact op de afhankelijke variabele met een coëfficiënt van -1,479344. De omvang van de raad van bestuur heeft ook een significantieniveau van 10%. Hierdoor kan worden aangenomen dat er een statistisch significant verband bestaat tussen de omvang van de raad van bestuur en de algemene schuldgraad.

De determinantiecoëfficiënt (R^2) van tabel 8 zijn voor alle statische modellen vrij laag. Dit betekent dat de voorspellende variabelen in het model de variabiliteit in de afhankelijke variabele 'algemene schuldgraad' slecht verklaren. Aangezien de hoge p-waardes is er onvoldoende bewijs om te concluderen of de relatie tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen bestaat. Hieruit blijkt dus dat de resultaten niet significant zijn. Op basis van deze resultaten kan er nog geen uitspraak gedaan worden over hypothese 1 en hypothese 2.

In tabel 9 worden de resultaten gerapporteerd voor de meervoudige regressieanalyse voor de afhankelijke variabele 'algemene schuldgraad' en de onafhankelijke variabelen. Voor de onafhankelijke variabele '% Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten' wordt een bestuurder nu omschreven als drukbezet als deze 5 of meer mandaten bezit en de onafhankelijke variabele wordt nu omschreven als een drukbezette raad van bestuur als deze uit meer dan 50% bestaat uit bestuurders die 5 of meer raden van bestuur zetelen.

Variabelen	(1)	(2)	(3)
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	-0,5932856		
% Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten		-7,561307	
Drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten			0,1339985
Omvang raad van bestuur	-1,479344*	-1,473993*	-1,400691*
Omvang onderneming	3,104305*	3,169845*	2,692674*
ROA	-0,09571	-0,0967487	-0,0963773
Winstgevendheid	3,81e-06	3,69e-06	3,75e-06
Constante	27,01494*	26,51067*	28,43095**
R-squared	0,0739	0,0751	0,0702

F-waarden	1,12	1,14	1,06
P-waarden	0,3597	0,3494	0,3917

Tabel 9: Regressieanalyse voor de algemene schuldgraad
 Statistisch significant op het 10% niveau *, statistisch significant op het 5%-niveau ** en
 statistisch significant op 1%-niveau ***

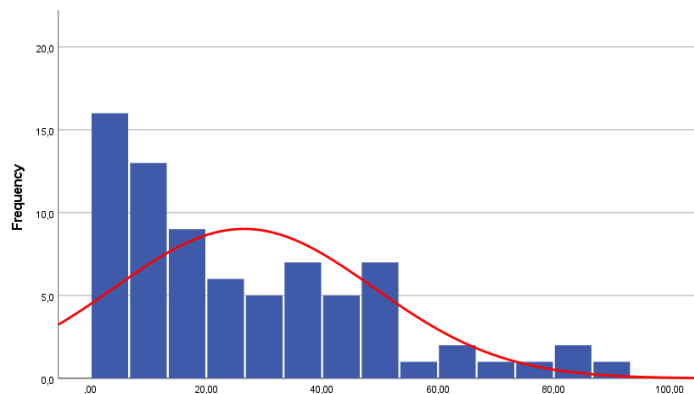
In tabel 9 wordt gerapporteerd dat de R^2 weer lage waardes kent. Dit betekent dat het model slechts voor een klein deel van de variabiliteit in de afhankelijke variabele 'algemene schuldgraad' kan verklaren. Daarnaast heeft het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder hier ook een negatief effect op de afhankelijke variabele met een coëfficiënt van $-0,5932856$. De '% Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten' variabele heeft nog een groter negatief effect op de algemene schuldgraad van een Belgische beursgenoteerde onderneming. Deze heeft namelijk een coëfficiënt van $-7,561307$. Ook de omvang van de raad van bestuur en de ROA hebben een negatieve invloed op de algemene schuldgraad in elk model. Opvallend is dat de onafhankelijke variabelen 'omvang raad van bestuur' en 'omvang onderneming' telkens een significante impact hebben op de algemene schuldgraad van een Belgische beursgenoteerde onderneming en dit met een significantieniveau van 10%. Echter blijken de p-waardes uitermate hoog te zijn. Hierdoor zijn deze modellen niet significant. Op basis van deze resultaten kunnen er geen uitspraken gedaan worden en is er geen statistisch bewijs om hypothese 1 en/of hypothese 2 te bevestigen.

5.5 Regressieanalyse lange termijn schuldgraad

Ook hier werd een robuuste regressieanalyse uitgevoerd in plaats van een normale regressieanalyse voor het bepalen van de relatie tussen de afhankelijke variabele en de onafhankelijke variabelen. Eerst wordt er een statistisch model opgebouwd dat het verband modelleert tussen de verklarende variabelen en de te verklaren variabele 'lange termijn schuldgraad' waarbij de foutenterm ε normaal verdeeld is.

