



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterthesis

Drukbezette bestuurders, crisissituaties en de strategische veranderingen in beursgenoteerde bedrijven

Amaury Court

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VOORDECKERS

BEGELEIDER :

Mevrouw Kelsey SCHEPERS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be

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

2024
2025



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterthesis

Drukbezette bestuurders, crisissituaties en de strategische veranderingen in beursgenoteerde bedrijven

Amaury Court

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VOORDECKERS

BEGELEIDER :

Mevrouw Kelsey SCHEPERS

Woord vooraf

Deze masterproef vormt de afsluiting van mijn masteropleiding Toegepaste Economische Wetenschappen met de afstudeerrichting Finance aan de Universiteit Hasselt. Het schrijven van deze thesis was een uitdagend, maar bijzonder leerrijk traject waarin ik zowel inhoudelijk als persoonlijk sterk ben gegroeid. Graag wil ik dan ook de mensen bedanken die mij tijdens dit proces hebben ondersteund en begeleid.

In de eerste plaats gaat mijn oprechte dank uit naar mijn promotor, Prof. dr. Wim Voordeckers, en mijn begeleider, Kelsey Schepers, voor hun waardevolle begeleiding en constructieve feedback gedurende het onderzoek. Hun deskundige inzichten, kritische reflecties en aanmoedigingen hebben mij geholpen om deze masterproef naar een hoger niveau te tillen.

Daarnaast wil ik mijn familie bedanken voor hun onvoorwaardelijke steun, begrip en motivatie gedurende mijn academische loopbaan. Hun vertrouwen in mij heeft mij steeds aangespoord om het beste uit mezelf te halen.

Amaury Court

Sint-Truiden, mei 2025

Samenvatting

De afgelopen twee decennia is het begrip corporate governance een steeds belangrijker aspect geworden binnen de bedrijfswereld. Het waarborgen van een effectief en verantwoord bestuur staat hierbij centraal, en de rol van de Raad van Bestuur wordt kritisch geëvalueerd. Een veelbesproken onderwerp binnen dit kader is de impact van meervoudige bestuursmandaten op de prestaties van ondernemingen. In de academische literatuur worden zowel de voordelen als de nadelen van drukbezette bestuurders besproken, wat leidt tot een voortdurende discussie over hun invloed op strategische verandering en bedrijfsresultaten. De noodzaak voor een striktere regelgeving op het gebied van corporate governance werd versterkt door talrijke bedrijfsschandalen en financiële misstanden. Een van de meest bekende gevallen is dat van het Amerikaanse energiebedrijf Enron, waar grootschalige fraude en boekhoudkundige manipulatie leidden tot een van de grootste faillissementen uit de geschiedenis. Het bedrijf creëerde dochtervennootschappen om verliezen te verbergen en belastingen te ontwijken, terwijl bewijsmateriaal werd vernietigd en miljoenen dollars werden achtergehouden door het management. Dit schandaal bracht ernstige tekortkomingen in het bestuur aan het licht en toonde de noodzaak aan van een versterkt corporate governance kader. Soortgelijke incidenten, zoals het WorldCom schandaal, resulteerden in de invoering van strengere regelgeving, waaronder de Sarbanes-Oxley Act, die gericht was op het verbeteren van transparantie en het versterken van interne controlemechanismen. Een belangrijk aspect van deze hervormingen was het beperken van het aantal bestuursmandaten dat een bestuurder gelijktijdig mag uitoefenen, om belangenconflicten en ineffectief toezicht te voorkomen. Aangezien drukbezette bestuurders een aanzienlijke invloed hebben op de werking en samenstelling van de Raad van Bestuur, rijst de vraag of zij bijdragen aan een beter bestuur of juist de effectiviteit ervan ondermijnen.

Het onderzoek naar meervoudige bestuursmandaten is gebaseerd op twee bekende hypothesen binnen de academische literatuur, de reputatiehypothese en de busyness hypothese. Deze hypothesen bieden tegengestelde perspectieven op de invloed van drukbezette bestuurders op de effectiviteit van de Raad van Bestuur. De reputatiehypothese benadrukt de positieve effecten van meervoudige bestuursmandaten. Drukbezette bestuurders beschikken over waardevolle ervaring, opgedaan in verschillende ondernemingen, waardoor zij beter in staat zijn om het management te adviseren en te controleren. Hoe meer bestuursmandaten een bestuurder uitoefent, hoe groter de vraag naar zijn of haar expertise in diverse Raden van Bestuur. Dit impliceert dat bestuurders met meerdere mandaten vaak als competentere worden beschouwd dan minder ervaren collega's. Daarnaast kunnen ze, dankzij hun uitgebreide netwerk en naamsbekendheid, gemakkelijker toegang verkrijgen tot externe middelen en waardevolle ondersteuning van belanghebbenden. Deze factoren dragen bij aan verbeterde strategische besluitvorming en kunnen uiteindelijk leiden tot betere bedrijfsresultaten.

Daartegenover staat de busyness hypothese, die de negatieve effecten van meervoudige bestuursmandaten benadrukt en stelt dat bestuurders met een overvolle agenda hun functie minder efficiënt kunnen uitvoeren. Volgens verschillende wetenschappelijke onderzoeken is tijdsdruk de voornaamste oorzaak hiervan (Jiraporn, Kim & Davidson, 2008). Door hun beperkte beschikbaarheid slagen zij er niet altijd in om het management adequaat te monitoren en te adviseren. Bovendien ondervinden ze moeilijkheden bij het bijwonen van bestuursvergaderingen en de voorbereiding ervan, waardoor hun toezichtfunctie verzwakt en strategische besluitvorming negatief beïnvloed kan worden. In deze masterthesis wordt daarom de relatie tussen drukbezette bestuurders en strategische veranderingen binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen onderzocht.

De tegenstelling tussen beide hypothesen maakt duidelijk dat de invloed van drukbezette bestuurders op ondernemingen zowel positief als negatief kan zijn. Enerzijds kan een te grote werkdruk de effectiviteit van hun toezicht beperken, anderzijds kunnen hun ervaring en netwerk aanzienlijke voordelen opleveren. Dit onderzoek richt zich daarom op de vraag in hoeverre deze effecten zich manifesteren in Belgische beursgenoteerde ondernemingen en welke van beide hypothesen het best van toepassing is in deze context.

De dataset voor dit onderzoek werd samengesteld op basis van gegevens uit de Bel-First database en omvat 99 Belgische beursgenoteerde ondernemingen gevestigd in Vlaanderen, Wallonië het Brussels Hoofdstedelijk Gewest. Om de afhankelijke variabele, strategische verandering, op een correcte en betrouwbare manier te kunnen berekenen, werden uitsluitend ondernemingen opgenomen waarvan de volledige jaarrekeningen beschikbaar waren voor de drie opeenvolgende boekjaren, namelijk 2021, 2022 en 2023. Voor de bepaling van de onafhankelijke variabele, drukbezette bestuurders, werd daarentegen geopteerd om enkel gebruik te maken van gegevens uit het meest recente jaar, namelijk 2023.

Dit onderzoek had als doel om de impact van drukbezette bestuurders op strategische verandering binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen te analyseren. Concreet werd nagegaan of drukbezette bestuurders een positieve of negatieve invloed uitoefenen op strategische verandering. Drukbezetheid werd gemeten aan de hand van drie verschillende variabelen: het gemiddeld aantal bestuursmandaten per bestuurder, het percentage drukbezette bestuurders binnen de Raad van Bestuur, en een dummyvariabele die aanduidt of de volledige Raad van Bestuur als drukbezet kan worden beschouwd. De resultaten van de regressieanalyses toonden aan dat geen van de onderzochte onafhankelijke variabelen een statistisch significant effect had op strategische verandering. Met andere woorden, er werd binnen het gehanteerde model geen overtuigend bewijs gevonden dat drukbezette bestuurders, in welke vorm ook gemeten, een duidelijke positieve of negatieve invloed hebben op strategische verandering binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Als gevolg hiervan kon geen van de voorgestelde hypothesen worden bevestigd op basis van de bekomen empirische resultaten.

Daarnaast zijn er een aantal beperkingen verbonden aan dit onderzoek. Een eerste beperking van dit onderzoek is de wijze van dataverzameling. De analyse baseerde zich uitsluitend op gegevens uit de Bel-First database en richtte zich enkel op Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Niet-beursgenoteerde ondernemingen werden uitgesloten, waardoor de resultaten niet representatief zijn voor de volledige bedrijfssector. Een tweede beperking betreft de kleine steekproefomvang, wat de representativiteit van de resultaten kan beïnvloeden. Een derde beperking betreft de drukbezetheid van bestuurders die enkel gemeten werd op basis van het actuele aantal bestuursmandaten in 2023. Deze momentopname houdt geen rekening met eerdere bestuursdrukke, die mogelijk blijvende invloed heeft op ervaring, netwerken en strategisch inzicht. Door ook historische mandaten in de analyse op te nemen, kan een genuanceerder beeld ontstaan van hoe bestuursdrukke doorwerkt in strategische verandering. Een laatste beperking van dit onderzoek is het gebruik van een cross-sectionele dataset, waardoor langetermijneffecten niet zichtbaar zijn. Strategische veranderingen en de impact van drukbezette bestuurders ontwikkelen zich vaak pas over meerdere jaren. Paneldata zouden daarom een beter inzicht kunnen bieden.

De resultaten van dit onderzoek bieden meer inzicht in de mogelijke invloed van drukbezette bestuurders op strategische verandering binnen Belgische beursgenoteerde bedrijven. Hoewel er in de literatuur zowel positieve als negatieve effecten aan meervoudige bestuursmandaten worden toegeschreven, tonen de bevindingen van deze studie aan dat er geen eenduidig of statistisch significant verband werd vastgesteld tussen drukbezette bestuurders en strategische verandering binnen de onderzochte ondernemingen. Dit suggereert dat drukbezette bestuurders op zichzelf geen doorslaggevende factor vormen in strategische verandering, althans niet binnen de context en meetmethode van dit onderzoek. Voor beleidsmakers betekent dit dat zij hun focus moeten verschuiven naar meer inhoudelijke en kwalitatieve beoordelingscriteria zoals de actieve betrokkenheid van bestuurders, hun aanwezigheid bij vergaderingen, de diversiteit van expertise en hun sectorervaring. Daarnaast kunnen beleidsmaatregelen die gericht zijn op het verbeteren van strategische verandering best breder worden opgevat, door ook aandacht te besteden aan organisatiecultuur, interne besluitvormingsprocessen en marktgevoeligheid, naast formele governancevereisten. Dit zorgt voor een evenwichtiger en effectiever governancebeleid dat beter aansluit bij de complexiteit van strategische verandering in ondernemingen.

Inhoudsopgave

Woord vooraf.....	1
Samenvatting	3
1. Probleemstelling en onderzoeksopzet	8
1.1 Probleemstelling.....	8
1.2 Onderzoeksopzet.....	11
2. Literatuurstudie	12
2.1 Corporate governance	12
2.2 Raad van Bestuur.....	14
2.2.1 Samenstelling Raad van Bestuur	14
2.2.2 Werking Raad van Bestuur	16
2.2.2.1 Vergaderfrequentie	16
2.2.2.2 Graad van betrokkenheid	17
2.2.2.3 Beslissingsproces	17
2.2.2.4 Evaluatie	18
2.2.3 Rollen van de Raad van Bestuur	19
2.2.3.1 Resource dependency theorie (Netwerk rol)	21
2.2.3.2 Stakeholder theorie (Coördinerende rol)	22
2.2.3.3 Agency theorie (Controle rol)	22
2.2.3.4 Stewardship theorie (Strategische rol)	23
2.2.3.5 Institutional theorie (Onderhoudende rol)	24
2.2.3.6 Managerial hegemonie (Ondersteunende rol).....	24
2.3 Strategische verandering.....	25
2.4 Invloed van de Raad van Bestuur op strategische verandering.....	25
2.4.1 Grootte van de Raad van Bestuur.....	27
2.4.2 Onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur	27
2.4.3 Het aantal bestuursmandaten.....	28
2.5 Het effect van meervoudige bestuursmandaten.....	28
2.5.1 Positieve effecten van meervoudige bestuursmandaten	29
2.5.2 Negatieve effecten van meervoudige bestuursmandaten	30
3. Hypotheseopbouw	32
3.1 Reputatiehypothese	32
3.2 Busyness hypothese	33

4. Methodologie	34
4.1 Dataverzameling	34
4.2 Variabelen.....	35
4.2.1 Afhankelijke variabele	35
4.2.2 Onafhankelijke variabele	37
4.2.3 Controlevariabelen	40
4.2.3.1 Omvang Raad van Bestuur	40
4.2.3.2 Grootte van een onderneming	40
4.2.3.3 Leeftijd van een onderneming.....	41
4.3 Verwerking gegevens.....	41
5. Empirisch onderzoek	42
5.1 Basisveronderstellingen regressieanalyse	43
5.1.1 Homoscedasticiteit	43
5.1.2 Lineariteit.....	44
5.1.3 Multicollineariteit	47
5.2 Beschrijvende analyse	48
5.3 Correlatiematrix.....	51
5.4 Regressieanalyse.....	52
6. Conclusie	55
6.1 Theoretische implicaties.....	55
6.2 Praktische implicaties	57
6.3 Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek	58
Referentielijst.....	61

1. Probleemstelling en onderzoekopzet

1.1 Probleemstelling

Het begrip corporate governance, oftewel deugdelijk bestuur, is niet meer weg te denken uit de actualiteit en stelt het bedrijfsleven voor een fundamentele uitdaging. De doeltreffendheid van de Raad van Bestuur is een actueel onderwerp dat frequent ter discussie staat. Zo heerst er een groeiende discussie of meervoudige bestuursmandaten een gunstige of ongunstige impact hebben op de prestaties van een onderneming. De Raad van Bestuur vervult een essentiële rol binnen een onderneming en is verantwoordelijk voor een correct, transparant en effectief bestuur. Dit orgaan ziet toe op een efficiënte uitvoering van ondernemingsprocessen en een verantwoorde besluitvorming. Wanneer deze functies niet adequaat worden vervuld, kunnen interne conflicten ontstaan die niet alleen de interne werking van de onderneming verstoren, maar ook het vertrouwen van externe aandeelhouders en andere belanghebbenden in het deugdelijk bestuur ondermijnen. Een cruciaal element binnen goed bestuur is het aantal mandaten dat een bestuurder bekleedt en de mate waarin dit de kwaliteit van zijn of haar prestaties beïnvloedt. De bestaande literatuur wijst erop dat een overmatige concentratie van bestuursmandaten kan leiden tot tijdsgebrek en een verminderde aandacht voor de individuele verantwoordelijkheden binnen elke Raad van Bestuur waarin een bestuurder zetelt. Dit kan resulteren in een minder effectief toezicht op de onderneming en een verzwakte strategische besluitvorming, wat uiteindelijk een negatieve impact kan hebben op de algemene prestaties van de organisatie (Harris & Shimizu, 2004). De impact van meervoudige bestuursmandaten blijft een veelbesproken en controversieel onderwerp binnen zowel academische als praktijkgerichte kringen. Enerzijds wordt betoogd dat bestuurders met meerdere mandaten waardevolle ervaring, diepgaande expertise en een breed professioneel netwerk kunnen aanwenden, wat de onderneming ten goede komt. Anderzijds kan een te hoge werkdruk ertoe leiden dat bestuurders minder betrokken zijn en minder kritisch toezicht houden, waardoor de effectiviteit van het bestuur in het gedrang komt. Het vinden van een optimaal evenwicht tussen de voordelen van ervaren en goed verbonden bestuurders en de risico's van een te hoge werkbelasting blijft dan ook een belangrijke uitdaging binnen corporate governance. Naar aanleiding van diverse bedrijfsschandalen en de liquidatie van voorheen succesvolle ondernemingen, ontstond de behoefte aan een strengere wetgeving en richtlijnen inzake corporate governance.

De Amerikaanse beursgenoteerde onderneming Enron is hier een passend voorbeeld van en staat bekend voor één van de grootste bedrijfsschandalen dat aan het licht kwam in de 20^{ste} eeuw (Kiel & Nicholson, 2006). De managers verduisterden voor miljoenen, bewijsmateriaal werd vernietigd door accountants en er werden meerdere dochtervennootschappen opgezet om belastingen te ontduiken en de boekhouding te manipuleren. Na onderzoek door de Securities and Exchange Commission (SEC) werd niet alleen duidelijk dat Enron enorme verliezen had, maar ook dat het bedrijf haar winstcijfers lange tijd aanzienlijk had overdreven.

Dit schandaal was één van de beweegredenen tot een wereldwijd verhoogde belangstelling voor corporate governance en indirect de oorzaak van een verscherpte wetgeving. Om soortgelijke toestanden te voorkomen zijn er wetten en regelgevingen gepubliceerd om ervoor te zorgen dat ondernemingen zich houden aan hun verantwoordelijkheden inzake deugdelijk bestuur. Zoals de Amerikaanse Sarbanes-Oxley Act van 2002 of de in 2004 in België opgerichte commissie die uiteindelijk ook in datzelfde jaar een eerste versie publiceerde van de Belgische Corporate Governance Code (Latif et al., 2020). Corporate governance is essentieel voor het waarborgen van de belangen van aandeelhouders, werknemers en alle andere belanghebbenden. Een essentieel aspect binnen deugdelijk bestuur is de hoeveelheid mandaten van een bestuurder en in welke mate dit een impact heeft op de kwaliteit van de geleverde prestaties (Fich & Shivdasani, 2006). Tot op heden ontbreekt een eenduidig antwoord betreffende de specifieke impact van meerdere bestuursmandaten op de prestaties van een onderneming.

Verschillende empirische onderzoeken resulteren in tegenstrijdige bevindingen omtrent de impact van drukbezette bestuurders op de prestaties van de onderneming. Het onderzoek inzake de meervoudige bestuursmandaten is voornamelijk gebaseerd rond twee centrale hypothesen die voortkomen uit de academische literatuur, namelijk de reputatiehypothese en de busyness hypothese. Deze hypothesen bieden verschillende perspectieven over de impact van meervoudige bestuursmandaten op de doeltreffendheid van het bestuur.

De reputatiehypothese stelt dat bestuurders met meerdere bestuursmandaten een positieve impact hebben op de prestaties van een onderneming. Drukbezette bestuurders zijn in overeenstemming met deze hypothese hoog gekwalificeerde bestuurders met meer competenties en diverse ervaringen die op basis hiervan een toonaangevende reputatie uitstralen die een positieve impact heeft op de ondernemingen waarin ze zetelen in de Raad van Bestuur. Wat zal resulteren in een strenger toezicht op het management met betere beslissingen tot gevolg. Doordat competente drukbezette bestuurders over meerdere bestuursmandaten binnen verschillende ondernemingen kunnen beschikken, kan de ondernemingswaarde toenemen als gevolg van de toegang die ze krijgen tot belangrijke middelen, informatie en netwerken (Brown et al., 2019). Dit leidt er bovendien toe dat drukbezette bestuurders het management beter kunnen monitoren en adviseren (Jiraporn, Kim & Davidson, 2008).