Lange termijn schuldgraad

$$= \beta_0 + \beta_1 \text{drukbezette raad van bestuur} + \beta_2 \text{Omvang raad van bestuur} \\ + \beta_3 \text{Omvang Onderneming} + \beta_4 \text{ROA} + \beta_5 \text{Winstgevendheid} + \varepsilon$$



Grafiek 2: normaalverdeling lange termijn schuldgraad

De verklarende variabelen zijn hetzelfde als bij het statistisch model van de algemene schuldgraad en worden daarom hier niet herhaald. Net zoals bij de algemene schuldgraad worden de onafhankelijke variabelen die drukbezette bestuurders beschrijven en een drukbezette raad van bestuur apart getoetst. Eén keer voor drie of meer mandaten en één keer voor vijf of meer mandaten.

Uit grafiek 2 blijkt de lange termijn schuldgraad niet normaal verdeeld te zijn. Ondanks deze niet normaal verdeeld is, kan er nog steeds een robuuste regressieanalyse uitgevoerd worden om de relatie te toetsen tussen de afhankelijke variabelen en de onafhankelijke variabelen.

5.5.1 Heteroscedasticiteit

Ook voor de regressiemodellen van de lange termijn schuldgraad moet worden bepaald of de regressiemodellen homoskedastisch zijn. Daarvoor wordt ook een Heteroscedasticiteitstest (hetttest) uitgevoerd. De nulhypothese van deze test stelt dat het regressiemodel homoskedastisch is. Als de p-waarde lager is dan 0,05, is er sprake van heteroscedasticiteit.

	(1)	(2)	(3)
P-waarde statisch model	0,4186	0,3445	0,3944

Tabel 10: Hetttest voor het testen van heteroscedasticiteit voor het % drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten en Drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten

In de tabel 10 zijn de uitkomsten van de hetttest te vinden. (1) staat voor de test die uitgevoerd is met de onafhankelijke variabele 'gemiddeld aantal mandaten per bestuurder', (2) is getest met de variabele '% drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten' en (3) is getest met de dichotome variabele 'drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten'. Ook uit tabel 10 blijkt dat alle p-waardes boven het significantieniveau 0,05 liggen. Dit wijst erop dat er onvoldoende bewijs is om de nulhypothese te verwerpen.

	(1)	(2)	(3)
P-waarde statisch model	0,4186	0,4059	0,4388

Tabel 11: Hetttest voor het testen van heteroscedasticiteit voor het % drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten en Drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten

In tabel 11 worden de resultaten van de hetttest weergegeven door de volgende variabelen: (1) de test uitgevoerd met de onafhankelijke variabele 'gemiddeld aantal mandaten per bestuurder', (2) de test uitgevoerd met de variabele '% drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten', en (3) de test uitgevoerd met de dummyvariabele 'drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten'. Voor dit statistische model zijn alle p-waarden

groter dan het vooraf bepaalde significantieniveau van 0,05. Daarom is er onvoldoende bewijs om de nulhypothese te verwerpen.

5.5.2 Resultaten regressieanalyse lange termijn schuldgraad

In tabel 12 worden de resultaten gerapporteerd van de regressieanalyse voor de afhankelijke variabele 'algemene schuldgraad' en de onafhankelijke corporate governance variabelen. Deze omvatten model (1) waarbij het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder wordt gebruikt als onafhankelijke variabele, model (2) waarbij het percentage drukbezette bestuurders wordt gebruikt als onafhankelijke variabele, en tot slot model (3) waarbij de dichotome variabele voor een drukbezette raad van bestuur wordt gebruikt als onafhankelijke variabele.

Variabelen	(1)	(2)	(3)
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	-1.117059		
% Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten		-14,49866	
Drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten			-7,592089
Omvang raad van bestuur	-1,284308	-1,178851	-1,246352
Omvang onderneming	4,288998***	4,378137**	4,225168***
ROA	-0,1206687	-0,1214761	-0,1003174
Winstgevendheid	5,36e-06	4,79e-06	5,02e-06
Constante	-7,397431	-6,897406	-7,353431
R-squared	0,1200	0,1226	0,1298
F-waarden	1,91	1,96	2,09
P-waarden	0,1036	0,0961	0,0772

Tabel 12: Regressieanalyse lange termijn schuldgraad
 Statistisch significant op het 10% niveau *, statistisch significant op het 5%-niveau ** en statistisch significant op 1%-niveau ***

Uit tabel 12 blijkt dat het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder een negatief effect heeft op de lange termijn schuldgraad met een coëfficiënt van -1,117059. Daarnaast heeft ook de variabele '% Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten' een negatieve invloed op de lange

termijn schuldgraad met een coëfficiënt van -14,49866. Deze weegt veel sterker door dan de variabele die het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder beschrijft. Ook heeft een drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten een negatieve invloed op de afhankelijke variabele met een coëfficiënt van -7,592089. De omvang van de onderneming heeft in model 1 en 3 een positieve impact op de lange termijn schuldgraad en dat met een significantieniveau van 1%. In model 2 heeft deze onafhankelijke variabele 'omvang onderneming' een significantieniveau van 5%. De ROA heeft in elk van de drie modellen een negatief effect op de lange termijn schuldgraad met een coëfficiënt van -0,1206687, -0,1214761 en -0,1003174.

De determinantiecoëfficiënt uit tabel 12 meet iets hoger dan de regressiemodellen van de algemene schuldgraad. Het percentage hiervan ligt telkens rond de 12%. Dit wil zeggen dat bijvoorbeeld 12% van de variantie van de lange termijn schuldgraad verklaard kan worden door de onafhankelijke variabele 'gemiddeld aantal mandaten per bestuurder'. Dit is ook een vrij laag percentage.

De p-waarde uit model 1 is 0,1036 en daarom te hoog. Als gevolg hiervan kunnen er geen uitspraken gedaan worden over dat model. De p-waarde uit model 2 is 0,0961 en uit model 3 meet deze 0,0772 en is hierdoor kleiner dan het significantieniveau van 10%. Daarom zou gezegd kunnen worden met 90% betrouwbaarheid dat drukbezette bestuurders met drie of meer mandaten wel degelijk een invloed hebben op de schuldgraad van een Belgische beursgenoteerde onderneming. Dit ligt in lijn met de busyness hypothese die stelt dat drukbezette bestuurders meer risico's nemen en als gevolg meer schulden aangaan binnen een Belgische beursgenoteerde onderneming. Echter heeft de variabele '% Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten' een p-waarde van 0,385 waardoor deze niet significant is. Dit geldt ook voor de drukbezette raad van bestuur met bestuurders die meer 3 mandaten of meer hebben, want deze heeft een p-waarde van 0,168.

In tabel 13 worden de resultaten gerapporteerd van de regressieanalyse voor de afhankelijke variabele 'algemene schuldgraad' en de onafhankelijke corporate governance variabelen. Deze omvatten model (1) waarbij het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder wordt gebruikt als onafhankelijke variabele, model (2) waarbij het percentage drukbezette bestuurders wordt gebruikt als onafhankelijke variabele, en tot slot model (3) waarbij de dichotome variabele voor een drukbezette raad van bestuur wordt gebruikt als onafhankelijke variabele.

Variabelen	(1)	(2)	(3)
Gemiddeld aantal mandaten per bestuurder	-1.117059		
% Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten		-17,80654	
Drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten			-4,905792

Omvang raad van bestuur	-1,284308	-1,307182	-1,271405
Omvang onderneming	4,288998***	4,632599***	3,928229***
ROA	-0,1206687	-0,1227884	-0,1228526
Winstgevendheid	5,36e-06	5,09e-06	6,13e-06
Constante	-7,397431	-9,836751	-6,655216
R-squared	0,1200	0,1339	0,1165
F-waarden	1,91	2,16	1,85
P-waarden	0,1036	0,0678	0,1152

*Tabel 13: Regressieanalyse lange termijn schuldgraad
 Statistisch significant op het 10% niveau *, statistisch significant op het 5%-niveau ** en statistisch significant op 1%-niveau ****

Tabel 13 rapporteert dat de omvang van de onderneming in elk model statistisch significant is met 1%. Daarentegen kennen model 1 en model 3 namelijk hoge p-waarden van 0,1036 en 0,1152 waardoor deze modellen niet significant zijn. Daarom kunnen er verder geen uitspraken worden gedaan over de verkregen resultaten uit model 1 en model 3.

Model 2 heeft namelijk wel een kleinere p-waarde van 0,0678 waardoor deze statistisch significant is met een niveau van 10%. Dit ligt in lijn met de busyness hypothese dat drukbezette bestuurders met 5 mandaten of meer een negatieve invloed hebben op de schuldgraad van een Belgische beursgenoteerde onderneming. Het percentage van drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 5 mandaten heeft een coëfficiënt van -17,80654, maar is echter niet significant in dit model, want deze heeft een p-waarde van 0,160. De determinantiecoëfficiënt van model 2 meet 0,1339. Dit wil zeggen dat 13,39% van de variantie van de lange termijn schuldgraad verklaard kan worden door de onafhankelijke variabelen in het model. In deze situatie is dit een vrij hoog percentage dat de schuldgraad van een Belgische beursgenoteerde onderneming verklaard kan worden door de bovenstaande onafhankelijke variabelen.