De busyness hypothese stelt dat bestuurders met meerdere bestuursmandaten hun functie als bestuurder niet kunnen uitvoeren zoals van hen wordt verwacht. Tijdsdruk vormt hier volgens verschillende academische studies de voornaamste oorzaak van waardoor de bestuurders niet in staat zijn om het management op een doeltreffende manier te monitoren en adviseren (Jiraporn, Kim & Davidson, 2008). Daarnaast vormt de ondernemingsgrootte een bijkomende oorzaak voor een verhoogde complexiteit om het management doeltreffend te monitoren en adviseren (Latif et al., 2020).

Naast de impact die bestuurders met meerdere bestuursmandaten hebben op de prestaties van een onderneming, kunnen ze ook een impact uitoefenen op de strategische veranderingen binnen een onderneming. Volgens Zhang en Rajagopalan (2010) is strategische verandering een moeilijk te definiëren en meetbaar concept, dit komt door de complexiteit en variëteit van hoe en waarom ondernemingen hun strategieën aanpassen. Ze wijzen erop dat strategische verandering een veelzijdig en dynamisch proces is, dat in verschillende vormen kan optreden, afhankelijk van de context en de manier waarop een onderneming haar middelen, structuren en processen herconfigureert om zich aan te passen aan interne en externe veranderingen. Daarnaast benadrukken ze dat strategische verandering niet uniform is, maar in omvang en diepte varieert. Het kan bijvoorbeeld gaan om relatief kleine, incrementele aanpassingen aan de bestaande strategie, die vaak gericht zijn op het verbeteren van de operationele efficiëntie of het aanpassen aan kleine veranderingen in de markt. Aan de andere kant kunnen strategische veranderingen ook ingrijpender en disruptiever zijn, waarbij de onderneming haar hele strategische koers herdefinieert, bijvoorbeeld door het betreden van nieuwe markten, het herontwerpen van producten of het ingrijpend veranderen van de bedrijfscultuur. Deze variëteit maakt het moeilijk om een eenduidige en universele definitie van strategische verandering vast te stellen, omdat de mate van verandering sterk afhankelijk is van de specifieke omstandigheden en de context waarin de onderneming zich bevindt.

Zhang en Rajagopalan geven verder aan dat strategische verandering niet alleen betrekking heeft op de externe focus van een onderneming, zoals het aanpassen van productportefeuilles, het betreden van nieuwe markten of het aangaan van nieuwe zakelijke allianties. Het omvat ook interne veranderingen, zoals het heralloceren van middelen, het herstructureren van ondernemingsprocessen, het verbeteren van interne capaciteiten of het wijzigen van de bedrijfsvoering en managementstructuren. Dit maakt strategische verandering nog moeilijker te definiëren, aangezien de veranderingen in de ene dimensie van de strategie vaak invloed hebben op andere dimensies. Bijvoorbeeld, veranderingen in de productstrategie kunnen gevolgen hebben voor de personeelsstructuur, de productiecapaciteit en de financiële planning van een onderneming, waardoor de relaties tussen de verschillende strategische veranderingen complexer worden.

Om deze complexiteit te begrijpen, stellen Zhang en Rajagopalan voor om niet alleen te kijken naar de aard van de verandering zelf, maar ook naar de mate van verandering in vergelijking met de voorgaande strategieën van de onderneming. Ze introduceren het concept van strategische variatie, dat verwijst naar de mate waarin de allocatie van middelen en de strategische keuzes van een onderneming afwijken van de eerder gevolgde koers. De mate van strategische variatie kan aangeven hoe substantieel de verandering is en hoe ver de onderneming verwijderd is van haar vroegere strategische keuzes. Dit concept helpt niet alleen om de verandering te kwantificeren, maar ook om te begrijpen in hoeverre een onderneming zich aanpast aan de veranderingen in de omgeving, en of het gaat om een fundamentele transformatie of een meer geleidelijke evolutie van de strategie (Zhang & Rajagopalan, 2010).

De Raad van Bestuur speelt een essentiële rol bij zowel de ontwikkeling als de implementatie van strategische veranderingen binnen een onderneming. Bestuurders dragen op meerdere manieren bij aan dit proces. Ze voorzien de onderneming van waardevolle netwerken, waardoor toegang wordt verkregen tot externe middelen, expertise en zakelijke kansen. Daarnaast houden zij toezicht op het management om te waarborgen dat strategische beslissingen in lijn zijn met de lange termijn doelstellingen van de onderneming. Bovendien fungeren bestuurders als adviseurs, waarbij ze hun kennis en ervaring inzetten om de strategische richting van de onderneming te versterken. Hun invloed reikt verder dan alleen de strategieformulering, zij spelen ook een actieve rol bij de uitvoering en aanpassing van strategische acties om ervoor te zorgen dat de onderneming effectief inspeelt op veranderingen in de markt en de bredere externe omgeving. Hierdoor draagt de Raad van Bestuur niet alleen bij aan de stabiliteit en continuïteit van de onderneming, maar ook aan haar vermogen om zich aan te passen en te innoveren in een dynamische zakelijke context (Voordeckers, Van Gils & Van den Heuvel, 2007).

Zoals eerder vermeld, hebben drukbezette bestuurders een significante impact op de besluitvorming en op de prestaties van een onderneming. Dit verband kunnen we weergeven op basis van twee hypothesen. De reputatiehypothese, die het positieve verband tussen bestuurders met meerdere bestuursmandaten en de prestaties van een onderneming weergeeft en de busyness hypothese, die het negatieve verband tussen bestuurders met meerdere bestuursmandaten en de prestaties van een onderneming weergeeft. Met deze masterthesis onderzoeken we of drukbezette bestuurders een positieve of negatieve impact hebben op strategische veranderingen in Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

1.2 Onderzoeksopzet

Deze masterthesis is opgebouwd uit zes hoofdstukken waarvan de literatuurstudie en het empirisch onderzoek de grootste onderdelen zijn. De literatuurstudie vormt het tweede hoofdstuk van deze masterthesis. Hierin zal meer uitgebreid worden ingegaan op de corporate governance, de Raad van Bestuur, de samenstelling en de werking van de Raad van Bestuur, de rollen van de Raad van Bestuur en op topics omtrent strategische veranderingen en meervoudige bestuursmandaten. In het derde hoofdstuk zal op basis van de literatuurstudie een onderzoeksmodel met bijbehorende hypothesen worden uitgewerkt. In hoofdstuk vier zal de dataverzameling worden besproken. Nadien zal in hoofdstuk vijf, aan de hand van kwantitatieve data afkomstig uit de Bel-First database, een empirisch onderzoek worden gevoerd om zo een antwoord te kunnen formuleren op de centrale onderzoeksvraag: "Wat is de impact van drukbezette bestuurders op de strategische veranderingen in Belgische beursgenoteerde bedrijven?". Tot slot zal in hoofdstuk zes een conclusie worden geformuleerd over de gevonden resultaten.

2. Literatuurstudie

2.1 Corporate governance

Het begrip corporate governance, oftewel deugdelijk bestuur, is het systeem van processen, procedures en regels waarmee ondernemingen bestuurd en gecontroleerd worden. Het zorgt voor een transparante en vertrouwelijke informatie uitwisseling met als doel de onafhankelijkheid en verantwoordelijkheid zowel binnen als buiten de onderneming te waarborgen. De Raad van Bestuur draagt de verantwoordelijkheid voor het bestuur van de onderneming (Baysinger & Butler, 1985). Hun focus ligt op het nemen van lange termijn strategische beslissingen, gericht op het realiseren van de ondernemingsdoelstellingen en het waarborgen van duurzame groei en succes (Jensen, 1986). De verantwoordelijkheden van de Raad van Bestuur verschillen aanzienlijk van die van het management. Waar de Raad van Bestuur zich voornamelijk richt op beleidsvorming, risicobeheer en strategische besluitvorming, draagt het management de verantwoordelijkheid voor de operationele leiding van de onderneming en de uitvoering van de vooropgestelde strategie. Goed functionerende corporate governance draagt bij aan het lange termijn succes van een onderneming door transparantie, verantwoordingsplicht en evenwichtige besluitvorming te waarborgen. Dit versterkt niet alleen het vertrouwen van aandeelhouders, maar bevordert ook de stabiliteit en duurzaamheid van de onderneming in een dynamische en concurrerende marktomgeving. Naar aanleiding van diverse internationale bedrijfsschandalen en de liquidatie van voorheen succesvolle ondernemingen, ontstond de behoefte aan een strengere wetgeving en richtlijnen inzake corporate governance. Om dergelijke situaties te vermijden, zijn er meerdere wetgevingen en richtlijnen ontwikkeld met betrekking tot deugdelijk bestuur (Kiel & Nicholson, 2006).

Een eerste voorbeeld hiervan is de Amerikaanse Sarbanes-Oxley Act van 2002, die werd ingevoerd als reactie op internationale bedrijfsschandalen en de faling van voorheen succesvolle ondernemingen. De Amerikaanse beursgenoteerde onderneming WorldCom was net zoals de Amerikaanse beursgenoteerde onderneming Enron betrokken bij één van deze schandalen. Het WorldCom schandaal werd bekend na de ontdekking van grootschalige boekhoudfraude, waarbij de onderneming zijn financiële rapporten systematisch manipuleerde door de operationele kosten ten onrechte als kapitaalinvesteringen te boeken. Hierdoor werden de uitgaven over een langere periode afgeschreven, waardoor de winstcijfers kunstmatig hoger leken dan dat ze in werkelijkheid waren. Deze frauduleuze praktijken gaven een vertekend beeld van de financiële stabiliteit van WorldCom, waardoor het leek alsof de onderneming winstgeverder en gezonder was dan in werkelijkheid het geval was. Dit misleidde niet alleen investeerders, maar hield ook de aandelenkoers kunstmatig hoog, wat het vertrouwen in WorldCom versterkte totdat de fraude uiteindelijk werd ontdekt en de onderneming instortte (Brickey, 2003).

De Sarbanes-Oxley Act heeft er onder andere voor gezorgd dat het management van een onderneming individueel aansprakelijk is voor de juistheid en betrouwbaarheid van de financiële verslaggeving. Dit betekent dat bestuurders persoonlijk verantwoordelijk kunnen worden gehouden voor misleidende of onjuiste financiële rapportages. Daarnaast zijn de sancties voor frauduleuze financiële praktijken aanzienlijk verzwwaard, waardoor de risico's en gevolgen van dergelijke overtredingen veel groter zijn geworden. Naast de focus op financiële integriteit benadrukt de Sarbanes-Oxley Act ook het belang van een effectief functionerende Raad van Bestuur. De wet bevat aanbevelingen voor de optimale werking en samenstelling van de Raad van Bestuur en zijn verschillende comités, met als doel een beter toezicht op de bedrijfsvoering en strategische besluitvorming te waarborgen. Hoewel er geen limiet wordt gesteld aan het aantal bestuursmandaten dat een persoon mag uitoefenen, vereist de wet wel dat bestuurders voldoende tijd en capaciteit hebben om actief deel te nemen aan de werkzaamheden van de Raad van Bestuur. Daarnaast werd door de implementatie van de Sarbanes-Oxley Act vastgesteld dat de verantwoordelijkheden van bestuurders aanzienlijk waren vergroot, wat leidde tot een toename in het risiconiveau en een verhoogde werkdruk (Linck et al., 2009).

Deze gebeurtenissen bleven ook buiten de Verenigde Staten niet onopgemerkt. De invoering van de Sarbanes-Oxley Act in 2002 zette wereldwijd een beweging in gang naar strengere regelgeving op het gebied van corporate governance en financiële transparantie. In reactie hierop hebben verschillende Europese landen soortgelijke wetgevingen geïntroduceerd om de controle op financiële verslaggeving te versterken en het vertrouwen in de bedrijfswereld te herstellen. Zo werd de eerste versie van de Belgische Corporate Governance Code in 2004 opgesteld door de Belgische Commissie Corporate Governance om deugdelijk bestuur binnen ondernemingen te bevorderen en om verantwoording, transparantie en efficiënt bestuur te garanderen (Latif et al., 2020). In 2009 en in 2020 werden herzieningen van de Belgische Corporate Governance Code doorgevoerd. Voor niet-beursgenoteerde ondernemingen in België is de Code Buysse van toepassing. De Belgische Commissie Corporate Governance coördineert en controleert beide codes. Deze codes bevatten richtlijnen over de werking van de Raad van Bestuur, waarbij een evenwicht wordt gezocht tussen ondernemerschap, leiderschap en prestaties enerzijds, en controle en naleving van de regels anderzijds (Belgische Corporate Governance Code, 2020).

Het is essentieel dat bestuurders niet alleen over voldoende tijd beschikken, maar ook over de juiste vaardigheden om hun functie effectief en efficiënt uit te oefenen. Dit zorgt voor een sterk en goed functionerend bestuur, wat bijdraagt aan het succes en de stabiliteit van de onderneming. Aan de hand hiervan legt de Belgische Corporate Governance Code een beperking op het aantal bestuursmandaten binnen ondernemingen, met een maximum van vijf mandaten (Belgische Corporate Governance Code, 2020). Een doeltreffende corporate governance draagt bij aan welvaartscreatie, niet alleen voor stakeholders maar ook voor aandeelhouders. Daarentegen kan een gebrekkige corporate governance aanzienlijke verliezen veroorzaken, die verder gaan dan enkel het verlies van aandeelhouderswaarde en impact hebben op de bredere economie en maatschappij. De uitdagingen op het gebied van corporate governance worden mede beïnvloed door de institutionele omgeving.

Wereldwijd bestaan er diverse institutionele omgevingen, waarvan velen als zwak worden beschouwd. Een zwakke institutionele omgeving wordt gekenmerkt door factoren zoals een beperkte bescherming van eigendomsrechten, gebrekkige wetshandhaving en corruptie. Daarnaast gaan zwakke institutionele structuren vaak gepaard met ineffectieve corporate governance praktijken en onvoldoende juridische bescherming (Latif et al., 2020).

2.2 Raad van Bestuur

De Raad van Bestuur is een belangrijk orgaan binnen de onderneming en draagt de uiteindelijke verantwoordelijkheid voor de controle en uitvoering van het bestuur. Het takenpakket bestaat uit het nemen van strategische beslissingen met als doel de lange termijn doelstellingen van de onderneming te realiseren (Baysinger & Butler, 1985). Ook het nemen van zakelijke beslissingen, zoals overnames, fusies en kapitaalinvesteringen behoren tot het takenpakket. Daarnaast is de Raad van Bestuur verantwoordelijk voor het toezicht op het management, financiële controle, transparantie en het beschermen van de belangen van de aandeelhouders en stakeholders (Latif et al., 2020). De omvang en de samenstelling van de Raad van Bestuur spelen een belangrijke rol in de kwaliteit van de besluitvorming, aangezien beide factoren een directe impact kunnen hebben op de effectiviteit van het bestuur (Baysinger & Butler, 1985).

Onderzoek heeft aangetoond dat de Raad van Bestuur meer doet dan enkel toezicht houden op de ondernemingen die ze besturen (Kiel & Nicholson, 2004). Daarom is het essentieel om voldoende aandacht te besteden aan de verschillende rollen, elk met specifieke verantwoordelijkheden en taken, die de Raad van Bestuur vervult. Het identificeren en begrijpen van deze rollen is essentieel om de effectiviteit en impact van de Raad binnen de onderneming te optimaliseren. Een effectief bestuur vereist een evenwichtige mix van expertise, vaardigheden en ervaring om haar verantwoordelijkheden optimaal te kunnen uitvoeren. Om de effectiviteit van de Raad van Bestuur te beoordelen, is het belangrijk om niet enkel individuele leden te analyseren, maar de Raad van Bestuur als geheel te evalueren.

2.2.1 Samenstelling Raad van Bestuur

De samenstelling van de Raad van Bestuur bestaat uit verschillende belangrijke elementen. Enerzijds bestaat de Raad van Bestuur uit diverse soorten bestuurders, elk met een unieke rol en betrokkenheid binnen de onderneming. Het is belangrijk om deze verschillen te erkennen, aangezien bestuurders verschillende relaties met de onderneming kunnen hebben. Dit kan leiden tot uiteenlopende motivaties en prioriteiten, wat invloed heeft op de besluitvorming en de strategische koers van de onderneming. Een evenwichtige samenstelling van de Raad van Bestuur draagt bij aan een effectief en goed functionerend bestuur (Van den Berghe & Levrau, 2004). Zo kan er een onderscheid worden gemaakt tussen afhankelijke en onafhankelijke bestuurders (Zahra & Pearce, 1989).

De interne of afhankelijke bestuurders zijn verbonden met de onderneming en hebben naast hun mandaat in de Raad van Bestuur een uitvoerende functie binnen de onderneming. Daarnaast spelen ze een cruciale rol binnen de Raad van Bestuur door belangrijke updates te verstrekken over de bedrijfsactiviteiten. Doordat zij nauw betrokken zijn bij de onderneming, beschikken zij over meer bedrijfsspecifieke informatie, wat hen in staat stelt om goed onderbouwde beslissingen te nemen. Hun inzicht in interne processen en strategische ontwikkelingen maakt hen waardevol voor de besluitvorming, maar kan ook leiden tot een beperkte objectiviteit in vergelijking met onafhankelijke bestuurders (Finkelstein & Hambrick, 1997; Schnake et al., 2008).

De externe of onafhankelijke bestuurders zijn niet verbonden met de onderneming, wat betekent dat ze geen huidige of voormalige eigenaar, werknemer of manager van de onderneming zijn. Hun onafhankelijke positie stelt hen in staat om objectief toezicht te houden, strategisch advies te geven en de belangen van alle stakeholders te bewaken, zonder beïnvloed te worden door interne bedrijfsdynamieken. Hierdoor dragen zij bij aan transparantie, goed bestuur en evenwichtige besluitvorming binnen de Raad van Bestuur (Masulis & Mobbs, 2014). Onafhankelijke bestuurders zijn doorgaans niet actief betrokken bij de dagelijkse operaties van de onderneming. Hierdoor missen ze vaak diepgaand inzicht in de interne processen, bedrijfscultuur en strategische uitdagingen, wat hun besluitvorming minder doeltreffend kan maken. Daarnaast oefenen zij vaak meerdere bestuursmandaten tegelijk uit, wat hun betrokkenheid bij een specifieke onderneming kan verminderen en kan leiden tot een minder diepgaand toezicht op het management (Duchin et al., 2009). Verder wordt er een onderscheid gemaakt tussen de aanverwante en niet aanverwante bestuurders. Aanverwante bestuurders hebben significante banden met de onderneming en worden daarom niet als volledig onafhankelijk beschouwd, ondanks hun externe positie. Voorbeelden van aanverwante bestuurders zijn consultants, auditors of advocaten. Niet-aanverwante bestuurders zijn daarentegen volledig onafhankelijk en hebben geen enkele formele band met de onderneming. Zij worden vaak gerekruteerd vanwege hun ervaring, deskundigheid of invloed. Voorbeelden hiervan zijn experts in een bepaalde sector of invloedrijke politici (Anderson & Reeb, 2004).