6 Conclusie

Het doel van deze masterproef was om na te gaan welke invloed drukbezette bestuurders hebben op de schuldgraad van Belgische beursgenoteerde ondernemingen, en of deze positief of negatief is. In de beginfase van het onderzoek werd een literatuurstudie uitgevoerd. Op basis daarvan werden twee hypothesen opgesteld. Om deze hypothesen te toetsen, werd een empirisch onderzoek uitgevoerd, bestaande uit een beschrijvende analyse, een correlatietest en een regressieanalyse. Aan de hand van dit onderzoek werd onderzocht of de hypothesen bevestigd konden worden of niet. Ten slotte worden de praktische implicaties van het onderzoek besproken, gevolgd door de beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek.

6.1 Theoretische bevindingen

Raden van bestuur worden beschouwd als een centraal bestuursmechanisme voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Het is daarom ook geen verrassing dat de effectiviteit van de raden van bestuur de hedendaagse discussies rond corporate governance domineert. Een belangrijke discussie binnen de corporate governance is of het hebben van meerdere bestuursmandaten gunstig of ongunstig is voor de schuldgraad van een onderneming. Deze masterproef onderzoekt of drukbezette bestuurders de schuldgraad van Belgische beursgenoteerde ondernemingen beïnvloeden. Het onderzoek analyseert 76 beursgenoteerde Belgische ondernemingen over een tijdsperiode van 2017 tot en met 2021, en leidt tot enkele bevindingen. Drie verschillende proxies werden gebruikt om een drukbezette raad van bestuur te meten, waarbij telkens een ander aspect van een drukbezette raad van bestuur werd onderzocht. Twee van de drie variabelen met betrekking tot de drukbezette raad van bestuur (% Drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten en drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten) oefenden een negatieve invloed uit op de lange termijn schuldgraad. Het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder wordt telkens insignificant gevonden met betrekking tot de lange termijn schuldgraad.

Er werden telkens zes aparte regressieanalyses uitgevoerd voor de afhankelijke variabelen 'algemene schuldgraad' en 'lange termijn schuldgraad', en de onafhankelijke variabelen. De resultaten van de regressieanalyses waren niet allemaal significant. Er is onder andere geen verband gevonden tussen de algemene schuldgraad van een Belgische beursgenoteerde onderneming en drukbezette bestuurders omdat de resultaten niet significant waren. Hierdoor kunnen er geen verdere uitspraken gedaan worden over de onderzochte afhankelijke variabele 'algemene schuldgraad' en de hypothesen.

Echter waren er wel 3 van de 6 regressiemodellen van de lange termijn schuldgraad significant. Model 2 in tabel 12, waarbij het percentage drukbezette bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten wordt gebruikt als onafhankelijke variabele is significant bevonden, maar de gebruikte variabele is niet significant. Enkel de omvang van de onderneming, met een positief coëfficiënt van

4,378137 is in het tweede model significant. Anderzijds geldt dit ook voor model 3 in tabel 12 waarbij de dichotome variabele voor een drukbezette raad van bestuur met bestuurders met meer dan of gelijk aan 3 mandaten wordt gebruikt als onafhankelijke variabele. Deze onafhankelijke variabele is ook niet significant bevonden, maar wel de variabele 'omvang onderneming'. Deze heeft een positief coëfficiënt van 4,225168. De omvang van een onderneming heeft dus een positieve invloed op de lange termijn schuldgraad van een Belgische beursgenoteerde onderneming.

In tabel 13 was enkel model 2 waarbij het percentage drukbezette bestuurders met meer dan vijf mandaten wordt gebruikt als onafhankelijke variabele significant. Ook hier was deze variabele niet significant. Enkel de variabele 'omvang onderneming' was hier significant. Deze had een positief coëfficiënt van 4,632599. Dit resultaat ligt in lijn met het onderzoek van Rajan en Zingales (1995). Zij suggereren dat grotere ondernemingen meer de neiging hebben om minder schulden aan te gaan op lange termijn in vergelijking met kleinere bedrijven. Anderzijds ligt dit resultaat niet in lijn met onderzoek van Deloof (2003) waarbij er geen significante relatie was tussen de lange termijn schuldgraad en de omvang van een Belgische onderneming.

Gemiddeld vervullen bestuurders 4,43 mandaten bij een Belgische beursgenoteerde onderneming. De Belgische Corporate Governance Code raadt aan dat bestuurders maximum 5 mandaten hebben. Hieruit blijkt dat meerdere Belgische beursgenoteerde ondernemingen deze aanbeveling volgen. Er zijn enkel wel uitzonderingen waargenomen: een Belgische beursgenoteerde onderneming heeft bijvoorbeeld een bestuurder in zijn raad van bestuur zitten die gemiddeld 17,2 mandaten vervuld. Hieruit kan afgeleid worden dat ondanks de academische literatuur (Jiraporn, et al., 2008; Fich & Shivdasami, 2006; Harris & Shimizu, 2004) en de Belgische Corporate Governance Code, drukbezette bestuurders nog steeds voorkomen. Een oorzaak hiervan kan zijn dat de Belgische Corporate Governance Code geen wettelijk document is. Ondernemingen hebben nog steeds de vrijheid om te beslissen in hoeverre zij deze aanbevelingen en richtlijnen willen implementeren, waardoor zij dus bestuurders aannemen die in meer dan vijf raden van bestuur zetelen.

6.2 Praktische implicaties

In de nasleep van verschillende bedrijfsschandalen van bekende organisaties zoals Enron, werd er opnieuw aandacht gegeven aan de ontwikkeling van strengere wetgeving en aanbevelingen rond deugdelijk bestuur. Deze aanbevelingen hadden een grote invloed op de vraag naar en aanbod van bestuurders. Linck, Netter en Yang (2008) meldden dat de vraag naar (onafhankelijke) bestuurders toenam, terwijl het aanbod afnam als gevolg van de toegenomen werklust en risico's gebonden aan het bestuurderschap. Als gevolg daarvan vertoonden de verloning van bestuurders en de daaraan gebonden voordelen een aanzienlijke stijging. Door deze factoren werd de kans op onethisch gedrag bij bestuurders verhoogd. Het is immers zeer verleidelijk voor een bestuurder om extra bestuursfuncties te aanvaarden en een aantrekkelijke verloning te ontvangen, ook al is de bestuurder in kwestie niet in staat door tijdsgebrek om de nodige inzet en toewijding op te leggen om zijn of haar taken uit te voeren als bestuurder.

Het aanpakken van dit soort onethisch gedrag is niet alleen de verantwoordelijkheid van beleidsmakers die grenzen opstellen zoals de Corporate Governance Code, maar ondernemingen zijn evenzeer verantwoordelijk en zouden bestuurders beter moeten screenen vooraleer zij ze aannemen. In praktijk kunnen ondernemingen bewuster gemaakt worden van de waarde van formele bedrijfsevaluaties. Jaarlijkse bedrijfsevaluaties (Minichilli, Gabrielsson & Huse, 2007) maken het bijvoorbeeld duidelijk wanneer bestuurders hun bestuurstaken en verantwoordelijkheden uit het oog verliezen. Zo kunnen ondernemingen op tijd optreden en het probleem tijdig aanpakken. Daarnaast kan een onderneming de bestuurder eerst screenen vooraleer hij of zij toegelaten wordt in de raad van bestuur.

6.3 Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek

De resultaten uit deze masterproef hebben enkele beperkingen. Er is onder andere gekozen om data te verzamelen uit Bel-First van Belgische beursgenoteerde ondernemingen over een tijdsperiode van 2017 tot en met 2021. Omdat sommige financiële gegevens ontbraken, zoals de ROA of winstgevendheid, vielen enkele ondernemingen weg uit de steekproef. Daarnaast moesten alle financiële instellingen uit de dataset worden verwijderd, omdat zij een heel andere kapitaalstructuur hebben dan normale ondernemingen. Hierdoor bleven er slechts 76 ondernemingen over, wat een vrij kleine steekproefomvang is. Dit kan een rol spelen bij het verkrijgen van significante resultaten, die dan relatief klein zijn. Voor de corporate governance-variabelen is gebruik gemaakt van cross-sectionele data. Dit betekent dat er geen gegevens werden verzameld gedurende een langere periode, maar enkel gegevens op één enkel moment. De gegevensbank Bel-First verschaftte namelijk geen gedetailleerde informatie over de samenstelling van de raad van bestuur gedurende een bepaalde tijdsperiode. Een longitudinale dataset zou meer informatie kunnen opleveren waardoor er meer causale verbanden gemaakt kunnen worden met de schuldgraad van een Belgische beursgenoteerde onderneming. Ook kan er voor verder onderzoek aanbevolen worden om een langere tijdsperiode te nemen om meer gegevens te verkrijgen van de ondernemingen en de steekproefomvang groter te maken.

Een andere mogelijke beperking is dat de onafhankelijke variabelen te algemeen gedefinieerd waren en dus niet specifiek genoeg. De rol van onafhankelijke en afhankelijke bestuurders wordt in de academische literatuur als een belangrijk element gezien binnen de corporate governance en werd niet bij dit onderzoek betrokken. In toekomstig onderzoek zou het nuttig zijn om deze als onafhankelijke variabele te betrekken. De kans bestaat dat onafhankelijke bestuurders wel een significante invloed zouden hebben op de algemene schuldgraad en de lange termijn schuldgraad van een Belgische beursgenoteerde onderneming. Het onderscheid tussen afhankelijke bestuurders en onafhankelijke bestuurders kan van belang zijn omdat afhankelijke bestuurders andere taken lijken te vervullen dan onafhankelijke bestuurders (Voordeckers et al., 2007).