Anderzijds speelt de grootte van de Raad van Bestuur, die wordt gedefinieerd door het aantal bestuurders, ook een belangrijke rol. Van den Berghe & Levrau (2004) concludeerden dat een grotere Raad van Bestuur minder efficiënt functioneert en een negatieve impact kan hebben op de prestaties van de onderneming. De optimale grootte van een Raad van Bestuur hangt echter af van de omvang van de onderneming (Voordeckers & Van Gils, 2003). Grotere ondernemingen hebben vaak meer behoefte aan expertise op uiteenlopende domeinen, wat een grotere diversiteit aan vaardigheden vereist binnen de Raad van Bestuur. Een groter aantal bestuurders kan positieve effecten hebben en leiden tot beter onderbouwde beslissingen (Van den Berghe & Levrau, 2004). Vaak zijn deze bestuurders ook CEO's van andere ondernemingen, waardoor ze waardevolle expertise en strategisch inzicht meebrengen.

Toch zijn er ook nadelen verbonden aan een uitbreiding van de Raad van Bestuur. Naarmate de Raad van Bestuur groter wordt, kunnen coördinatie, communicatie en besluitvorming moeizamer verlopen. Bovendien kan een groter aantal bestuurders leiden tot een verminderde motivatie en betrokkenheid, doordat individuele bestuurders geneigd kunnen zijn hun verantwoordelijkheden af te schuiven op anderen. Daarnaast bestaat het risico dat binnen de Raad van Bestuur coalities worden gevormd, wat de besluitvorming kan beïnvloeden en conflicten kan veroorzaken (Van den Berghe & Levrau, 2004). Volgens de Belgische Corporate Governance Code 2020 moet de Raad van Bestuur klein genoeg zijn om efficiënt te functioneren, maar tegelijkertijd groot genoeg zijn om de expertise en ervaring te waarborgen.

2.2.2 Werking Raad van Bestuur

De werking van de Raad van Bestuur binnen een onderneming wordt beïnvloed door verschillende factoren. Een van de belangrijkste factoren is de bestuursstructuur van een onderneming, aangezien deze een aanzienlijke impact kan hebben op de werking van de Raad van Bestuur. Zo functioneren ondernemingen met een tweeledige structuur, waarbij er een aparte Raad van Bestuur en Raad van Toezicht is, vaak anders dan ondernemingen met een éénhoofdige structuur (Tricker, 2018).

Ook transparantie en communicatie zijn cruciaal voor een goed functionerende Raad van Bestuur aangezien de kwaliteit van de communicatie tussen de bestuursleden onderling en tussen het management en de Raad van Bestuur de besluitvorming kan beïnvloeden. Zo zal transparante en open communicatie bijdragen aan een efficiënte besluitvorming en samenwerking. We bespreken de werking van de Raad van Bestuur aan de hand van de volgende parameters: de vergaderfrequentie, de graad van betrokkenheid, het beslissingsproces en de evaluatie van de Raad van Bestuur.

2.2.2.1 Vergaderfrequentie

Een goed functionerende Raad van Bestuur moet meerdere keren per jaar vergaderen. Volgens de aanbevelingen van de Code Buysse dient de Raad van Bestuur minstens vier vergaderingen te houden, aangevuld met een jaarlijkse algemene vergadering. Deze vergaderingen zijn essentieel om de bestuurders actief te betrekken bij belangrijke beslissingen en hen van relevante informatie te voorzien. Bestuurders met een overvolle agenda ondervinden doorgaans het nadeel dat ze nauwelijks aanwezig kunnen zijn bij alle vergaderingen (Jiraporn, Davidson, DaDalt & Ning, 2009). Dit komt voornamelijk door het tijdsgebrek waarmee zij geconfronteerd worden als gevolg van hun meerdere bestuursmandaten. Doordat zij hun aandacht over verschillende ondernemingen moeten verdelen, kan hun betrokkenheid en effectiviteit binnen een specifieke Raad van Bestuur afnemen. Dit kan uiteindelijk een negatieve impact hebben op de besluitvorming en het toezicht binnen de onderneming (Harris & Shimizu, 2004). Wanneer meerdere leden van de Raad van Bestuur zich in deze situatie bevinden, kan dit ertoe leiden dat de Raad van Bestuur zijn rol als actief bestuursorgaan verliest. Hierdoor beschikt de Raad van Bestuur niet langer over de nodige informatie om weloverwogen beslissingen te nemen, wat de effectiviteit van het bestuur in gevaar brengt (Jiraporn, Davidson, DaDalt & Ning, 2009).

2.2.2.2 Graad van betrokkenheid

De werking van de Raad van Bestuur wordt in grote mate beïnvloed door de graad van betrokkenheid van de bestuurders. Deze betrokkenheid kan variëren van een passieve Raad van Bestuur, die enkel beslissingen goedkeurt, tot een leidende Raad van Bestuur, die actief strategische beslissingen neemt en de koers van de onderneming bepaalt. De mate van betrokkenheid hangt af van de specifieke noden van de onderneming. Zo kan een sterk betrokken Raad van Bestuur tijdens een crisissituatie cruciaal zijn om het management te ondersteunen en richting te geven (Nadler, 2004). Drukbezette bestuurders hebben doorgaans minder tijd om hun functie efficiënt uit te voeren. Dit wordt bevestigd door Conyon & Read (2006), die vaststelden dat bestuurders met meerdere mandaten minder betrokken zijn bij de onderneming. Daarnaast is het essentieel dat de Raad van Bestuur focust op de juiste taken, zoals het nemen van strategische beslissingen met als doel de lange termijn doelstellingen van de onderneming te realiseren, het beschermen van de belangen van de aandeelhouders en stakeholders en toezicht houden op de onderneming die ze besturen (Baysinger & Butler, 1985; Kiel & Nicholson, 2004). Aangezien het takenpakket breed is, ligt in de praktijk vaak de nadruk op wettelijke verplichtingen. Toch is het waardevol voor de Raad van Bestuur om proactief te zoeken naar activiteiten die echt bijdragen aan het succes van de onderneming (Nadler, 2004).

2.2.2.3 Beslissingsproces

Krause et al. (2024) beschrijven het beslissingsproces binnen ondernemingen als een dynamisch en multidimensionaal mechanisme, waarin verschillende interne en externe factoren samenkomen en elkaar beïnvloeden. Ze benadrukken dat besluitvorming binnen een onderneming niet enkel een gestructureerd en rationeel proces is, maar eerder een interactief samenspel tussen machtsverhoudingen, informatieverwerking en de samenstelling van de Raad van Bestuur. De Raad van Bestuur vervult een dubbele rol binnen de besluitvorming: enerzijds als adviseur die de CEO ondersteunt bij het nemen van complexe beslissingen en anderzijds als toezichthouder die de strategische richting van de onderneming bewaakt. De effectiviteit van deze rolvulling wordt echter beïnvloed door de machtsverdeling tussen de CEO en de Raad van Bestuur. Wanneer de CEO een dominante positie inneemt, kan dit de besluitvorming versnellen en zorgen voor een eenduidige strategische koers. Tegelijkertijd kan een te sterke machtsconcentratie ertoe leiden dat cruciale controlemechanismen verzwakken, waardoor het risico op eenzijdige besluitvorming toeneemt. Dit kan resulteren in een gebrek aan diversiteit in inzichten, waarbij alternatieve perspectieven onvoldoende worden meegenomen. Bovendien bestaat de kans dat beslissingen worden beïnvloed door persoonlijke belangen, in plaats van te worden afgestemd op de bredere strategische doelstellingen van de onderneming. Een ander cruciaal aspect in het beslissingsproces is de informatieasymmetrie tussen de CEO en de Raad van Bestuur. De CEO heeft doorgaans toegang tot gedetailleerde interne informatie en operationele inzichten, terwijl de Raad van Bestuur afhankelijk is van de informatie die hen wordt verstrekt. Dit kan leiden tot een ongelijk speelveld, waarin de Raad van Bestuur moeite heeft om strategische beslissingen adequaat te evalueren en effectief toezicht te houden.

In dit opzicht kan een diverse samenstelling van de Raad van Bestuur, met leden die over uiteenlopende expertise en ervaringsachtergronden beschikken, bijdragen aan een meer kritische en meer onderbouwde besluitvorming. Diversiteit brengt echter ook uitdagingen met zich mee, zoals verhoogde meningsverschillen, langere discussies en een potentieel trager besluitvormingsproces. Naast interne factoren spelen externe invloeden, zoals regelgeving, marktontwikkelingen en de druk van stakeholders, een belangrijke rol in hoe beslissingen worden genomen. Ondernemingen opereren binnen een steeds veranderende omgeving waarin externe verwachtingen en regelgeving de besluitvorming kunnen versnellen of juist complexer maken. Krause et al. concluderen dat effectieve besluitvorming binnen de Raad van Bestuur een voortdurend streven is naar evenwicht: tussen onafhankelijk toezicht en strategische ondersteuning, tussen snelheid en grondigheid, en tussen diversiteit en consensusvorming. Een goed functionerende Raad van Bestuur moet enerzijds voldoende autonomie behouden om strategische beslissingen kritisch te evalueren, maar anderzijds ook flexibel genoeg zijn om in te spelen op veranderingen in de interne en externe omgeving van de onderneming.

2.2.2.4 Evaluatie

De noodzaak van een evaluatie van de Raad van Bestuur wordt breed ondersteund in de wetenschappelijke literatuur. Hoewel een dergelijke evaluatie niet alle uitdagingen binnen een onderneming kan oplossen, biedt het wel waardevolle inzichten in zowel de sterke als zwakke punten van het bestuur. Het voornaamste doel hiervan is het continu verbeteren van de prestaties en het voldoen aan de steeds strengere regelgeving en de groeiende verwachtingen van bestuursleden. Om efficiënt te zijn, moet het evaluatieproces van de Raad van Bestuur dynamisch zijn en regelmatig worden herzien. De frequentie van deze beoordelingen dient afgestemd te worden op de complexiteit en omvang van de onderneming. Daarnaast is het van belang dat de evaluatie wordt uitgevoerd door een onafhankelijke, deskundige consultant. Dit draagt bij aan de objectiviteit en zorgt ervoor dat de evaluatie relevant blijft en effectief bijdraagt aan de optimalisatie van het bestuur en de beslissingsprocessen (Minichilli, Gabrielsson & Huse, 2007).

Een goed uitgevoerde evaluatie van de Raad van Bestuur kan verschillende voordelen opleveren. Ten eerste krijgen bestuursleden een duidelijker beeld van hun individuele verantwoordelijkheden en de gebieden waarin verdere ontwikkeling mogelijk is. Dit helpt hen om hun rol binnen de Raad van Bestuur beter te vervullen en draagt bij aan een meer professionele en doelgerichte besluitvorming (Beck & Watson, 2011; Kiel & Nicholson, 2005). Daarnaast bevordert een goed uitgevoerde evaluatie de samenwerking en communicatie tussen de Raad van Bestuur en de verschillende belanghebbenden. Door deze verbeterde interactie ontstaat een duidelijke afstemming van verwachtingen tussen het bestuur, de stakeholders en het management, wat leidt tot een meer transparante en effectieve bedrijfsvoering (Beck & Watson, 2011; Kiel & Nicholson, 2005).

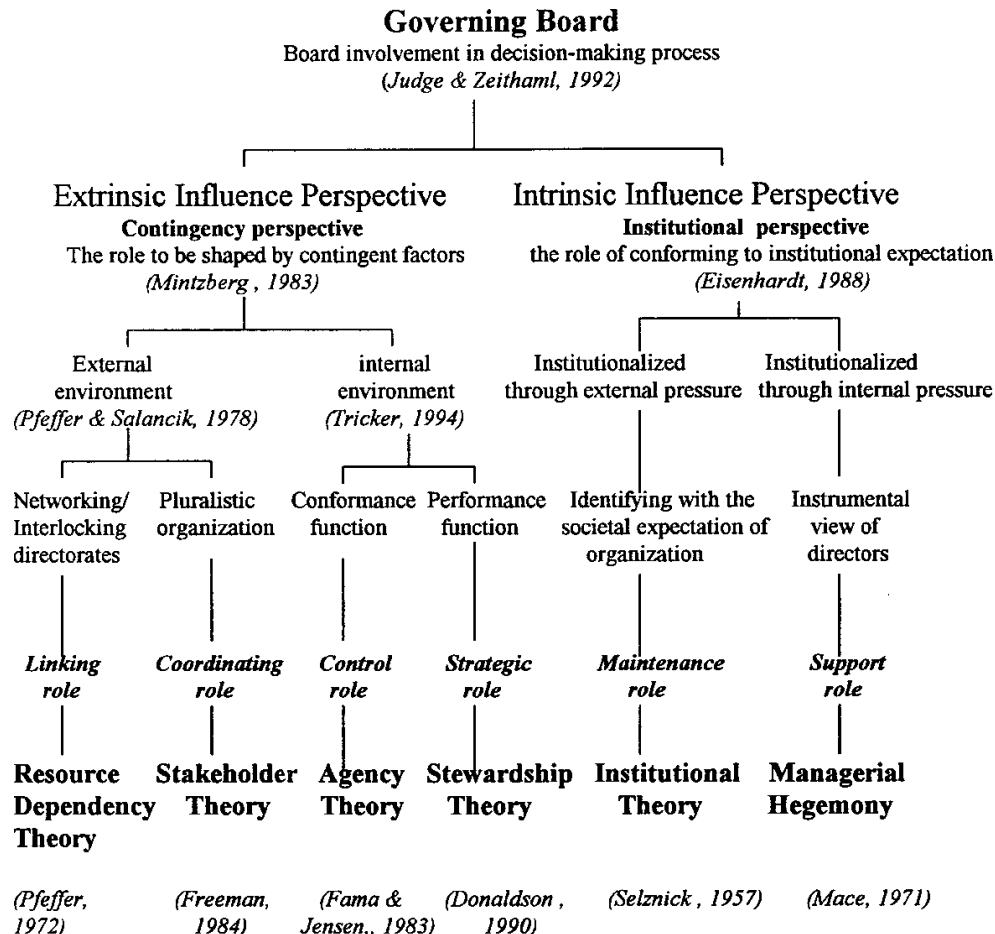
2.2.3 Rollen van de Raad van Bestuur

De Raad van Bestuur vormt het belangrijkste interne controlemechanisme van een onderneming en speelt een centrale rol in de bescherming van de belangen van diverse stakeholders. De rollen van de Raad van Bestuur worden bepaald door de activiteiten die zij in de praktijk uitvoert en zijn gebaseerd op of gerelateerd aan specifieke theoretische perspectieven. Deze rollen zijn essentieel voor het effectief bestuur en dragen bij aan de strategische richting, het toezicht en de besluitvorming binnen de onderneming. In de academische wereld zijn verschillende onderzoeken uitgevoerd naar de rollen van de Raad van Bestuur in een onderneming. Een aantal invloedrijke studies, zoals die van Hung (1998) en Huse (2005), identificeren zes verschillende rollen die de Raad van Bestuur binnen een onderneming kan vervullen: de netwerk, de coördinerende, de controle, de strategische, de onderhoudende en de ondersteunende rol. Deze rollen bieden inzicht in de verschillende functies die een Raad van Bestuur kan vervullen en hoe deze bijdragen aan het effectief bestuur en toezicht binnen een onderneming. De rollen worden afgeleid vanuit de volgende theorieën: resource dependency theorie van Pfeffer (1972), stakeholder theorie van Freeman (1984), agency theorie van Fama & Jensen (1983), stewardship theorie van Donaldson (1990), institutional theorie van Selznick (1957) en de managerial hegemony van Mace (1971).

Boivie et al. (2016) stellen dat Raden van Bestuur cognitieve en structurele beperkingen ervaren die hun effectiviteit als toezichthoudend orgaan ondermijnen. Volgens hen vervult de Raad van Bestuur drie cruciale rollen binnen een onderneming: de toezichthoudende rol, de strategische adviesrol en de legitimerende rol. In hun toezichthoudende functie moeten bestuurders het management controleren en bijsturen om ervoor te zorgen dat beslissingen in lijn zijn met de belangen van de aandeelhouders. Echter, door informatieasymmetrie en beperkte toegang tot interne bedrijfsinformatie is het voor bestuurders moeilijk om onafhankelijk en effectief toezicht te houden. Hierdoor blijven ze vaak afhankelijk van de informatie die het management verstrekt, wat de controlemechanismen verzwakt. Naast hun toezichthoudende taak heeft de Raad van Bestuur ook een strategische adviesfunctie, waarbij bestuurders hun expertise en netwerk inzetten om waardevolle inzichten te bieden over marktontwikkelingen en bedrijfsstrategie. Dit kan echter conflicteren met hun controlerende rol, aangezien een te nauwe samenwerking met het management de objectiviteit en kritische evaluatie kan verminderen. Bovendien draagt de Raad van Bestuur bij aan de externe legitimiteit van de onderneming. De aanwezigheid van invloedrijke bestuurders kan het vertrouwen van investeerders en stakeholders vergroten, maar tegelijkertijd kan dit leiden tot symbolische benoemingen waarbij bestuurders slechts formeel aanwezig zijn zonder daadwerkelijk actief betrokken te zijn bij de besluitvorming.

Boivie et al. benadrukken dat de effectiviteit van de Raad van Bestuur verder wordt beperkt door groepsdynamiek, cognitieve overbelasting en sociale processen zoals conformiteitsdruk en groepsdenken. Deze factoren bemoeilijken het vermogen van bestuurders om onafhankelijk en kritisch op te treden. Hierdoor rijst de vraag of raden van bestuur daadwerkelijk in staat zijn om hun toezichthoudende rol effectief te vervullen, of dat zij eerder functioneren als een rituele formaliteit binnen corporate governance.

In deze masterthesis ligt de focus voornamelijk op de resource dependency theorie (netwerk rol), de agency theorie (controle rol) en de stewardship theorie (strategische rol). De netwerk rol, de controle rol en de strategische rol zijn het meest belangrijk voor drukbezette bestuurders omdat deze functies direct invloed hebben op zowel de externe connecties van de onderneming als de interne besluitvorming en het toezicht. Drukbezette bestuurders, die vaak meerdere bestuursmandaten vervullen, moeten in staat zijn om een evenwicht te vinden tussen deze cruciale rollen om de onderneming effectief te leiden en tegelijkertijd hun verplichtingen naar andere ondernemingen na te komen (Hung, 1998; Huse, 2005).



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

2.2.3.1 Resource dependency theorie (Netwerk rol)

De netwerk rol van de Raad van Bestuur kan worden verklaard vanuit de resource dependency theorie. Volgens deze theorie zijn ondernemingen afhankelijk van elkaar om toegang te krijgen tot waardevolle hulpbronnen. Aangezien geen enkele onderneming volledig zelfvoorzienend is, moeten ze strategische connecties aangaan met externe partijen om toegang te krijgen tot waardevolle hulpbronnen, zoals informatie, kapitaal, expertise en marktmogelijkheden (Klein, 2016). De Raad van Bestuur speelt een cruciale rol bij het opbouwen en onderhouden van relaties tussen verschillende ondernemingen, ondanks de vaak complexe zakelijke omgeving (Hung, 1998). Klein (2016) bevestigt deze bevindingen en breidt ze verder uit door te benadrukken dat de Raad van Bestuur niet alleen dient als een adviesorgaan, maar ook als een essentieel communicatiemiddel tussen ondernemingen. Het vermogen van een onderneming om een sterk netwerk op te bouwen is van groot belang, omdat dit verschillende strategische en operationele voordelen met zich meebrengt. Zo kunnen ondernemingen binnen een netwerk profiteren van gedeelde marketingkosten en transactiekosten, wat leidt tot een meer efficiënte bedrijfsvoering. Daarnaast worden de risico's van activiteiten verspreid over meerdere ondernemingen, waardoor de impact van financiële tegenvallers wordt beperkt. Een ander voordeel van netwerkvorming is de versterking van de reputatie en legitimiteit van de deelnemende ondernemingen. Door zich te associëren met andere gerenommeerde ondernemingen binnen het netwerk, kunnen ze hun geloofwaardigheid vergroten en aantonen dat ze over de noodzakelijke middelen en expertise beschikken. Dit draagt bij aan financiële stabiliteit en wekt vertrouwen bij potentiële klanten en investeerders, wat op zijn beurt kan leiden tot een grotere marktwaaarde en concurrentievoordeel. Volgens resource dependency theorie is een goed samengesteld bestuur met invloedrijke leden een strategisch voordeel, omdat het ondernemingen helpt externe onzekerheden te minimaliseren en groeikansen te maximaliseren (Pfeffer & Salancik, 1978). Een van de belangrijkste manieren waarop ondernemingen onderlinge netwerken opbouwen is via interlocking directorship. Dit ontstaat wanneer een individu tegelijkertijd in de Raad van Bestuur van twee of meer ondernemingen zetelt, waardoor er een formele sociale band tussen deze ondernemingen ontstaat. Dergelijke interlocks kunnen strategisch voordelig zijn, omdat ze ondernemingen toegang geven tot waardevolle informatie, middelen en netwerken. Tegelijkertijd brengen ze ook risico's met zich mee, zoals een verminderde onafhankelijkheid van bestuurders en mogelijke belangenconflicten (Pfeffer & Salancik, 1978; Huse, 2005).

2.2.3.2 Stakeholder theorie (Coördinerende rol)

De stakeholder theorie benadrukt de verantwoordelijkheid van een onderneming om rekening te houden met alle belanghebbenden (stakeholders) bij haar besluitvorming (Huse, 2005). In tegenstelling tot traditionele opvattingen die zich richten op de relatie tussen aandeelhouders en management, richt deze theorie zich op iedereen die door de onderneming wordt beïnvloed of invloed heeft op haar werking (Freeman, 1984). Tot de stakeholders behoren onder andere klanten, leveranciers, banken, werknemers, overheden en andere groepen die in contact staan met de onderneming. Door deze brede benadering wordt erkend dat ondernemingen niet alleen winst moeten nastreven, maar ook rekening moeten houden met economische, sociale en ethische verantwoordelijkheden om duurzame groei en maatschappelijke waarde te creëren.

2.2.3.3 Agency theorie (Controle rol)

Volgens de agency theorie is de Raad van Bestuur essentieel voor het oplossen en beheren van conflicten tussen de principaal (aandeelhouder) en de agent (management) (Latif et al., 2020). Om de agency theorie beter te begrijpen, is het essentieel om het principaal-agent probleem te verduidelijken. Dit ontstaat wanneer een principaal (aandeelhouder) een agent (manager) de opdracht geeft een taak uit te voeren. De principaal streeft doorgaans naar deugdelijk bestuur en optimale prestaties van de onderneming, terwijl de agent mogelijk eigen belangen nastreeft, zoals hogere bonussen, lagere werkdruk of risicomijdend gedrag (Fama & Jensen, 1983). Dit kan leiden tot conflicten tussen beide partijen, vooral wanneer de agent beslissingen neemt die niet in lijn zijn met de doelstellingen van de aandeelhouders. De conflicten tussen een principaal en een agent kunnen worden voorkomen als beide partijen een gedetailleerd contract opstellen. Dit contract moet duidelijk vastleggen welke doelstellingen de agent moet realiseren, hoe het geïnvesteerde kapitaal van de principaal wordt beheerd en hoe de winsten worden verdeeld (Shleifer & Vishny, 1997). Een compleet contract zou idealiter elk mogelijk scenario voorzien en duidelijke richtlijnen bevatten voor hoe beide partijen moeten handelen onder verschillende omstandigheden. Dit zou betekenen dat de agent en de principaal toegang hebben tot dezelfde informatie en dat er geen onzekerheden meer bestaan over toekomstige situaties. In de praktijk is dit echter onhaalbaar, omdat niet alle toekomstige situaties te voorspellen en te contracteren zijn. Bovendien spelen factoren zoals eigenbelang, risicoaversie en beperkte rationaliteit een rol, waardoor contracten onvolledig blijven en agency problemen ontstaan. Een eerste agency probleem is adverse selection. Dit doet zich voor vóór het afsluiten van een contract, wanneer bepaalde informatie over de eigenschappen of gedragingen van een partij verborgen blijft voor de andere partij (Chrisman et al., 2004). Dit kan bijvoorbeeld leiden tot het aannemen of promoten van ongeschikte werknemers. Een tweede agency probleem is moral hazard. Dit verwijst naar situaties waarin een agent minder inspanningen levert omdat hij zelf geen direct risico loopt voor zijn handelen. Zo kan een manager bijvoorbeeld minder hard werken zonder dat de principaal hier direct zicht op heeft. Om ervoor te zorgen dat een agent in het belang van de principaal handelt, kan de principaal verschillende maatregelen nemen. Een eerste maatregel is het aanbieden van managerial incentives (Lubatkin et al., 2005).

Dit kan bijvoorbeeld door een bonussysteem waarbij het management een beloning ontvangt als de vooropgestelde doelen worden behaald. Een andere methode is het toekennen of verplicht aankopen van aandelen, waardoor het management direct belang krijgt bij het succes van de onderneming. Een tweede maatregel is investeren in informatiesystemen, zodat de principaal beter kan volgen wat de agent daadwerkelijk doet. Dit kan via monitoring, waarbij de Raad van Bestuur de prestaties van het management nauwlettend controleert en opvolgt om de belangen van de aandeelhouders te beschermen. De kosten die gepaard gaan met deze maatregelen worden in de literatuur aangeduid als agency kosten (Alchian & Woodward, 1988). De agency theorie richt zich dan ook op het minimaliseren van deze kosten door de belangen van de principaal en de agent zo veel mogelijk op één lijn te brengen. De agency theorie koppelt zich dus direct aan drukbezette bestuurders door te wijzen op de spanning tussen toezicht en controle enerzijds, en de rol van netwerken en invloed anderzijds. Drukbezette bestuurders hebben vaak te maken met beperkte tijd en middelen, waardoor hun effectiviteit als toezichthouder afneemt. Dit vergroot de kans op agency problemen, waarbij het management mogelijk handelt in eigen belang in plaats van in het belang van de aandeelhouders. Dit maakt het des te belangrijker voor ondernemingen om mechanismen te ontwikkelen die het toezicht versterken, zoals het verbeteren van de informatievoorziening, het versterken van de interne controle, en het optimaliseren van de rolverdeling binnen de Raad van Bestuur.

2.2.3.4 Stewardship theorie (Strategische rol)

De stewardship theorie beschouwt de relatie tussen principaal en agent als een partnerschap waarin de belangen van beide partijen op één lijn liggen. Managers worden in deze theorie gezien als partners die handelen in het belang van de onderneming en zich intrinsiek gemotiveerd voelen om de onderneming succesvol te maken. Dit komt doordat hun persoonlijke voldoening nauw verbonden is met het succes van de onderneming (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Ze beschouwen goed management als een morele verplichting en zetten zich actief in om de waarde van de onderneming te maximaliseren (Donaldson & Davis, 1991). Een belangrijk onderscheid tussen beide theorieën is de manier waarop managers worden gemotiveerd. Waar de agency theorie uitgaat van extrinsieke motivatie via financiële prikkels, stelt de stewardship theorie dat managers intrinsiek worden gemotiveerd door hun betrokkenheid bij de onderneming (Huse, 2005). Bovendien ligt de nadruk binnen de stewardship theorie op samenwerking. Managers stellen zich coöperatief op en streven ernaar om ondernemingsdoelstellingen te realiseren. Aangezien de belangen van de manager en de onderneming samenvallen, worden de persoonlijke behoeften van de manager vervuld wanneer de onderneming succesvol is. Volgens de stewardship theorie zullen managers geen opportunistisch gedrag vertonen, omdat ze zich sterk identificeren met de onderneming. Ze beschouwen de onderneming als een verlengstuk van zichzelf, waardoor zowel successen als mislukkingen als persoonlijk worden ervaren. Hierdoor wordt verondersteld dat er geen sprake is van een belangenconflict (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997).

2.2.3.5 Institutional theorie (Onderhoudende rol)

De kern van de institutional theorie, zoals beschreven door Ingram & Simons (1995), is dat ondernemingen worden beïnvloed en beperkt door sociale regels en zich aanpassen aan heersende sociale gewoonten. Onder druk van sociale verwachtingen is het de taak van de Raad van Bestuur om ervoor te zorgen dat de onderneming volgens de geldende normen en waarden opereert. Dit leidt in veel gevallen tot de invoering van formele controleprocedures die eerder als symbolisch kunnen worden beschouwd aangezien ze weinig bijdragen aan de werkelijke effectiviteit van de onderneming, maar nodig zijn om aan de maatschappelijke verwachtingen te voldoen. Een belangrijke kritiek op de institutional theorie is dat deze onvoldoende aandacht besteedt aan het strategisch gedrag van ondernemingen als reactie op institutionele processen. Dit kan ertoe leiden dat ondernemingen zich vooral richten op het naleven van regels in plaats van op innovatieve of prestatiegerichte besluitvorming.

2.2.3.6 Managerial hegemonie (Ondersteunende rol)

Institutionele druk op de Raad van Bestuur kan niet alleen van externe sociale verwachtingen komen, maar ook uit interne factoren binnen de onderneming. Dit effect wordt onder andere verklaard door de managerial hegemony. Volgens de managerial hegemony heeft de professionalisering van het management in ondernemingen ertoe geleid dat de Raad van Bestuur voornamelijk een symbolische en goedkeurende rol vervult. De Raad van Bestuur functioneert als een "rubber stamp" waarbij alle strategische beslissingen worden afgehandeld en beheerst door professionele managers. Deze redenering, ondersteund door het werk van Mace (1971), benadrukt dat de Raad van Bestuur enkel in crisissituaties beslissingen mogen nemen in verband met strategische besluiten. In de dagelijkse praktijk functioneren ze voornamelijk als een managementinstrument ter ondersteuning van professionele managers. De ondersteunende rol van de Raad van Bestuur wordt bepaald door zowel subjectieve als objectieve factoren. Volgens de subjectieve factoren weigeren bestuurders om onafhankelijk van het management te oordelen om de volgende redenen. Allereerst worden de meeste bestuurders door het management aangesteld waardoor ze ook door hen ontslagen kunnen worden. Daarnaast heeft de Raad van Bestuur zelf vaak invloed op de selectie van nieuwe leden, wat kan leiden tot een weinig kritische cultuur. Bovendien halen bestuurders vaak persoonlijke voordelen uit hun positie, waardoor ze geneigd zijn om te handelen in het voordeel van het management. Volgens de objectieve factoren moet de Raad van Bestuur vertrouwen op de informatie die door het management wordt verstrekt, wat kritische besluitvorming belemmert. Daarnaast missen bestuurders in veel gevallen de technische of strategische expertise om complexe beslissingen te nemen.

2.3 Strategische verandering

In de huidige bedrijfswereld is een snelle reactie van het management essentieel, waardoor strategische verandering belangrijker is dan ooit. Strategische verandering wordt gedefinieerd als een dynamisch proces binnen een onderneming dat ontstaat als reactie op de manier waarop managers interne en externe gebeurtenissen interpreteren (Boyne & Meier, 2009). Het is cruciaal om bij deze veranderingen een logische volgorde aan te houden, omdat dit de kans op een succesvolle implementatie vergroot. Daarnaast vereist de implementatie van strategische veranderingen aanzienlijke financiële middelen, die op verschillende niveaus door diverse managers worden beheerd (Pfeffer & Salancik, 1978). Hoewel stakeholders bekend staan om hun formele macht, blijft het onduidelijk in hoeverre topmanagers daadwerkelijk een actieve rol spelen in het strategieproces. De strategische verandering kan worden gemeten op basis van de intensiteit van onderzoek en ontwikkeling (O&O kosten/omzet), intensiteit van reclamevoering (reclamekosten/omzet), algemene, verkoop- en administratieve kosten (algemene, verkoop- en administratieve kosten/omzet), schuldgraad (vreemd vermogen op KT + LT/eigen vermogen), voorraadniveaus (voorraden/omzet) en op basis van terreinen, gebouwen, installaties, machines en uitrusting $[(\text{aanschaffingswaarde} - \text{geboekte afschrijving}) / \text{aanschaffingswaarde}]$ (Carpenter, 2000; Finkelstein & Hambrick, 1990; Zhang & Rajagopalan, 2010; Karaevli & Zajac, 2013).

2.4 Invloed van de Raad van Bestuur op strategische verandering

De Raad van Bestuur speelt, samen met het management, een essentiële rol in het bepalen van de strategie die de onderneming volgt. Het formuleren van een strategie is een dynamisch proces binnen de onderneming en omvat verschillende activiteiten, waaronder planning, analyse, strategisch management en besluitvorming. Daarnaast houdt het rekening met de ondernemingsvisie, -missie en -cultuur (Hart, 1992). De strategie vormt de leidraad voor de lange termijn doelstellingen van de onderneming en beschrijft met welke middelen en hoe deze doelen gerealiseerd worden (Mintzberg, 1978). In de afgelopen jaren volgen veranderingen in de externe omgeving elkaar in een steeds hoger tempo op. Factoren zoals kortere productcycli, intensere concurrentie, toenemende globalisering en versnelde technologische doorbraken dragen hieraan bij. Hierdoor wordt strategische flexibiliteit, oftewel het vermogen van een onderneming om snel van strategische richting te veranderen steeds belangrijker voor het behalen van een duurzaam concurrentievoordeel en het succes van de onderneming (Hitt et al., 1998). Het is daarom essentieel dat ondernemingen hun omgeving nauwlettend in de gaten houden om hun overlevingskansen te vergroten.

Onderzoek toont aan dat de betrokkenheid van de Raad van Bestuur bij strategische beslissingen een positieve impact kan hebben op de strategische koers en prestaties van een onderneming (Doan en Nguyen, 2018). Bovendien wordt strategische betrokkenheid steeds vaker gezien als een essentiële bijdrage aan de waardecreatie binnen een onderneming. Ondanks zijn positie als hoogste autoriteit binnen het strategisch leiderschap van een onderneming en het vermogen om een positieve impact uit te oefenen op de strategische richting en prestaties van een onderneming, blijft de Raad van Bestuur vaak terughoudend in het actief deelnemen aan strategische besluitvorming. Dit is grotendeels te wijten aan informatieasymmetrie, waarbij het management over meer en diepgaandere kennis beschikt dan de bestuurders. Daarnaast ligt de nadruk vaak op de toezichthoudende rol, waardoor strategisch ingrijpen naar de achtergrond verdwijnt. Beperkte tijd en middelen, vooral bij drukbezette bestuurders, maken diepgaande betrokkenheid moeilijk. Dominantie van de CEO, groepsdenken en risico-aversie kunnen bestuurders ervan weerhouden kritische vragen te stellen of alternatieve strategieën voor te stellen. Ook spelen juridische verantwoordelijkheden en externe druk een rol, waardoor bestuurders eerder de koers van het management volgen dan actief strategische keuzes te sturen (Adams & Ferreira, 2007; Carpenter & Westphal, 2001). Daarnaast verschilt de mate en vorm van betrokkenheid van de Raad van Bestuur tussen ondernemingen (Finkelstein et al., 2009; Heemskerk et al., 2017). De betrokkenheid van de Raad van Bestuur bij strategische beslissingen wordt gedefinieerd als de mate waarin bestuursleden deelnemen aan beslissingen met betrekking tot de verdeling van middelen die de lange termijn prestaties van de onderneming beïnvloeden. Er heerst een algemene overtuiging dat de Raad van Bestuur een actieve rol zou moeten spelen in strategische besluitvorming in het belang van de onderneming en haar aandeelhouders (Doan & Nguyen, 2018; Finkelstein et al., 2009). Verschillende theoretische kaders bieden uiteenlopende perspectieven op de rol die de Raad van Bestuur hierin zou moeten vervullen.

Een dominante benadering, voortkomend uit de agency theorie (Fama & Jensen, 1983), stelt dat de Raad van Bestuur verantwoordelijk is voor het controleren en monitoren van het management van de onderneming. Dit omvat onder meer het toezicht houden op, evalueren, selecteren en eventueel ontslaan van bestuurders (Huse et al., 2011). Vanuit de agency theorie wordt de betrokkenheid van de Raad van Bestuur bij strategische beslissingen gezien als een manier om de macht van de Raad van Bestuur te versterken en de activiteiten van het management in lijn te brengen met de belangen van de aandeelhouders.

Binnen deze benadering wordt de nadruk gelegd op de structurele kenmerken van de Raad van Bestuur, zoals professionele expertise, onafhankelijkheid en de scheiding tussen de rollen van CEO en voorzitter. Deze factoren worden beschouwd als bepalend voor de effectiviteit van de Raad van Bestuur en zijn vermogen om bij te dragen aan betere bedrijfsresultaten (Finkelstein et al., 2009; Hambrick et al., 2015). Een alternatieve benadering, gebaseerd op de resource dependency theorie (Pfeffer & Salancik, 1978), beschouwt de Raad van Bestuur als een waardevolle bron van kennis, advies en netwerk mogelijkheden. In deze rol draagt de Raad bij aan de formulering, selectie en implementatie van strategische beslissingen en de efficiënte toewijzing van middelen (Calabrò & Mussolino, 2013).

De Raad van Bestuur heeft een beslissende invloed op de strategie en de strategische veranderingen binnen de onderneming. Deze verantwoordelijkheid, ook wel de strategische rol van de Raad van Bestuur genoemd, zorgt ervoor dat de ondernemingsdoelen en het beleid op elkaar worden afgestemd. Naast het formuleren van de strategie omvat deze rol ook het nemen van belangrijke beslissingen over aanpassingen in de strategie wanneer zich veranderingen in de omgeving voordoen (Mintzberg, 1983; Zahra & Pearce, 1991). Aangezien strategische verandering mede wordt bepaald door de Raad van Bestuur, is het aannemelijk dat verschillende factoren zoals de grootte van de Raad van Bestuur, de onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur en het aantal bestuursmandaten een invloed hebben op de strategische flexibiliteit van de onderneming (Goodstein et al., 1994).

2.4.1 Grootte van de Raad van Bestuur

Grotere Raden van Bestuur worden bij het doorvoeren van strategische veranderingen regelmatig geconfronteerd met enkele uitdagingen. Allereerst blijkt uit onderzoek dat besluitvorming in grote groepen minder samenhangend verloopt en dat groepsleden minder tevredenheid en motivatie ervaren. Daarnaast leiden grotere groepen tot een toename van het aantal mogelijke interacties tussen leden, wat de coördinatie bemoeilijkt (Gladstein, 1984). Bovendien neemt de kans op coalitievorming toe, wat het risico op conflicten vergroot. Wanneer een onderneming beschikt over een grote Raad van Bestuur en er zich externe veranderingen voordoen, kunnen deze factoren het reactievermogen van de Raad van Bestuur aantasten. Een grotere Raad van Bestuur kan haar vermogen om kritische strategische veranderingen te leiden beperken en het strategische besluitvormingsproces vertragen (Harrison, 1987). Onderzoek van Goodstein et al. (1994) toont aan dat ondernemingen met een grotere Raad van Bestuur tijdens periodes van externe onrust minder geneigd zijn strategische veranderingen door te voeren en daardoor minder strategisch flexibel zijn.