Daarnaast zijn er veel onafhankelijke variabelen opgenomen in de regressiemodellen en dit waren er misschien te veel. Door te veel variabelen in een model te betrekken, kan het model te complex worden. Ook kan het zijn als er te veel variabelen opgenomen worden dat sommige variabelen geen

significante bijdrage meer leveren, terwijl andere onafhankelijke variabelen wel significant zijn. Hierdoor bestaat de kans dat de schattingen van de coëfficiënten van de onafhankelijke variabelen niet kloppen. Hierdoor wordt de suggestie gegeven voor verder onderzoek de variabelen te beperken en er niet teveel op te nemen.

Tot slot zijn er bepaalde variabelen niet betrokken in dit onderzoek die interessant konden zijn bij het onderzoeken van de relatie tussen drukbezette bestuurders en de schuldgraad van een Belgische beursgenoteerde onderneming. Zoals eerder al vermeld kon er een onderscheid gemaakt worden tussen onafhankelijke en afhankelijke bestuurders, of een variabele die betrekking had op het aanwezigheidspercentage van bestuursvergaderingen, het aantal bestuursvergaderingen die werden georganiseerd door een onderneming, etc.

Bibliografie

- Ahmed, A., & Atif, M. (2021). Board gender composition and debt financing. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), 3075-3092.
- Ahmed Sheikh, N., & Wang, Z. (2012). Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 12(5), 629-641.
- Al-Faryan, M. A. S. (2021). The effect of board composition and managerial pay on Saudi firm performance. *Review of quantitative finance and accounting*, 57(2), 693-758. <https://doi.org/10.1007/s11156-021-00959-4>
- Alves, P., Couto, E. B., & Francisco, P. M. (2015). Board of directors' composition and capital structure. *Research in International Business and Finance*, 35, 1-32.
- Arosa, B., Iturralde, T., & Maseda, A. (2010). Outsiders on the board of directors and firm performance: Evidence from Spanish non-listed family firms. *Journal of Family Business Strategy*, 1(4), 236-245.
- Arping, S., & Sautner, Z. (2010). Corporate governance and leverage: Evidence from a natural experiment. *Finance Research Letters*, 7(2), 127-134.
- Bauweraerts, J., & Colot, O. (2016). Performance, corporate governance and socioemotional wealth in Belgian family firms. *International Advances in Economic Research*, 22(2), 243-244.
- Beerten, G., & Van Looke, T. (2010). Interne controle in de praktijk. Uitgeverij De Boeck Hoger en universitair onderwijs.
- Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The journal of finance*, 52(4), 1411-1438.
- Boone, A. L., Field, L. C., Karpoff, J. M., & Raheja, C. G. (2007). The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Journal of financial Economics*, 85(1), 66-101.
- 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.
- Brenes, E. R., Madrigal, K., & Requena, B. (2011). Corporate governance and family business performance. *Journal of Business Research*, 64(3), 280-285.
- Brickley, J. A., Linck, J. S., & Coles, J. L. (1999). What happens to CEOs after they retire? New evidence on career concerns, horizon problems, and CEO incentives. *Journal of Financial Economics*, 52(3), 341-377.
- Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of accounting and public policy*, 25(4), 409-434.
- Business Roundtable. Construction Cost Effectiveness Task Force. (1997). *Confronting the Skilled Construction Work Force Shortage: Blueprint for the Future*. Business Roundtable.
- Calderón, R., Piñero, R., & Redín, D. M. (2018). Can compliance restart integrity? Toward a harmonized approach. The example of the audit committee. *Business Ethics: A European Review*, 27(2), 195-206.
- Chakraborty, A., Gao, L., & Sheikh, S. (2018). Corporate governance and risk in cross-listed and Canadian only companies. *Management Decision*.