2.4.2 Onafhankelijkheid van de Raad van Bestuur

Onafhankelijke bestuurders spelen een essentiële rol bij het stimuleren van strategische veranderingen binnen een onderneming. Doordat zij onafhankelijk zijn en dus geen directe banden hebben met het management en geen eigendomsbelang in de onderneming bezitten, kunnen zij een objectieve kijk bieden op belangrijke strategische beslissingen. Deze onafhankelijkheid stelt hen in staat om kritisch en rationeel te oordelen, zonder beïnvloed te worden door interne belangen of gevestigde machtsstructuren. Hierdoor dragen zij bij aan een beter onderbouwde besluitvorming en een effectieve implementatie van strategische veranderingen. De Raad van Bestuur draagt de verantwoordelijkheid voor het toezicht op het management, het formuleren van het bedrijfsbeleid en het goedkeuren van de strategische koers van de onderneming (Mirone et al., 2021; Rebeiz, 2018). De onafhankelijke bestuurders helpen bij het identificeren en tegengaan van opportunistische praktijken en bevorderen transparantie en verantwoordingsplicht binnen de besluitvormingsprocessen. Daarnaast spelen zij een sleutelrol in het beperken van winstmanipulatie en andere vormen van financieel opportunisme, waardoor de betrouwbaarheid van financiële rapportages wordt versterkt.

Hun aanwezigheid zorgt bovendien voor een meer alerte en betrokken Raad van Bestuur, die actief waakt over de optimale aanwending van middelen en het minimaliseren van overvloedige kasreserves (Cambrea et al., 2021; Saona et al., 2020). Bestaand onderzoek benadrukt de effectiviteit van onafhankelijke bestuurders als een krachtig governance instrument. Hun betrokkenheid wordt geassocieerd met betere bedrijfsresultaten, doordat zij bijdragen aan een meer strategische en risicobewuste besluitvorming. Bovendien versterken zij de bescherming van de belangen van aandeelhouders door erop toe te zien dat het management zich richt op lange termijn waardecreatie in plaats van op korte termijn winsten (Mirone et al., 2021). Verder blijkt uit onderzoek dat de aanwezigheid van onafhankelijke bestuurders leidt tot een meer efficiënte inzet van investeringen en een hoger innovatieniveau binnen ondernemingen. Dit komt doordat zij een objectieve en strategische blik werpen op investeringsbeslissingen en innovatieprojecten, wat leidt tot beter gefundeerde keuzes en een evenwichtige risico afweging (Mirza et al., 2020).

2.4.3 Het aantal bestuursmandaten

Het uitoefenen van meerdere bestuursmandaten kan bestuurders verrijken met waardevolle expertise door het verwerven van inzichten uit de verschillende ondernemingen waarin ze bestuurder zijn. Dit kan bijdragen aan strategische besluitvorming en innovatie. Tegelijkertijd wordt er op gewezen dat een overvolle agenda de aandacht en betrokkenheid van bestuurders kan verminderen, waardoor hun effectiviteit binnen elk afzonderlijk bestuur afneemt. Hoewel meerdere bestuursmandaten de toegang tot diverse perspectieven en netwerken vergroten, wijzen recente onderzoeken op mogelijke negatieve gevolgen voor de prestaties van ondernemingen. Een van de voornaamste risico's van meervoudige bestuursmandaten is het ontstaan van belangenconflicten, waarbij bestuurders de belangen van één bepaalde onderneming kunnen laten domineren ten kosten van de andere ondernemingen. Dit kan uiteindelijk resulteren in minder goede prestaties en financiële verliezen voor de onderneming (Latif et al., 2020). Daarentegen kan het beperken van het aantal bestuursmandaten de operationele prestaties, het toezicht en de strategische begeleiding binnen ondernemingen verbeteren (Brown et al., 2019).

2.5 Het effect van meervoudige bestuursmandaten

Hoeveel mandaten een bestuurder tegelijkertijd kan uitvoeren en tegelijkertijd aan alle verplichtingen kan voldoen, blijft een belangrijk onderwerp van discussie. Uit empirisch onderzoek blijkt dat er tegenwoordig twee concurrerende hypothesen bestaan over de effectiviteit van bestuurders die meervoudige mandaten vervullen. Enerzijds wordt de negatieve impact van meerdere bestuursmandaten verklaard door de busyness hypothese. Deze hypothese stelt dat bestuurders die in meerdere Raden van Bestuur zetelen, door tijdsbeperkingen niet in staat zijn om het management op een efficiënte manier te adviseren en monitoren. Anderzijds is er de reputatiehypothese, die suggereert dat drukbezette bestuurders door hun veelzijdige ervaringen het management juist effectief kunnen adviseren over diverse onderwerpen (Benson et al., 2022).

Bestuurders met meervoudige mandaten staan de laatste jaren steeds vaker onder druk. Zo is er in sommige landen, zoals België, een beperking ingevoerd voor het aantal mandaten dat een bestuurder wettelijk mag uitoefenen. Volgens de Belgische Corporate Governance Code ligt deze beperking op vijf mandaten per bestuurder. Aangezien de literatuur hierover een dubbelzinnige verklaring biedt, volgt hier een overzicht van zowel de positieve als negatieve aspecten van drukbezette bestuurders.

2.5.1 Positieve effecten van meervoudige bestuursmandaten

De reputatiehypothese benadrukt de positieve effecten die verbonden zijn aan meervoudige bestuursmandaten. Volgens deze hypothese beschikken drukbezette bestuurders over een breed netwerk en over waardevolle ervaring, waardoor ze beter in staat zijn om het management te controleren en te adviseren (Brown et al., 2019). De bestuurders kunnen waarde verlagende overnames voorkomen en bijdragen aan kostenbesparingen. Daarnaast kunnen ze fungeren als een brug tussen de onderneming en haar externe omgeving, waardoor ondernemingen makkelijker toegang krijgen tot middelen zoals kapitaal (Zahra & Pearce, 1989). Bovendien kunnen ze ook informatie verzamelen over managementstrategieën die in anderen ondernemingen worden toegepast (Booth & Deli, 1996).

De netwerken van drukbezette bestuurders kunnen op drie manieren waarde toevoegen. Allereerst kunnen deze netwerken helpen bij het verkrijgen van externe steun en middelen die de prestaties van de onderneming aanzienlijk kunnen beïnvloeden (Chakravarty & Rutherford, 2017). Daarnaast zullen drukbezette bestuurders die in de Raad van Bestuur van meerdere ondernemingen zetelen, fungeren als een communicatieve schakel tussen deze ondernemingen en kunnen ze waardevolle informatie en inzichten uit verschillende ondernemingen verzamelen en verspreiden (Zahra & Pearce, 1989). Dit kan leiden tot verbeterde prestaties van de onderneming en een breder netwerk van zakelijke netwerken (Hung, 1998). Ten slotte dragen drukbezette bestuurders bij aan de legitimiteit van de onderneming, zo kan een bestuurder met een sterke reputatie het imago van de onderneming versterken en zo het vertrouwen van investeerders en andere stakeholders vergroten. Het onderzoek van Kiel & Nicholson (2006) toont aan dat bestuurders die in meerdere Raden van Bestuur actief zijn, een positieve invloed kunnen hebben op corporate governance. Deze bestuurders benutten hun invloed om positieve verbeteringen op het gebied van corporate governance te verspreiden in hun Raden van Bestuur. Dankzij hun kwaliteitsvolle imago en sterke reputatie worden hun voorstellen sneller geaccepteerd, waardoor de ondernemingen waar zij actief zijn doorgaans bovengemiddelde corporate governance scores behalen, wat de transparantie, verantwoording en strategische prestaties van de ondernemingen ten goede komt.

Lee & Lee (2014) benadrukken dat voornamelijk ondernemingen met een grote behoefte aan strategisch advies en kennis voordeel kunnen halen uit het aanstellen van ervaren bestuurders met meerdere bestuursmandaten. Deze bestuurders hebben door hun brede netwerk en uitgebreide ervaring de capaciteit om complexe vraagstukken te analyseren en doeltreffende oplossingen aan te reiken. Mede dankzij hun kennis in verschillende sectoren kunnen zij bijdragen aan innovatieve strategieën en verbeterde besluitvorming binnen de onderneming. In lijn met de stelling dat ervaren en drukbezette bestuurders een belangrijke rol spelen bij strategische besluitvorming, tonen Harris & Shimizu (2004) aan dat ondernemingen met een hoog percentage drukbezette bestuurders in de Raad van Bestuur doorgaans betere resultaten behalen bij fusies en overnames. Deze bestuurders hebben vaak meer ervaring met dergelijke transacties en beschikken over de kennis en het netwerk om ondernemingen te begeleiden bij het identificeren van geschikte overnamekandidaten, het onderhandelen van gunstige voorwaarden en het integreren van de overgenomen onderneming. Hierdoor kunnen zij bijdragen aan het maximaliseren van aandeelhouderswaarde en het beperken van risico's die gepaard gaan met fusies en overnames.

Bravo & Reguera-Alvarado (2017) onderstrepen eveneens het strategische belang van bestuurders met meerdere bestuursmandaten. Zij stellen dat deze bestuurders, dankzij hun opgebouwde kennis, ervaring en uitgebreide netwerken, een sleutelrol spelen bij het vormgeven van de algemene bedrijfsstrategie. Hun onderzoek wijst uit dat drukbezette bestuurders een positieve invloed hebben op investeringsbeslissingen binnen de onderneming, met name op het gebied van research & development. Door hun blootstelling aan diverse sectoren en innovatieve ontwikkelingen kunnen zij bijdragen aan een effectiever beleid. Daarnaast wijzen Bravo & Reguera-Alvarado (2017) ook op een keerzijde. Wanneer bestuurders een bepaald aantal mandaten overschrijden, kan tijdsgebrek een belemmering vormen voor hun effectieve betrokkenheid. In dergelijke gevallen kunnen zij hun toezichthoudende rol niet optimaal vervullen, wat kan leiden tot een verminderde controle over het management en een gebrek aan initiatief bij cruciale strategische beslissingen.

2.5.2 Negatieve effecten van meervoudige bestuursmandaten

De busyness hypothese benadrukt de negatieve effecten die verbonden zijn aan meervoudige bestuursmandaten. Volgens deze hypothese bestaat er een negatief verband tussen het aantal bestuursmandaten en de prestaties van een onderneming. Dit komt voornamelijk door tijdsbeperkingen. Drukbezette bestuurders hebben vaak onvoldoende tijd om effectief bij te dragen aan de besluitvorming binnen de Raad van Bestuur, wat de kwaliteit van deze beslissingen kan aantasten. Hierdoor zouden zij minder toezicht houden op het management, wat kan leiden tot een zwakkere corporate governance (Kiel & Nicholson, 2006). De agency theorie vormt de basis van de busyness hypothese en stelt dat bestuurders geacht worden de belangen van de onderneming te behartigen. In de praktijk kan dit echter anders uitpakken, vooral wanneer agency conflicten ontstaan. Deze conflicten doen zich voor wanneer bestuurders hun eigen belangen boven die van de onderneming plaatsen, bijvoorbeeld doordat tijdsgebrek hun controlefunctie verzwakt.

Drukbezette bestuurders worden hierdoor minder effectief in het toezicht op het management en kunnen fouten maken bij strategische beslissingen wat kan leiden tot een daling van de bedrijfswaarde (Latif et al., 2020).

Meervoudige bestuursmandaten kunnen er ook toe leiden dat drukbezette bestuurders zich op een onethische manier gaan gedragen, wat in de academische literatuur als een belangrijk nadeel wordt beschouwd (Latif et al., 2020). De stijgende vraag naar ervaren bestuurders zonder een evenredige toename in het aanbod heeft ertoe geleid dat ondernemingen aantrekkelijke voordelen moesten bieden om hen aan te trekken. Dit buitensporige beloningspakket maakt het voor bestuurders aantrekkelijk om meerdere mandaten te aanvaarden, ondanks de bijkomende werkdruk. Hierdoor kunnen bestuurders geneigd zijn zich meer in te zetten voor hun eigen belangen in plaats van die van de aandeelhouders. Dit kan leiden tot slechte ondernemingsprestaties, aangezien ze genieten van vergoedingen zonder voldoende toezicht te houden op het management. Daarnaast wijzen Latif et al. (2020) erop dat drukbezette bestuurders vaker bestuursvergaderingen missen, wat hun effectiviteit verder ondermijnt.

Het onderzoek van Baccouche et al. (2014) richt zich op de impact van drukbezette bestuurders op bestuursvergaderingen. Uit hun bevindingen blijkt dat bestuursleden voldoende tijd nodig hebben om zich voor te bereiden op vergaderingen, zodat zij complexe vraagstukken kunnen begrijpen, analyseren en bespreken met het management. Dit stelt hen in staat om goed onderbouwde beslissingen te nemen tijdens de bijeenkomsten. Deze voorbereiding blijkt tijdsintensief te zijn wat problematisch kan worden wanneer een bestuurder meerdere bestuursmandaten heeft. In zulke gevallen bestaat het risico dat de bestuurder onvoldoende tijd heeft om zich grondig in te werken in de agendapunten of, in extreme gevallen, vergaderingen zelfs niet kan bijwonen. Bij het beoordelen van de impact van drukbezette bestuurders is het essentieel om een onderscheid te maken tussen interne en externe bestuurders. Interne bestuurders, die nauw verbonden zijn met de onderneming, voelen een sterke verantwoordelijkheid en zijn doorgaans sterk gemotiveerd om actief deel te nemen aan vergaderingen. Zij beschouwen het bijwonen van bestuursvergaderingen als een essentieel onderdeel van hun mandaat en doen er alles aan om aanwezig te zijn.

Externe bestuurders daarentegen hebben vaak bestuursverantwoordelijkheden in meerdere ondernemingen, wat ertoe kan leiden dat zij bestuursvergaderingen als minder prioritair beschouwen. Hierdoor zijn zij sneller geneigd een vergadering te missen of zich minder grondig voor te bereiden, wat een negatieve invloed kan hebben op de besluitvorming en de algemene governance van de onderneming. Dit onderstreept het belang van een gebalanceerde samenstelling van de Raad van Bestuur en een weloverwogen benadering bij het toekennen van bestuursmandaten.

3. Hypotheseopbouw

3.1 Reputatiehypothese

De reputatiehypothese stelt dat drukbezette bestuurders over meer ervaring en een uitgebreider netwerk beschikken dan hun minder drukbezette tegenhangers, aangezien zij door hun reputatie meerdere bestuursmandaten uitoefenen en waardevolle netwerken hebben opgebouwd (Brown et al., 2019). Dankzij hun uitgebreide expertise en netwerk kunnen zij het management beter adviseren en effectiever toezicht houden dan bestuurders met slechts één of enkele mandaten. Volgens deze hypothese draagt het uitoefenen van meerdere bestuursmandaten bij aan een hogere kwaliteit van bestuurders en versterkt het hun waarde binnen de Raad van Bestuur (Fama & Jensen, 1983). Ook binnen de agency theorie worden drukbezette bestuurders als voordelig beschouwd. Hun ervaring stelt hen in staat om strikter toezicht te houden op het management en zo de belangen van de aandeelhouders beter te beschermen. Doordat zij beter in staat zijn om de activiteiten en beslissingen van het management kritisch te evalueren, kunnen zij voorkomen dat het management financiële beslissingen neemt die de onderneming kan schaden (Ferris, Jagannathan, & Pritchard, 2003).

In een recent onderzoek van Becht et al. (2021) werd de relatie tussen de reputatie van bestuurders en de samenstelling van de Raad van Bestuur binnen Europese ondernemingen onderzocht. Aan de hand van gegevens van meer dan 4.000 Europese ondernemingen analyseerden ze de samenstelling van het bestuur, met aandacht voor het aantal onafhankelijke bestuurders en de aanwezigheid van bestuurders met een sterke reputatie. De resultaten toonden aan dat ondernemingen met een hogere reputatie niet alleen een groter aandeel onafhankelijke bestuurders hebben, maar ook vaker bestuurders met een sterke reputatie aantrekken in vergelijking met ondernemingen met een lagere reputatie. Dit wijst erop dat bestuurders met een sterke reputatie vaker worden aangetrokken door ondernemingen met een goede naam en dat zij mogelijk bijdragen aan betere bedrijfsresultaten. Een opvallende bevinding van dit onderzoek was dat de positieve impact van bestuurders met een sterke reputatie op de prestaties van de onderneming verder werd versterkt wanneer zij samenwerkten met een groter aantal onafhankelijke bestuurders. Dit wijst erop dat niet alleen de individuele kwaliteiten van een bestuurder belangrijk zijn, maar dat ook de bredere samenstelling van de Raad van Bestuur een essentiële rol speelt in het maximaliseren van de voordelen van ervaren en gerespecteerde bestuurders.

Vanuit de reputatiehypothese kunnen we de volgende hypothese opstellen:

H1a: *drukbezette bestuurders hebben een positief effect op de strategische verandering*

3.2 Busyness hypothese

In tegenstelling tot de reputatiehypothese, die de voordelen benadrukt van meerdere bestuursmandaten, richt de busyness hypothese zich op de nadelen van meerdere bestuursmandaten. In het onderzoek van Eliezer, Fich & Shivdasani (2006) wordt aangetoond dat het uitoefenen van meerdere bestuursmandaten de prestaties van de onderneming negatief kan beïnvloeden. Volgens het onderzoek hebben drukbezette bestuurders onvoldoende tijd om hun verantwoordelijkheden als bestuurslid volwaardig uit te voeren. Hierdoor lijdt zowel het toezicht als de besluitvorming binnen de onderneming aan efficiëntieverlies. Deze bevindingen worden verder bevestigd door het onderzoek van Harris & Shimizu (2004), die eveneens concludeert dat bestuurders met meerdere bestuursmandaten hun taken minder goed vervullen ten opzichte van hun minder drukbezette collega's.

Daarnaast onderzocht Jiraporn (2009) de relatie tussen de besluitvorming binnen de Raad van Bestuur en het aantal bestuurdersmandaten van een bestuurder. Zijn bevindingen tonen aan dat bestuurders met meerdere bestuursmandaten minder betrokken waren bij de besluitvorming en minder aanwezig zijn bij vergaderingen. Dit gebrek aan participatie heeft een negatieve impact op de kwaliteit van de besluitvorming binnen de Raad van Bestuur en ondermijnt daarmee de corporate governance van de onderneming. Naast de voordelen van het opbouwen van waardevolle netwerken, brengt het uitoefenen van meerdere bestuursmandaten ook het risico op belangenconflicten met zich mee. Loderer en Peyer (2002) stellen dat zakelijke relaties die bestuurders opbouwen door hun verschillende mandaten de objectiviteit van hun beslissingen kunnen beïnvloeden. Het onderzoek van Jiraporn (2009) ondersteunt dit en suggereert dat bestuurders met meerdere mandaten, vooral wanneer deze binnen dezelfde sector vallen, een verhoogd risico lopen op belangenconflicten. Bovendien wijst het onderzoek uit dat ondernemingen met bestuurders die meerdere bestuursmandaten uitoefenen, over het algemeen slechter presteren dan ondernemingen waarvan de bestuurders zich volledig kunnen focussen op het besturen van één onderneming.

Vanuit de busyness hypothese kunnen we de volgende hypothese opstellen:

H1b: *drukbezette bestuurders hebben een negatief effect op de strategische verandering*

4. Methodologie

In dit hoofdstuk wordt de methodologische aanpak van het empirisch onderzoek toegelicht, aansluitend op de bevindingen uit de literatuurstudie en de uiteenzetting van de hypothesen. Allereerst wordt besproken welke soorten data binnen dit onderzoek worden gebruikt en op welke wijze deze data zijn verzameld. Hierbij wordt specifiek ingegaan op de herkomst van de dataset en de selectiecriteria die zijn gehanteerd bij het samenstellen ervan. In dit kader wordt ook uitgelegd hoe gegevens uit de Bel-first database zijn gebruikt om een representatieve dataset op te bouwen. Vervolgens wordt een gedetailleerde uiteenzetting gegeven van de afhankelijke en onafhankelijke variabelen die in dit onderzoek worden geanalyseerd. Hierbij wordt niet alleen aangegeven welke variabelen centraal staan, maar ook hoe deze theoretisch worden onderbouwd en waarom ze relevant zijn binnen de context van het onderzoek. Tot slot wordt toegelicht op welke manier de variabelen worden gemeten, welke meeteenheden en methoden daarbij worden gehanteerd en hoe de gegevens uiteindelijk worden verwerkt en geanalyseerd.

4.1 Dataverzameling

De gegevens voor de analyse in deze masterthesis zijn verzameld via de digitale database Bel-first, een uitgebreide gegevensbron die wordt uitgegeven door Bureau van Dijk. Deze database bevat gedetailleerde informatie over ondernemingen in België en Luxemburg, waaronder jaarrekeningen, aandelenstructuren en een uitgebreide reeks aan financiële kerncijfers. Dankzij de uitgebreide en gestructureerde aard van deze databank is het mogelijk om een representatieve dataset samen te stellen die voldoet aan de specifieke criteria van dit onderzoek. Voor de samenstelling van de dataset is er bewust gekozen om enkel Belgische beursgenoteerde bedrijven op te nemen. Dit zorgt ervoor dat het onderzoek zich richt op ondernemingen waarvan voldoende publieke en betrouwbare financiële gegevens beschikbaar zijn. Echter, om de betrouwbaarheid en relevantie van de analyse te garanderen, werd er een verdere selectie doorgevoerd om vertekening van de resultaten te voorkomen.

De selectieprocedure binnen Bel-first verliep in meerdere fasen. In eerste instantie werd een filter toegepast om uitsluitend beursgenoteerde ondernemingen in de dataset op te nemen. Na deze eerste selectie bleven er 196 ondernemingen over. Vervolgens werd er een geografische filter ingesteld om de analyse te beperken tot ondernemingen gevestigd in Vlaanderen, Wallonië en het Brussels Hoofdstedelijk Gewest. Ondernemingen die gevestigd zijn in het Groothertogdom Luxemburg werden uitgesloten, aangezien de regelgeving en marktdynamiek daar kunnen afwijken van de Belgische context.

Na deze tweede filter bleef de dataset over met 133 ondernemingen. Daarnaast werd voor de berekening van de strategische verandering een aanvullende filter toegepast, waarbij enkel ondernemingen werden geselecteerd waarvan de jaarrekeningen voor de boekjaren 2021, 2022 en 2023 beschikbaar waren. Op die manier kon de analyse worden gebaseerd op de meest recente en volledige financiële gegevens. Voor de analyse van de bestuursmandaten werd daarentegen uitsluitend gekeken naar het meest recente boekjaar waarvoor gegevens beschikbaar waren, namelijk 2023. Om een verdere verfijning door te voeren, werd er een manuele codering toegepast om financiële instellingen volledig uit de dataset te verwijderen. Dit gebeurde aan de hand van de NACE-BEL codes, een gestandaardiseerd classificatiesysteem voor economische activiteiten. Specifiek werden ondernemingen die onder NACE-BEL code 64 vielen, waaronder banken en financiële holdings, uitgesloten van de steekproef. Deze ondernemingen hanteren namelijk een fundamenteel verschillend bedrijfsmodel en financiële structuur in vergelijking met niet-financiële ondernemingen, wat de vergelijkbaarheid van de resultaten zou kunnen beïnvloeden. Hierdoor blijft er uiteindelijk een dataset met 99 ondernemingen over. Door deze nauwgezette selectieprocedure werd een dataset samengesteld die uitsluitend bestaat uit relevante niet-financiële beursgenoteerde ondernemingen in België. Dankzij deze zorgvuldige dataverzameling en filtering vormt de uiteindelijke dataset een solide basis voor verdere analyses. De gehanteerde methodologie zorgt ervoor dat de resultaten representatief en betrouwbaar zijn binnen de context van dit onderzoek.

4.2 Variabelen

De volgende stap is het identificeren en opsommen van alle variabelen die in dit onderzoek worden gebruikt. Daarnaast wordt toegelicht op welke manier deze variabelen worden gemeten.

4.2.1 Afhankelijke variabele

De afhankelijke variabele in dit onderzoek is strategische verandering. In plaats van een eendimensionale benadering, waarbij slechts één aspect van strategische verandering wordt gemeten, wordt in dit onderzoek een meeromvattende methode gehanteerd. Eerder onderzoek heeft strategische verandering bijvoorbeeld enkel geanalyseerd op basis van wijzigingen in productdiversificatie of de intensiteit van onderzoek en ontwikkeling (Wiersema & Bantel, 1992). Voor dit onderzoek wordt echter een bredere definitie gehanteerd, zoals eerder gebruikt in verschillende wetenschappelijke onderzoeken (Carpenter, 2000; Finkelstein & Hambrick, 1990; Zhang & Rajagopalan, 2010; Karaevli & Zajac, 2013). De meting van strategische verandering wordt in dit onderzoek gebaseerd op zes indicatoren, namelijk: (1) intensiteit van reclamevoering, (2) intensiteit van onderzoek en ontwikkeling, (3) nieuwigheid van terreinen, gebouwen, installaties, machines en uitrusting, (4) algemene, verkoop- en administratieve kosten, (5) voorraadniveaus en (6) schuldgraad. Deze zes indicatoren bieden een uitgebreide benadering om strategische verandering binnen ondernemingen kwantitatief te analyseren. Vanwege beperkingen in de beschikbaarheid en volledigheid van de data is het slechts mogelijk om vier van de zes indicatoren effectief te verwerken in de empirische analyse. Een overzicht van deze strategische dimensies wordt weergegeven in de onderstaande tabel.

Strategische indicatoren	Berekeningswijze
(1) Intensiteit van reclamevoering	Reclamekosten/Omzet
(2) Intensiteit onderzoek en ontwikkeling	O&O kosten/Omzet
(3) Nieuwheid van terreinen, gebouwen, installaties, machines en uitrusting	Boekwaarde activa/Brutowaarde activa
(4) Non production overhead	Algemene, verkoops- en administratieve kosten/Omzet
(5) Voorraadniveau	Voorraden/Omzet
(6) Schuldgraad	Schulden/Omzet

Tabel 4.1: Strategische indicatoren (Karaevli & Zajac, 2013)

Op basis van de Bel-first database werd onderzocht welke van de geselecteerde strategische dimensies beschikbaar zijn voor analyse. Hierbij werd vastgesteld dat niet alle indicatoren direct uit de jaarrekeningen konden worden afgeleid, waardoor enkele aanpassingen in de meetmethoden noodzakelijk waren. Aangezien de kosten met betrekking tot onderzoek en ontwikkeling (O&O) door de meeste ondernemingen niet expliciet worden vrijgegeven, wordt dimensie (2) gemeten aan de hand van de rekening "immateriële vaste activa". Deze rekening omvat onder andere de geactiveerde onderzoeks- en ontwikkelingskosten en biedt daarom een bruikbaar alternatief. Voor dimensie (3), die betrekking heeft op de nieuwheid van terreinen, gebouwen, installaties, machines en uitrusting wordt een gecombineerde berekening toegepast. Dit gebeurt door de rekeningen "Terreinen en Gebouwen" en "Installaties, machines en uitrusting" samen te nemen. Dimensies (5) en (6), respectievelijk voorraadniveaus en schuldgraad, zijn direct beschikbaar in de jaarrekening en vereisen geen alternatieve meetmethode. Uit het onderzoek bleek echter dat dimensies (1) en (4) niet afzonderlijk gerapporteerd worden. Dit betekent dat reclamekosten en kosten niet gerelateerd aan de productie niet expliciet terug te vinden zijn in de jaarrekeningen. Als alternatief wordt daarom gekeken naar de bredere kostenpost "diensten en diverse goederen", die een inschatting kan geven van deze uitgaven. Door deze aanpassingen wordt verzekerd dat zoveel mogelijk relevante gegevens beschikbaar blijven voor de analyse, zonder afbreuk te doen aan de multidimensionale benadering van strategische verandering.

Het blijft essentieel om vast te houden aan een multidimensionale benadering bij het meten van strategische verandering, zelfs wanneer niet alle gegevens voor elke afzonderlijke dimensie volledig beschikbaar zijn. Dit komt doordat de verschillende indicatoren elkaar aanvullen en samen een breed en gedetailleerd beeld schetsen van de strategische veranderingen binnen een onderneming. Volgens het onderzoek van Karaevli en Zajac (2013) focust elke indicator op een specifieke en cruciale dimensie van het strategisch profiel van een onderneming. Door meerdere dimensies te combineren, wordt een vollediger inzicht verkregen in hoe ondernemingen hun strategie aanpassen over een bepaalde periode. Een bijkomend voordeel van deze multidimensionale aanpak is dat de gebruikte indicatoren een betrouwbare vergelijkbaarheid bieden tussen ondernemingen uit verschillende sectoren. Dit betekent dat strategische verandering op een gestandaardiseerde manier kan worden geanalyseerd, ongeacht de sector waarin een onderneming actief is. Hierdoor kunnen ondernemingen op een consistente wijze worden geëvalueerd en kunnen patronen in strategische aanpassingen beter worden geïdentificeerd.

Gezien de omvang en praktische haalbaarheid van dit onderzoek, wordt bewust afgeweken van de oorspronkelijke maatstaf voor strategische verandering zoals voorgesteld door Karaevli en Zajac (2013). Hoewel het essentieel blijft om een methode te hanteren die zowel wetenschappelijk onderbouwd als robuust is, dient deze ook toepasbaar te zijn binnen de specifieke context en beperkingen van dit onderzoek. Om die reden wordt gekozen voor de alternatieve benadering van Carpenter (2000), die beter aansluit bij de beschikbare dataset en onderzoeksopzet. Binnen deze methode wordt voor elke dimensie de standaardafwijking berekend over een periode van drie opeenvolgende boekjaren (2021 tot en met 2023), wat inzicht biedt in de mate van verandering binnen een onderneming. De afzonderlijke scores van alle dimensies worden vervolgens bij elkaar opgeteld, resulterend in een samengestelde index voor strategische verandering. Een hogere score op deze index wijst op een grotere mate van strategische aanpassing, wat impliceert dat de onderneming gedurende de geanalyseerde periode ingrijpende wijzigingen in haar strategie heeft doorgevoerd. Door deze systematische en kwantitatieve benadering wordt een objectieve en consistente meetmethode gecreëerd die toelaat ondernemingen op een betrouwbare manier te evalueren wat betreft hun strategische veranderingsgraad.

4.2.2 Onafhankelijke variabele

In deze masterthesis worden drukbezette bestuurders gedefinieerd als onafhankelijke variabele binnen de analyse. Om deze variabele op een consistente en wetenschappelijk onderbouwde manier te kunnen onderzoeken, is het noodzakelijk om duidelijk af te bakenen vanaf welk aantal bestuursmandaten een bestuurder als drukbezet wordt beschouwd. Uit de literatuurstudie is gebleken dat hierover geen eenduidige richtlijnen bestaan. Verschillende onderzoekers en organisaties hanteren uiteenlopende maatstaven, wat de noodzaak onderstreept om deze variabele zorgvuldig af te bakenen alvorens over te gaan tot de empirische analyse.

Om een onderbouwde keuze te maken, maakt dit onderzoek gebruik van verschillende maatstaven om te achterhalen of een bestuurder als drukbezet kan worden beschouwd. Drie veelvoorkomende indicatoren, die reeds in eerdere wetenschappelijke onderzoeken zijn gehanteerd, worden toegepast, namelijk: het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder, het percentage van drukbezette bestuurders en een drukbezette raad van bestuur. Door deze drie maatstaven gezamenlijk te hanteren, wordt een multidimensionale benadering toegepast, die een meer accurate en robuuste inschatting biedt van bestuurlijke drukte binnen ondernemingen (Harris & Shimizu, 2004; Fich & Shivdasani, 2006; Latif et al., 2020).

De eerste maatstaf betreft het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder. Dit wordt berekend door het totale aantal bestuursmandaten binnen een onderneming te delen door het totale aantal bestuurders. Deze maatstaf geeft een bredere indicatie van de werkdruk die binnen een Raad van Bestuur verdeeld is en biedt aanvullende inzichten in de mate waarin bestuursleden meerdere verplichtingen combineren. Naast het gemiddelde aantal mandaten per bestuurder wordt een tweede maatstaf gehanteerd, namelijk het percentage drukbezette bestuurders binnen een onderneming. Dit wordt berekend door het aantal bestuurders dat als drukbezet wordt beschouwd te delen door het totale aantal bestuurders in de betreffende onderneming. Deze maatstaf biedt een direct inzicht in de mate waarin een onderneming te maken heeft met bestuurders die meerdere mandaten combineren. Hoe hoger dit percentage, hoe groter de mogelijke impact van bestuurlijke drukte op de besluitvorming en governance van de onderneming. Beide maatstaven zijn gekozen in lijn met eerdere wetenschappelijke onderzoeken die deze methodologie hanteerden, zoals Latif et al. (2020) en Benson et al. (2022).

Naast de individuele maatstaven die worden gebruikt om te bepalen of een bestuurder als drukbezet kan worden beschouwd, is het eveneens van belang om een drempelwaarde vast te stellen waarmee kan worden bepaald wanneer een volledige Raad van Bestuur collectief als drukbezet wordt beschouwd. In de academische literatuur zijn hieromtrent geen eenduidige richtlijnen terug te vinden. Daarom wordt in deze masterthesis aansluiting gezocht bij de methode van Fich & Shivdasani (2004), waarbij een Raad van Bestuur als drukbezet wordt beschouwd indien ten minste 50% van de bestuurders drukbezet is. Op basis van deze drempelwaarde wordt de variabele drukbezette Raad van Bestuur gedefinieerd als een dichotome variabele. Dit betekent dat de variabele een waarde van 1 krijgt indien 50% of meer van de leden van de Raad van Bestuur als drukbezet wordt geclassificeerd. Indien minder dan 50% van de bestuurders drukbezet is, krijgt de variabele de waarde 0. Door deze maatstaven te hanteren, kan op een wetenschappelijk onderbouwde manier worden geanalyseerd in hoeverre bestuurlijke drukte binnen ondernemingen aanwezig is en welke mogelijke impact dit kan hebben op de werking en effectiviteit van de Raad van Bestuur.

Er bestaan verschillende perspectieven over het maximaal aantal bestuursmandaten dat een bestuurder kan uitoefenen zonder dat dit een negatieve impact heeft op de kwaliteit van zijn of haar besluitvorming en toezicht. Volgens de Belgische Corporate Governance Code mogen bestuurders niet meer dan vijf bestuursmandaten uitoefenen in beursgenoteerde ondernemingen. Bestuurders die deze grens overschrijden, worden in dit kader als drukbezet beschouwd. De National Association of Corporate Directors (NACD, 1996), afkomstig uit de Verenigde Staten, hanteert een striktere richtlijn waarbij wordt aangeraden dat bestuurders niet meer dan drie externe mandaten uitoefenen. Deze aanbeveling is gebaseerd op de veronderstelling dat een groter aantal mandaten kan leiden tot verminderde aandacht en betrokkenheid, wat een negatieve impact kan hebben op het functioneren van de Raad van Bestuur. Ook binnen de academische literatuur wordt regelmatig een grens van drie mandaten gehanteerd als maatstaf om te bepalen of een bestuurder als drukbezet wordt beschouwd (Fich & Shivdasani, 2006; Ferris et al., 2003; Jiraporn et al., 2008). Deze maatstaf wordt vaak onderbouwd door empirische onderzoeken die aantonen dat bestuurders met meer dan drie mandaten een lagere effectiviteit vertonen en mogelijk minder tijd en middelen kunnen besteden aan hun verantwoordelijkheden binnen een specifieke onderneming.

Gezien de uiteenlopende adviezen en criteria in de bestaande literatuur, is het correct identificeren en selecteren van bestuursmandaten binnen de dataset een complex maar cruciaal proces. Het is essentieel om een nauwkeurige en consistente classificatie van de data door te voeren, zodat de onderzoeksresultaten betrouwbaar en betekenisvol zijn. Voor deze masterthesis hanteren we de definitie dat een bestuurder als drukbezet wordt beschouwd wanneer hij of zij drie of meer bestuursmandaten tegelijkertijd uitoefent. Deze drempel werd bewust gekozen boven de richtlijn van vijf mandaten, zoals voorgesteld in de Belgische Corporate Governance Code, omdat ze beter aansluit bij de wetenschappelijke literatuur. Bovendien wordt de grens van drie mandaten frequent gehanteerd in empirische onderzoeken, waaronder die van Fich & Shivdasani (2006), Jiraporn et al. (2008), Lee & Lee (2014) en Latif et al. (2020).

Rekening houdend met het gegeven dat we in deze masterthesis spreken van drukbezette bestuurders wanneer er drie of meer mandaten tegelijkertijd worden uitgeoefend, worden de gemaakte veronderstellingen voorgesteld aan de hand van de volgende definities:

Gemiddeld aantal mandaten = *Totaal aantal mandaten/Totaal aantal bestuurders*

Percentage drukbezette bestuurders = *Aantal drukbezette bestuurders/Totaal aantal bestuurders*

Drukbezette Raad van Bestuur (dummyvariabele):

1 als $\geq 50\%$ drukbezette bestuurders

0 als $< 50\%$ drukbezette bestuurders

4.2.3 Controlevariabelen

In dit onderzoek worden drie controlevariabelen opgenomen, omdat deze mogelijk invloed uitoefenen op de afhankelijke variabele. Het is daarom noodzakelijk om ze in het model op te nemen om te vermijden dat de resultaten vertekend worden. Wanneer relevante variabelen worden weggelaten terwijl ze wel invloed uitoefenen, kan dit leiden tot omitted variable bias. Dit kan ertoe leiden dat het model verkeerd wordt geïnterpreteerd en dat er foutieve conclusies worden getrokken. Door controlevariabelen op te nemen, kunnen we uitsluiten dat het verband tussen drukbezette bestuurders en strategische verandering eigenlijk wordt verklaard door andere factoren. In dit onderzoek worden de omvang van de Raad van Bestuur, de leeftijd van de onderneming en de grootte van de onderneming als controlevariabelen gebruikt.