- Chaudhary, P. (2020). Impact of board structure, board activities and institutional investors on the firm risk: evidence from India. *Managerial Finance*.
- Chou, T.-K., & Feng, H.-L. (2019). Multiple directorships and the value of cash holdings. *Review of quantitative finance and accounting*, 53(3), 663-699.
- Dehaene, A., De Vuyst, V., & Ooghe, H. (2001). Corporate performance and board structure in Belgian companies. *Long range planning*, 34(3), 383-398.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms?. *Journal of business finance & Accounting*, 30(3-4), 573-588.
- Ewing, H. (1979). The corporate board of directors--Duties and responsibilities. *Public Relations Quarterly*, 24(1), 7-9.
- Ezeani, E., Salem, R., Kwabi, F., Boutaine, K., Bilal, & Komal, B. (2021). Board monitoring and capital structure dynamics: evidence from bank-based economies. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-26.
- Falato, A., Kadyrzhanova, D., & Lel, U. (2014). Distracted directors: Does board busyness hurt shareholder value?. *Journal of Financial Economics*, 113(3), 404-426.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The journal of law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Ferris, S. P., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. (2003). Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *The Journal of Finance*, 58(3), 1087-1111.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2012). Are busy boards effective monitors?. In *Corporate governance* (pp. 221-258). Springer, Berlin, Heidelberg.
- Field, L., Lowry, M., & Mkrtchyan, A. (2013). Are busy boards detrimental?. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 63-82.
- Fligstein, N. (1995). Networks of power or the finance conception of control? Comment on Palmer, Barber, Zhou, and Soysal. *American Sociological Review*, 60(4), 500-503.
- Fligstein, N., & Brantley, P. (1992). Bank control, owner control, or organizational dynamics: Who controls the large modern corporation?. *American Journal of Sociology*, 98(2), 280-307.
- Forbes, D. P., & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of management review*, 24(3), 489-505.
- Gabrielsson, J., Huse, M., & Minichilli, A. (2007). Understanding the leadership role of the board chairperson through a team production approach. *International journal of leadership studies*, 3(1), 21-39.
- Ganiyu, Y. O., & Abiodun, B. Y. (2012). The impact of corporate governance on capital structure decision of Nigerian firms. *Research Journal in Organizational Psychology & Educational Studies*, 1(2), 121-128.
- Germain, L., Galy, N., & Lee, W. (2014). Corporate governance reform in Malaysia: Board size, independence and monitoring. *Journal of Economics and Business*, 75, 126-162.
- Gillan, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of corporate finance*, 12(3), 381-402.
- Governance, C. C. (2009). Belgische corporate governance code 2009.

- Gujarati, D. N. (1995). Basic econometrics (3rd ed.). International Edition.
- Harris, M., & Raviv, A. (2008). A theory of board control and size. *The Review of Financial Studies*, 21(4), 1797-1832.
- Hauser, R. (2018). Busy directors and firm performance: Evidence from mergers. *Journal of Financial Economics*, 128(1), 16-37.
- Heyman, D., Deloof, M., & Ooghe, H. (2008). The financial structure of private held Belgian firms. *Small business economics*, 30(3), 301-313.
- Hilmer, F. G. (1994). The Functions of the Board: A Performance-Based View. *Corporate Governance: An International Review*, 2(3), 170-179.
- Himaj, S. (2014). Corporate governance in banks and its impact on risk and performance: Review of literature on the selected governance mechanisms. *Journal of Central Banking theory and practice*, 3(3), 53-85.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate Governance: An International Review*, 6(2), 101-111.
- Huse, M. (2007). *Boards, governance and value creation: The human side of corporate governance*. Cambridge University Press.
- Iecovich, E. (2004). Responsibilities and roles of boards in nonprofit organizations: The Israeli case. *Nonprofit Management and Leadership*, 15(1), 5-24.
- Iturralde, T., Maseda, A., Arosa, B., & Garcia-Ramos, R. (2016). Boards of directors in SMEs: An empirical evidence of board task performance. *South African Journal of Business Management*, 47(4), 47-58.
- 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. (1979). Rights and production functions: An application to labor-managed firms and codetermination. *Journal of business*, 469-506.
- Jiraporn, P., Kim, J.-C., Kim, Y. S., & Kitsabunnarat, P. (2012). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics & Finance*, 22(1), 208-221.
- Jiraporn, P., Kim, Y. S., & Davidson III, W. N. (2008). Multiple directorships and corporate diversification. *Journal of Empirical Finance*, 15(3), 418-435.
- Jiraporn, P., Singh, M., & Lee, C. I. (2009). Ineffective corporate governance: Director busyness and board committee memberships. *Journal of Banking & Finance*, 33(5), 819-828.
- Johnson, J. L., Daily, C. M., & Ellstrand, A. E. (1996). Boards of directors: A review and research agenda. *Journal of management*, 22(3), 409-438.
- Kanojia, S., Sharma, J. P., & Jain, S. (2020). Board Structure, Board Diversity and Corporate Governance: Evidence from Listed Indian Companies. *IUP Journal of Corporate Governance*, 19(1).
- Kazempour, M., & Aghaei, M. A. (2015). Capital structure and firms performance in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Management, Accounting and Economics*, 2(2), 149-152.
- 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.