4.2.3.1 Omvang Raad van Bestuur

De omvang van de Raad van Bestuur kan een belangrijke rol spelen in de mate waarin een onderneming in staat is om strategische veranderingen door te voeren. Een grotere Raad van Bestuur kan voordelen bieden doordat er meer diversiteit is in kennis, ervaring en perspectieven. Dit kan leiden tot een bredere kijk op strategische vraagstukken en kan de kans vergroten dat vernieuwende ideeën en initiatieven worden besproken en geïmplementeerd. In dat opzicht kan een grotere Raad van Bestuur de strategische wendbaarheid van een onderneming versterken. Tegelijkertijd brengt een grotere Raad van Bestuur ook nadelen met zich mee. Naarmate er meer leden zetelen in de Raad van Bestuur, wordt het besluitvormingsproces vaak complexer en trager. De coördinatie tussen leden kan moeizamer verlopen, en er kan meer sprake zijn van meningsverschillen of zelfs interne conflicten. Dit kan ertoe leiden dat strategische beslissingen uitgesteld worden of dat er compromissen moeten worden gesloten die de effectiviteit van veranderingen ondermijnen. Gezien deze tegenstrijdige inzichten is het van belang om de omvang van de Raad van Bestuur op te nemen als controlevariabele in dit onderzoek. Zo kan worden nagegaan of het verband tussen drukbezette bestuurders en strategische verandering mogelijk beïnvloed wordt door de grootte van de Raad van Bestuur (Minichilli et al., 2009).

4.2.3.2 Grootte van een onderneming

De grootte van een onderneming beïnvloedt eveneens de mate waarin strategische verandering plaatsvindt. Volgens Hannan en Freeman (1984) vertonen grotere ondernemingen een beperkte aanpassingscapaciteit, wat betekent dat zij minder flexibel zijn en trager reageren op veranderingen in de omgeving. Deze zwaarte maakt het moeilijker om snel en efficiënt aanpassingen door te voeren, waardoor grotere ondernemingen doorgaans minder geneigd zijn om strategische veranderingen door te voeren. Kleinere ondernemingen daarentegen zijn doorgaans wendbaarder en flexibeler, wat zich vertaalt in een grotere bereidheid en mogelijkheid tot verandering. Binnen dit onderzoek wordt de grootte van de onderneming gemeten aan de hand van het totaal der activa, zoals weergegeven in de jaarrekening.

4.2.3.3 Leeftijd van een onderneming

De leeftijd van ondernemingen beïnvloedt hun bereidheid tot verandering. Jongere ondernemingen staan doorgaans meer open voor verandering en zijn sneller geneigd om nieuwe structuren of strategieën te implementeren. Dit komt doordat zij minder vastzitten in bestaande processen en minder afhankelijk zijn van oude systemen. Oudere ondernemingen, daarentegen, hebben vaak aanzienlijke investeringen gedaan in vaardigheden, middelen en structuren die specifiek zijn afgestemd op hun huidige werking. Deze gevestigde systemen maken verandering moeilijker en kostbaarder, waardoor oudere ondernemingen zich doorgaans voorzichtiger en terughoudender opstellen ten opzichte van strategische vernieuwing (Hannan & Freeman, 1984).

4.3 Verwerking gegevens

In dit onderdeel wordt een overzicht gegeven van de softwarepakketten die gebruikt zullen worden voor de verwerking en analyse van de gegevens. Allereerst wordt Microsoft Excel ingezet om de benodigde data uit de Bel-first database te exporteren. Deze stap stelt ons in staat om de ruwe gegevens op een gestructureerde manier te verzamelen en te ordenen. Vervolgens worden in Excel de variabelen berekend en voorbereid voor verdere analyse. Daarna worden de bewerkte gegevens geïmporteerd in STATA 12.1, een gespecialiseerd statistisch softwarepakket. STATA wordt gebruikt voor de uitvoering van de statistische analyses, waarmee uiteindelijk een onderbouwd antwoord kan worden geformuleerd op de vooropgestelde hypothesen. Daarnaast worden in STATA beschrijvende statistieken uitgevoerd, wat helpt om een algemeen beeld te vormen van de dataset. Dit omvat onder andere het berekenen van gemiddelden, spreidingsmaten en frequentieverdelingen, waardoor inzicht wordt verkregen in de verdeling en kenmerken van de variabelen. STATA werd als softwarepakket gekozen vanwege zijn grotere flexibiliteit, krachtigere analysemogelijkheden en betere ondersteuning voor econometrisch onderzoek. Dankzij het gebruik van do-files laat STATA toe om analyses transparant en reproduceerbaar uit te voeren. Het programma is bijzonder geschikt voor geavanceerde modellen zoals fixed effects, instrumentele variabelen en paneldata-analyse, waar SPSS vaak tekortschiet of extra modules vereist. Bovendien verwerkt STATA grote datasets efficiënter en biedt het uitgebreidere tools voor outlierdetectie en robuuste analyses. Voor academisch en economisch onderzoek is STATA daardoor doorgaans de meer geschikte keuze.

5. Empirisch onderzoek

In dit hoofdstuk worden de hypothesen empirisch getoetst aan de hand van de verzamelde data. Het doel is om vast te stellen in hoeverre de theoretisch geformuleerde verwachtingen in lijn liggen met de daadwerkelijke waarnemingen. Hiervoor wordt gebruikgemaakt van statistische analysetechnieken, waarbij regressieanalyse als belangrijkste methode wordt ingezet. De dataset omvat 99 Belgische beursgenoteerde ondernemingen, die gedurende het boekjaar 2023 worden geobserveerd.

Voordat we overgaan tot het testen van onze hypothesen, is het van cruciaal belang om de dataset grondig te verkennen en te toetsen aan enkele statistische vooronderstellingen die vereist zijn voor een correcte uitvoering van regressieanalyse. Een goed voorbereid databestand verhoogt niet alleen de betrouwbaarheid van de analyses, maar helpt ook om mogelijke vertekeningen in de resultaten te voorkomen. Een eerste stap in dit proces is het opschonen en structureren van de data. Dit omvat het controleren op ontbrekende waarden, invoerfouten en inconsistente waarnemingen. Vervolgens is het essentieel om te zoeken naar outliers, oftewel extreme waarden die sterk afwijken van het patroon in de rest van de dataset. Outliers kunnen een aanzienlijke invloed hebben op de regressiecoëfficiënten en daardoor de validiteit van de resultaten aantasten (Stock & Watson, 2007). In dit onderzoek worden outliers niet volledig verwijderd, aangezien het behoud van zoveel mogelijk observaties cruciaal is voor het waarborgen van de betrouwbaarheid van de steekproef. Om de invloed van outliers te beperken zonder de integriteit van de gegevens te verliezen, wordt winsorizing techniek toegepast. Deze methode houdt in dat extreme waarden in de dataset worden aangepast naar de dichtstbijzijnde waarde die nog binnen de normale verdeling van de gegevens valt. Door deze aanpassing kunnen de outliers worden gematigd zonder dat ze volledig uit de analyse worden verwijderd, wat ervoor zorgt dat geen belangrijke gegevens verloren gaan. Specifiek wordt de dataset in dit onderzoek gewinsored op het 5de en 95ste percentiel. Dit betekent dat alle waarden die lager zijn dan het 5de percentiel worden aangepast naar de waarde van het 5de percentiel, en alle waarden die hoger zijn dan het 95ste percentiel worden aangepast naar de waarde van het 95ste percentiel. Op deze manier worden de extreme waarden in de dataset teruggebracht naar een meer representatieve range, waardoor de data minder vatbaar is voor verstoringen die outliers zouden kunnen veroorzaken. Na deze aanpassing worden de gewijzigde gegevens gebruikt voor verdere analyses, zoals regressieanalyses, zodat de resultaten meer accuraat en betrouwbaar zijn.

Na deze voorbereidende stappen voeren we een beschrijvende statistische analyse uit om een eerste inzicht te krijgen in de dataset. Dit omvat het berekenen van kernstatistieken zoals gemiddelden, mediaan, standaardafwijking, minima en maxima. Daarnaast wordt een correlatiematrix opgesteld om te onderzoeken of er sprake is van multicollineariteit tussen de onafhankelijke variabelen, wat problematisch kan zijn bij regressieanalyses.

Na deze verkennende analyse gaan we over tot de kern van dit empirisch onderzoek: het toetsen van de hypothesen aan de hand van lineaire regressieanalyse. Hierbij wordt onderzocht of de onafhankelijke variabele, namelijk het aantal drukbezette bestuurders, een statistisch significante impact heeft op de afhankelijke variabele, met name de mate van strategische verandering.

Tot slot worden de resultaten van de regressieanalyse geëvalueerd aan de hand van de geschatte coëfficiënten, de bijhorende significantieniveaus en de model-fit-indicatoren, zoals de R^2 waarde en de F-test. Deze analyse stelt ons in staat om de gestelde hypothesen te bevestigen of te verwerpen en zo een onderbouwd antwoord te formuleren op de onderzoeksvraag.

5.1 Basisveronderstellingen regressieanalyse

Voor een correcte uitvoering van regressieanalyses is het essentieel om na te gaan of de dataset voldoet aan enkele fundamentele statistische vooronderstellingen (Stock & Watson, 2011). Als aan de veronderstellingen van homoscedasticiteit, lineariteit en het ontbreken van multicollineariteit is voldaan, kan een OLS-regressie worden toegepast. Een OLS-regressie (Ordinary Least Squares) is een statistische methode die wordt gebruikt om het verband te meten tussen een afhankelijke variabele en één of meerdere onafhankelijke variabelen. Als aan deze veronderstellingen niet wordt voldaan, kunnen de resultaten van de analyse vertekend of onbetrouwbaar zijn. In dit onderzoek wordt specifiek aandacht besteed aan homoscedasticiteit, multicollineariteit en lineariteit. Dit verhoogt de kans op fouten bij hypothesetoetsing en kan ertoe leiden dat significante verbanden worden gemist of dat er ten onrechte significante effecten worden gevonden. Bovendien kunnen de standaardfouten en p-waarden onbetrouwbaar worden, waardoor het moeilijk wordt om correcte conclusies te trekken. Als gevolg hiervan komt de validiteit van de gehele analyse onder druk te staan, en kunnen de conclusies die hieruit worden getrokken onjuist of misleidend zijn. Om die reden is het essentieel om bij regressieonderzoek grondig te controleren of aan deze veronderstellingen is voldaan, zodat de interpretatie van de resultaten zowel statistisch verantwoord als wetenschappelijk betrouwbaar is.

5.1.1 Homoscedasticiteit

Een essentiële vereiste voor de validiteit van een regressiemodel is homoscedasticiteit, wat betekent dat de spreiding (variantie) van de fouttermen constant blijft over alle waarden van de onafhankelijke variabelen. In een model met homoscedastische fouttermen is de variantie niet afhankelijk van de waarden van de voorspellers, wat resulteert in een zuivere en efficiënte schatting van de regressiecoëfficiënten. Indien deze veronderstellingen geschonden wordt en de variantie van de fouttermen wijzigt afhankelijk van de waarden van de onafhankelijke variabelen, spreken we van heteroscedasticiteit. Dit probleem kan leiden tot vertekende standaardfouten, wat op zijn beurt invloed heeft op de significantie van de regressiecoëfficiënten. Hierdoor kunnen er onjuiste conclusies worden getrokken met betrekking tot de hypothesen die in dit onderzoek worden getoetst.

Om na te gaan of het regressiemodel aan de aanname van homoscedasticiteit voldoet, wordt in dit onderzoek de Breusch-Pagan test toegepast. Deze test onderzoekt of de variantie van de residuen systematisch verandert met de waarden van de onafhankelijke variabelen.

De test wordt als volgt geïnterpreteerd:

Nulhypothese (H_0): *Er is geen heteroscedasticiteit aanwezig, oftewel de variantie van de fouttermen is constant (homoscedasticiteit).*

Alternatieve hypothese (H_1): *Er is sprake van heteroscedasticiteit, oftewel de variantie van de fouttermen varieert afhankelijk van de waarden van de voorspellers.*

Indien de p-waarde van de Breusch-Pagan test kleiner is dan 0,05, wordt de nulhypothese verworpen op het 5 procent significantieniveau en wordt aangenomen dat er heteroscedasticiteit aanwezig is in het model. In dat geval zijn de standaardfouten van de schattingen mogelijk vertekend, wat de interpretatie van de regressieresultaten kan beïnvloeden.

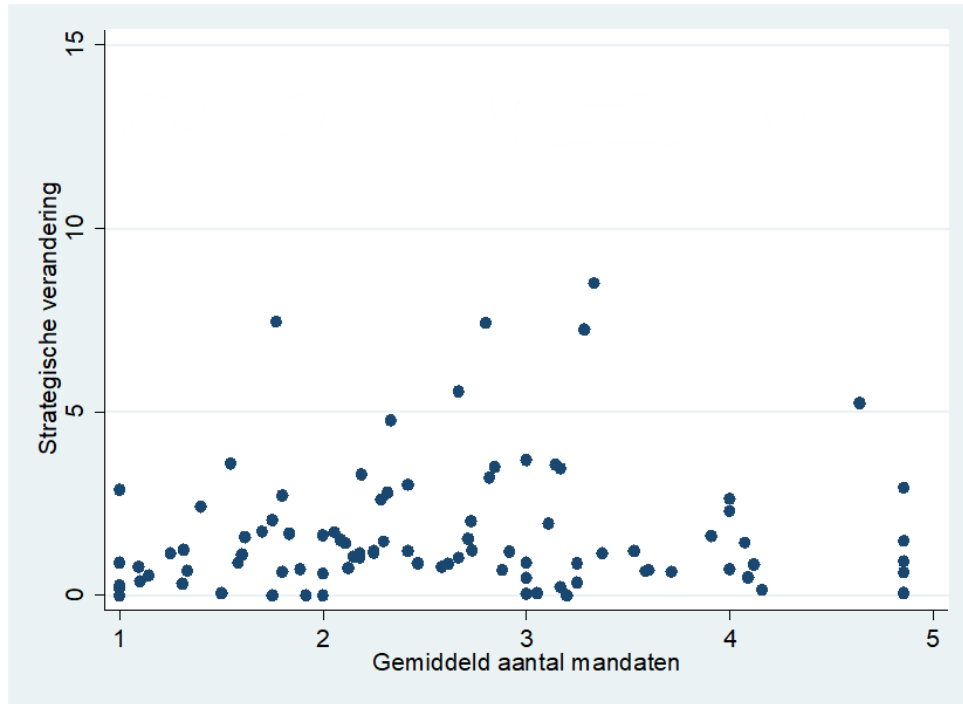
	P-waarde
Breusch-Pagan test	0,0001

Tabel 5.1: Breusch-Pagan test

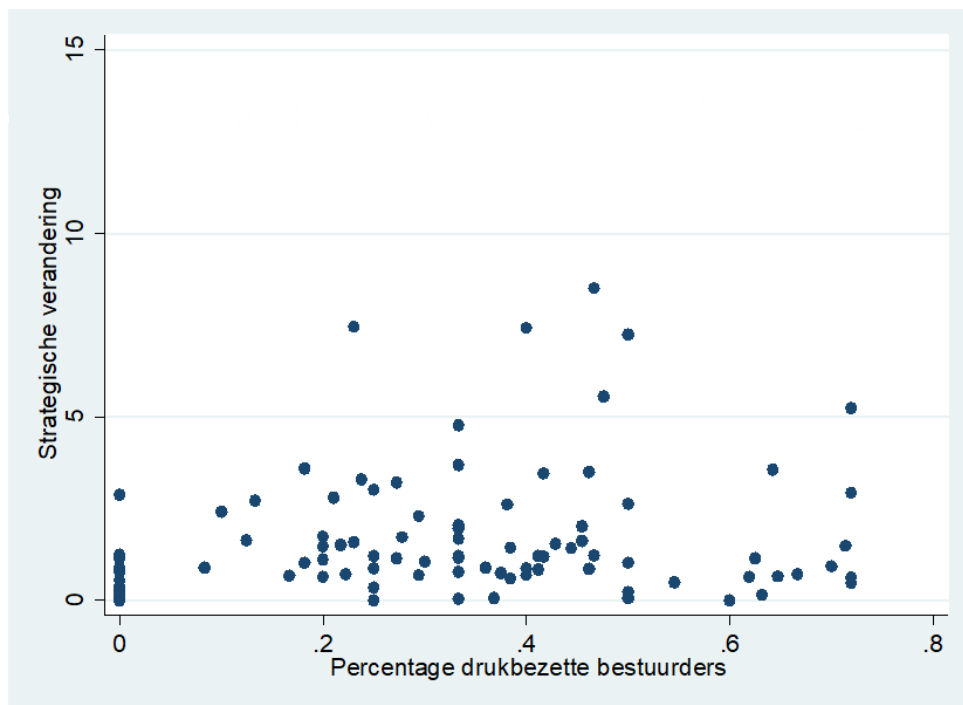
Op basis van de bovenstaande tabel kan worden vastgesteld dat de nulhypothese wordt verworpen, aangezien de bijbehorende p-waarde kleiner is dan de gebruikelijke significantiedrempel van 0,05. Dit impliceert dat er statistisch significante aanwijzingen zijn voor heteroscedasticiteit in het model. Met andere woorden: volgens de Breusch-Pagan test kan worden geconcludeerd dat de assumptie van heteroscedasticiteit wordt gehandhaafd. Aangezien een OLS-regressie ervan uitgaat dat de data homoscedasticiteit verdeeld is, waarbij de variantie van de foutentermen constant is, vormt deze vaststelling een schending van één van de basisveronderstellingen van het model. Om de betrouwbaarheid van de resultaten te waarborgen, wordt daarom in het empirisch deel van dit onderzoek gekozen voor het gebruik van het 'robust' commando. Dit commando corrigeert de standaardfouten voor heteroscedasticiteit, waardoor de resultaten robuuster en statistisch betrouwbaarder worden geïnterpreteerd.