- Larcker, D. F., So, E. C., & Wang, C. C. (2013). Boardroom centrality and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2-3), 225-250.
- Larcker, D. F., & Tayan, B. (2010). Pledge (and hedge) allegiance to the company. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University closer look series: Topics, issues and controversies in corporate governance no. Cgrp-11.
- Latif, B. (2018). *Multiple Directorships: a curse or a blessing? A story of fit or misfit (Doctoral thesis)*. Geraadpleegd van <http://hdl.handle.net/1942/27467>
- 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.
- Li, Y., & Zhang, X. Y. (2019). Impact of board gender composition on corporate debt maturity structures. *European Financial Management*, 25(5), 1286-1320.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of financial economics*, 87(2), 308-328.
- Liu, C., & Paul, D. L. (2015). A new perspective on director busyness. *Journal of Financial Research*, 38(2), 193-218.
- Long, T., Dulewicz, V., & Gay, K. (2005). The Role of the Non-executive Director: findings of an empirical investigation into the differences between listed and unlisted UK boards. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 667-679.
- Mallin, C. (2016). *Corporate governance*. Oxford university press.
- Masulis, R. W., & Mobbs, S. (2011). Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market. *the Journal of Finance*, 66(3), 823-872.
- Means, G. (2017). *The modern corporation and private property*. Routledge.
- Minichilli, A., Gabrielsson, J., & Huse, M. (2007). Board evaluations: Making a fit between the purpose and the system. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 609-622. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2007.00591.x>
- Mintzberg, H. (1983). The case for corporate social responsibility. *Journal of Business Strategy*.
- Naseem, M. A., Zhang, H., Malik, F., & Ramiz-Ur-Rehman. (2017). Capital structure and corporate governance. *The Journal of Developing Areas*, 51(1), 33-47.
- Neter, J., Kutner, M. H., Nachtsheim, C. J., & Wasserman, W. (1996). *Applied linear statistical models* (5th ed. Vol. 4). Irwin Chicago: McGraw-Hill/Irwin.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative science quarterly*, 218-228.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Power in a Theory of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(2), 387-432.
- Saat, N. A. M., Karbhari, Y., Heravi, S., & Nassir, A. M. (2011). Effective oversight roles of board of directors—the case of listed firms on Bursa Malaysia. *World review of business research*, 1(1), 231-245.
- Sarkar, J., & Sarkar, S. (2008). Debt and corporate governance in emerging economies Evidence from India 1. *Economics of transition*, 16(2), 293-334.

- Scherrer, P. S. (2003). Directors' responsibilities and participation in the strategic decision making process. *Corporate Governance: the international journal of business in society*.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Singh, P., & Kumar, B. (2012). Trade-off theory vs pecking order theory revisited: evidence from India. *Journal of Emerging Market Finance*, 11(2), 145-159.
- Stout, J. H., & Li, R. (2003). Corporate governance and organizational integrity. *U. St. Thomas LJ*, 1, 925.
- Van Hulle, C. (1996). Corporate governance. Een overzicht van disciplineringsmechanismen en empirische evidentie. *Tijdschrift voor Economie en Management*, (January), 81-129.
- Velnampy, T. D., & Niresh, J. A. (2012). The relationship between capital structure and profitability.
- Voordeckers, W., A. Van Gils and J. Van den Heuvel, 2007, Board composition in small and medium-sized family firms, *Journal of Small Business Management*, 45(1), 137-156.
- Wells, H. (2009). The birth of corporate governance. *Seattle UL Rev.*, 33, 1247.
- Wen, Y., Rwegasira, K., & Bilderbeek, J. (2002). Corporate governance and capital structure decisions of the Chinese listed firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 75-83.
- 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.
- Zona, F., & Zattoni, A. (2007). Beyond the black box of demography: Board processes and task effectiveness within Italian firms. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 852-864.

Bijlagen

Bijlage 1: lijst van Belgische beursgenoteerde bedrijven opgenomen in de dataset

1	Etablissements franz colruyt
2	Umicore
3	Proximus
4	Bpost
5	Orange BELGIUM
6	Anheuser-BUSCH INBEV
7	Barco
8	Galapagos
9	Fluxys belgium
10	Bekaert
11	Agfa-gevaert
12	Tessengerlo group
13	Recticel
14	Roularta media group
15	Deceuninck
16	Ion beam applications
17	Van de velde
18	Soc. De services, de participations de direction et d'elaboration
19	Materialise
20	Scr-sibelco
21	Sipef
22	Campine n.v.
23	Evs broadcast equipment
24	Rosier
25	Banimmo
26	Melexis
27	Etex
28	Solvay
29	Scheerders van kerchove's verenigde fabrieken
30	Immobel
31	Pharmasimple
32	Kinopolis group
33	Coil
34	Greenyard
35	Aannemingsmaatschappij cfe
36	Mithra pharmaceuticals
37	Econocom group
38	Realco
39	Floridienne
40	Ekopak
41	Unifiedpost group
42	Fountain
43	Biocartis group
44	Crescent

45	Keyware technologies
46	Flowsparks
47	Invibes advertising
48	Mdxhealth
49	Hyloris pharmaceuticals
50	Abo-group environment
51	Oxurion
52	Biosenic
53	Nyxoah
54	Softimat
55	Sequana medical
56	Candela invest
57	Theravet
58	Condor technologies
59	Lotus bakeries
60	Beluga
61	Ucb
62	Miko
63	L investissement foncier woluwe shopping center
64	Bonyf
65	Reibel
66	Accentis
67	Distriland
68	Oz group
69	Personalized nursing services
70	Llama group
71	Newtree
72	Biotalys
73	Ontex group
74	Nyrstar
75	Celyad oncology