5.1.2 Lineariteit

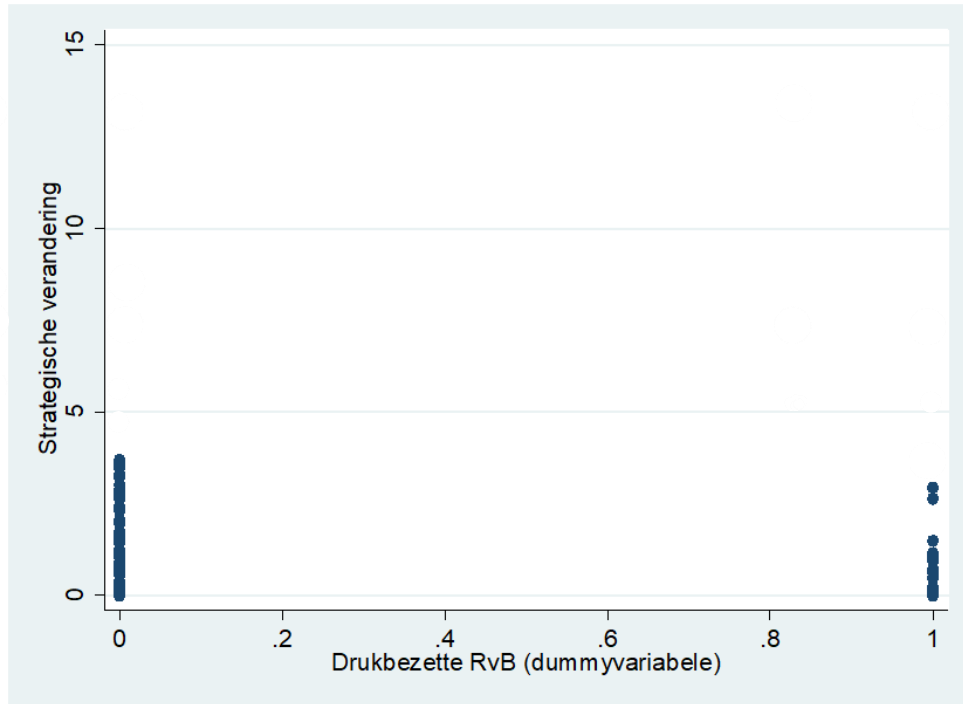
De tweede vooronderstelling van regressieanalyse betreft de lineariteit van het model. Dit houdt in dat er een lineair verband moet bestaan tussen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen. Wanneer deze vooronderstelling wordt geschonden, kan dit leiden tot vertekende en onnauwkeurige schattingen van de regressiecoëfficiënten, wat de interpretatie van de resultaten bemoeilijkt. Om te controleren of het regressiemodel aan deze lineariteitsvoorwaarde voldoet, wordt gebruikgemaakt van spreidingsdiagrammen. In deze diagrammen worden de residuen geplot tegen de voorspelde waarden.



Figuur 5.1: Spreidingsdiagram Gemiddelde aantal mandaten



Figuur 5.2: Spreidingsdiagram Percentage drukbezette bestuurders



Figuur 5.3: Spreidingsdiagram Drukbezette Raad van Bestuur

Op basis van de spreidingsdiagrammen in figuren 5.1, 5.2 en 5.3 kan aanvullend worden nagegaan of het gehanteerde regressiemodel voldoet aan de assumptie van lineariteit. In het kader van lineaire regressieanalyse is het essentieel dat de relatie tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabelen lineair is, wat impliceert dat de verwachte waarde van de afhankelijke variabele een lineaire functie is van de onafhankelijke variabelen. Een veelgebruikte methode om deze assumptie visueel te toetsen is door het analyseren van spreidingsdiagrammen van de residuen. Indien deze residuen willekeurig verdeeld zijn rondom de horizontale as, zonder duidelijke structuur of systematisch patroon (zoals een parabool, golfbeweging of andere kromming), kan men ervan uitgaan dat de lineariteitsassumptie niet wordt geschonden. In de voorliggende spreidingsdiagrammen zijn geen visueel herkenbare patronen aanwezig die zouden wijzen op een niet-lineaire relatie. De residuen vertonen een willekeurig spreidingspatroon, wat suggereert dat er geen sprake is van systematische afwijkingen ten opzichte van het lineaire model. Op basis hiervan kan worden geconcludeerd dat het veronderstelde regressiemodel voldoet aan de assumptie van lineariteit, en dat het gebruik van een lineair model in deze context gerechtvaardigd is.

5.1.3 Multicollineariteit

Een laatste veronderstelling die moet worden gecontroleerd alvorens een regressieanalyse uit te voeren, is de afwezigheid van multicollineariteit. Multicollineariteit treedt op wanneer er een sterk lineair verband bestaat tussen twee of meer verklarende variabelen binnen het model. Dit betekent dat bepaalde onafhankelijke variabelen grotendeels dezelfde informatie bevatten, waardoor de individuele effecten van deze variabelen op de afhankelijke variabele moeilijk te onderscheiden zijn. Wanneer multicollineariteit aanwezig is, kunnen de regressiecoëfficiënten onnauwkeurig worden geschat, wat leidt tot instabiele modellen en een verminderde interpretatieve waarde van de resultaten. Dit kan resulteren in onrealistische of inconsistente coëfficiënten, waarbij sommige variabelen significant worden terwijl ze in werkelijkheid geen substantieel effect hebben, of omgekeerd. Het is daarom essentieel om multicollineariteit te detecteren en, indien nodig, te corrigeren.

Binnen het statistische softwarepakket STATA kan de Variance Inflation Factor (VIF) gebruikt worden om multicollineariteit te identificeren. Dit gebeurt door het uitvoeren van het commando `'estat vif'`, dat als output de VIF-waarden per variabele genereert. De VIF-waarde geeft aan in welke mate de variantie van een regressiecoëfficiënt wordt opgeblazen door de correlatie met andere onafhankelijke variabelen. Een VIF-waarde hoger dan 10 geeft aan dat er sprake is van ernstige multicollineariteit, wat betekent dat de betreffende variabele sterk overlapt met andere variabelen in het model en mogelijk moet worden aangepast of verwijderd.

Variabelen	VIF
Gemiddeld aantal mandaten	5,21
Percentage drukbezette bestuurders	4,18
Drukbezette RvB (dummy)	2,36
Omvang RvB	1,30
Grootte van de onderneming	1,09
Leeftijd van de onderneming	1,27
Gemiddelde VIF	2,57

Tabel 5.2: Variance Inflation Factor

Uit de weergegeven tabel kan worden afgeleid dat geen van de opgenomen variabelen een Variance Inflation Factor (VIF) vertoont die hoger is dan de algemeen aanvaarde grenswaarde van 10. Aangezien VIF-waarden onder deze drempel doorgaans wijzen op een aanvaardbaar niveau van multicollineariteit, kan worden geconcludeerd dat er in dit model geen sprake is van problematische multicollineariteit tussen de onafhankelijke variabelen. Dit impliceert dat de schattingen van de regressiecoëfficiënten voldoende betrouwbaar zijn en niet vertekend worden door sterke onderlinge samenhang tussen de verklarende variabelen.

Omdat voldaan is aan de veronderstellingen van lineariteit, het ontbreken van multicollineariteit en omdat de standaardfouten voor heteroscedasticiteit worden gecorrigeerd met het 'robust' commando, kan een OLS-regressie op een verantwoorde en betrouwbare manier worden toegepast.

5.2 Beschrijvende analyse

Voordat de regressieanalyses kunnen worden uitgevoerd, is het essentieel om eerst een globaal overzicht van de dataset te schetsen. Dit biedt inzicht in de algemene kenmerken en de samenstelling van de steekproef. Door een grondige verkenning van de data kunnen mogelijke afwijkingen of patronen worden geïdentificeerd, wat bijdraagt aan een beter begrip van de variabelen en hun onderlinge relaties. De dataset die in dit onderzoek wordt geanalyseerd, omvat 99 Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Om een duidelijk beeld te krijgen van de verdeling van de variabelen binnen de dataset, worden de beschrijvende statistieken van zowel de afhankelijke als de onafhankelijke variabelen weergegeven in een overzichtelijke tabel. Binnen deze tabel worden verschillende statistische maatstaven gerapporteerd zoals het gemiddelde, de standaarddeviatie, het minimum en maximum. Door deze statistieken te analyseren, kan worden nagegaan of de data normaal verdeeld zijn of dat er sprake is van extreme waarden (outliers), die de verdere analyses kunnen beïnvloeden.

Variabelen	Observaties	Gemiddelde	Std.Deviatie	Minimum	Maximum
Afhankelijke variabelen					
Strategische verandering	99	1,25	2,89	0,0047	11,97
Onafhankelijke variabelen					
Gemiddeld aantal mandaten	99	2,57	1,06	1	4,86
Percentage drukbezette bestuurders	99	0,32	0,21	0	0,72
Drukbezette RvB (dummy)	99	0,21	0,41	0	1
Controlevariabelen					
Omvang RvB	99	11,82	5,42	2	21
Grootte van de onderneming	99	1.11e+07	2.70e+07	16282	1.15e+08
Leeftijd van de onderneming	99	46.89	36.69	7	129

Tabel 5.3: Beschrijvende analyse van de variabelen

Tabel 5.3 geeft een overzicht van de beschrijvende statistieken van zowel de afhankelijke, de onafhankelijke en de controlevariabelen die in dit onderzoek werden geanalyseerd bij 99 Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De mate van strategische verandering binnen een onderneming, de afhankelijke variabele in dit model, bedraagt gemiddeld 1,25 (wat overeenkomt met een strategische verandering van 125% over een periode van 3 jaar), met een standaarddeviatie van 2,89. Dit wijst op aanzienlijke variatie in de mate waarin ondernemingen strategisch veranderen. Wat betreft de onafhankelijke variabelen worden drie verschillende maatstaven gehanteerd om de drukbezetheid van enerzijds individuele bestuurders en anderzijds de Raad van Bestuur als geheel in kaart te brengen. Op basis van gegevens uit de Bel-First database blijkt dat het gemiddelde aantal mandaten op ondernemingsniveau minimum gelijk is aan 1 mandaat en maximum gelijk is aan 4,86 mandaten. Daarnaast blijkt dat gemiddeld 32% van de bestuurders als drukbezet kan worden beschouwd, wanneer drukbezette bestuurders worden gedefinieerd als zij die drie of meer mandaten opnemen.

Deze bevindingen tonen aan dat, ondanks aanbevelingen uit de academische literatuur (zoals Jiraporn et al., 2008; Harris & Shimizu, 2004; Fich & Shivdasani, 2006) en richtlijnen uit de Corporate Governance Code, drukbezette bestuurders nog steeds prominent aanwezig zijn binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Een derde maatstaf betreft de drukbezette Raad van Bestuur, waarbij werd gekeken naar het aandeel drukbezette bestuurders binnen elke Raad van Bestuur. In overeenstemming met de methodologische uitwerking in het vorige hoofdstuk wordt een Raad van Bestuur als drukbezet beschouwd wanneer 50% of meer van haar leden drukbezet is. Om deze variabele te analyseren, werd een dichotome (dummy) variabele gecreëerd: ondernemingen met een drukbezette Raad van Bestuur kregen de waarde '1', anderen de waarde '0'. Uit de data blijkt dat gemiddeld 21% van de ondernemingen een Raad van Bestuur heeft die als drukbezet kan worden geclassificeerd.

Naast de afhankelijke en onafhankelijke variabelen houdt het onderzoeksmodel ook rekening met drie controlevariabelen, namelijk de omvang van de Raad van Bestuur, de leeftijd van de onderneming en de grootte van de onderneming. Deze variabelen worden opgenomen om te controleren of zij een invloed uitoefenen op de mate van strategische verandering. Het uitsluiten van dergelijke relevante controlevariabelen kan leiden tot omitted variable bias. Dit houdt in dat het regressiemodel belangrijke verklarende factoren buiten beschouwing laat, waardoor de resultaten van de andere variabelen vertekend kunnen worden. In dat geval bestaat het risico dat het effect van bijvoorbeeld drukbezette bestuurders op strategische verandering wordt overschat, onderschat of zelfs verkeerd geïnterpreteerd. Het opnemen van controlevariabelen draagt dus bij aan de betrouwbaarheid en geldigheid van het model. Uit de beschrijvende analyse blijkt dat de Raad van Bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen gemiddeld uit 12 bestuurders bestaat. Daarnaast zijn de ondernemingen in de steekproef gemiddeld 47 jaar oud, met een maximumleeftijd van 129 jaar. En hebben ondernemingen gemiddeld 11,1 miljoen euro aan activa.

5.3 Correlatiematrix

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Gemiddeld aantal mandaten (1)	1						
Percentage drukbezette bestuurders (2)	0,87	1					
Drukbezette RvB (dummy) (3)	0,66	0,74	1				
Omvang RvB (4)	0,37	0,36	0,15	1			
Grootte van de onderneming (5)	0,12	0,067	0,15	0,0077	1		
Leeftijd van de onderneming (6)	0,33	0,35	0,22	0,35	0,15	1	
Strategische verandering (7)	0,09	0,03	0,06	0,006	0,06	-0,11	1

Tabel 5.4: Correlatiematrix

Tabel 5.4 presenteert de Spearman-correlatiecoëfficiënten tussen alle afhankelijke en onafhankelijke variabelen die binnen dit onderzoek worden geanalyseerd. Deze correlatiematrix biedt inzicht in de onderlinge samenhang tussen de onderzochte variabelen en vormt een eerste indicatie van mogelijke relaties die in latere analyses verder onderzocht worden. Een opvallende vaststelling is dat geen enkele onafhankelijke variabele een negatieve correlatie vertoont met een andere onafhankelijke variabele. Dit impliceert dat er geen sprake is van tegengestelde bewegingen tussen deze variabelen, en dat zij eerder in dezelfde richting evolueren. Met andere woorden, de onafhankelijke variabelen zijn onderling positief gecorreleerd, wat betekent dat een stijging in de ene variabele doorgaans gepaard gaat met een stijging in de andere. Deze bevinding ondersteunt de resultaten van eerdere onderzoeken, zoals die van Latif et al. (2018) en Jiraporn et al. (2008), waarin eveneens werd vastgesteld dat kenmerken die samenhangen met drukbezette bestuurders (zoals het aantal mandaten of het percentage drukbezette bestuurders binnen een Raad van Bestuur) vaak in dezelfde richting bewegen. De positieve correlaties kunnen ook duiden op structurele kenmerken van bestuurspraktijken binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen, waarbij bepaalde governancefactoren elkaar versterken of samen voorkomen. Hoewel deze correlaties statistisch informatief zijn, is het belangrijk te benadrukken dat correlatie geen causatie impliceert.

De hier vastgestelde verbanden dienen dan ook met de nodige voorzichtigheid geïnterpreteerd te worden en vormen vooral een basis voor verdere regressieanalyse waarin causale relaties beter kunnen worden onderzocht. Een bijkomende vaststelling is dat de afhankelijke variabele, strategische verandering, een negatieve correlatie van -0,11 vertoont met de leeftijd van de onderneming. Dit wijst erop dat oudere ondernemingen in de steekproef in iets mindere mate strategische veranderingen doorvoeren dan jongere ondernemingen, al is de sterkte van dit verband relatief beperkt.

5.4 Regressieanalyse

In dit onderdeel worden de resultaten besproken van drie afzonderlijke regressiemodellen, die elk ontworpen zijn om de relatie tussen drukbezette bestuurders en strategische verandering binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen te analyseren. De modellen onderscheiden zich van elkaar op basis van de onafhankelijke variabele die in de analyse werd opgenomen. In model (1) wordt het gemiddeld aantal mandaten per bestuurder gebruikt als maatstaf voor drukbezette bestuurders. Model (2) hanteert het percentage drukbezette bestuurders binnen een onderneming als onafhankelijke variabele, waarbij een bestuurder als drukbezet wordt beschouwd wanneer hij of zij drie of meer bestuursmandaten uitoefent. Tot slot wordt in model (3) gebruikgemaakt van een dummyvariabele die aangeeft of een onderneming beschikt over een drukbezette Raad van Bestuur. Deze variabele neemt de waarde 1 aan wanneer minstens 50% van de bestuurders als drukbezet kan worden beschouwd, en de waarde 0 in het tegenovergestelde geval. Door de variabelen afzonderlijk te analyseren, wordt onderzocht hoe verschillende vormen van bestuurlijke drukte invloed kunnen hebben op strategische verandering binnen ondernemingen.

Variabelen	(1)	(2)	(3)
Onafhankelijke variabelen			
Gemiddeld aantal mandaten	0,35		
Percentage drukbezette bestuurders		0,83	
Drukbezette RvB (dummy)			0,57
Controlevariabelen			
Omvang RvB	0,0061	0,016	0,022
Grootte van de onderneming	2.68e-09	4.18e-09	3.24e-09
Leeftijd van de onderneming	-0,012	-0,010	-0,011
Constante	0,80	1,23	1,33
R-squared	0,029	0,019	0,022
Observaties	99	99	99
F-statistic	0,84	0,60	0,63

Tabel 5.5: Resultaten regressie (* $p < 0,05$, ** $p < 0,01$, *** $p < 0,001$)

Tabel 5.5 geeft een overzicht van de resultaten uit drie afzonderlijke lineaire regressiemodellen, waarbij telkens een andere onafhankelijke variabele werd opgenomen om het effect ervan op de afhankelijke variabele te onderzoeken. De onafhankelijke variabelen zijn respectievelijk het gemiddeld aantal mandaten (model 1), het percentage drukbezette bestuurders (model 2) en een dummyvariabele voor een drukbezette Raad van Bestuur (model 3). Elk model werd geschat op basis van 99 observaties. Uit de tabel blijkt dat geen van de onafhankelijke variabelen een significant effect uitoefent op de afhankelijke variabele. De bijhorende R-squared waarden zijn bovendien bijzonder laag (respectievelijk 0,0286; 0,0186 en 0,0216), wat aangeeft dat deze modellen slechts een zeer klein percentage van de variantie in de afhankelijke variabele kunnen verklaren. Hoewel de constante in elk model statistisch significant is, suggereert dit enkel dat de afhankelijke variabele een gemiddelde waarde aanneemt die verschillend is van nul wanneer de onafhankelijke variabelen nul zijn.

In elk van de drie regressiemodellen uit Tabel 5.5 zijn drie controlevariabelen opgenomen om mogelijke vertekening van het effect van de onafhankelijke variabelen op strategische verandering te vermijden. Deze controlevariabelen zijn: de omvang van de Raad van Bestuur, de grootte van de onderneming, en de leeftijd van de onderneming. De eerste controlevariabele, de omvang van de Raad van Bestuur, meet het aantal bestuurders dat effectief zetelt in de Raad van Bestuur. Uit de regressieresultaten blijkt dat de coëfficiënt van deze variabele in elk van de drie modellen licht positief is (respectievelijk 0,0061, 0,016 en 0,022). Dit suggereert dat een toename in het aantal bestuurders geassocieerd is met een iets hogere mate van strategische verandering. Het effect is echter klein en statistisch niet significant, wat erop wijst dat er op basis van deze data geen sterk verband vastgesteld kan worden tussen de grootte van de raad en strategische aanpassingen binnen de onderneming.

De tweede controlevariabele is de grootte van de onderneming, waarbij het totaal der activa wordt gebruikt als maatstaf. De bekomen coëfficiënten zijn in alle drie de modellen uitzonderlijk klein ($2,68e-09$, $4,18e-09$ en $3,24e-09$), wat betekent dat zelfs bij een grote stijging in activa de verwachte impact op strategische verandering minimaal is. Ook dit effect is niet significant en draagt weinig bij aan de verklarende kracht van het model. Dit wijst erop dat grotere ondernemingen in deze steekproef zich niet noodzakelijk strategisch anders gedragen dan kleinere ondernemingen, althans niet in termen van de gemeten indicatoren voor strategische verandering.

De derde controlevariabele is de leeftijd van de onderneming, gemeten in aantal jaren sinds oprichting. In elk van de drie modellen is de coëfficiënt van deze variabele licht negatief (respectievelijk $-0,012$, $-0,010$ en $-0,011$), wat erop wijst dat oudere ondernemingen gemiddeld genomen minder strategische verandering vertonen dan jongere ondernemingen. Dit resultaat sluit aan bij de theorie dat oudere bedrijven vaak minder flexibel zijn en meer vastzitten in gevestigde structuren en routines. Hoewel dit effect richting geeft aan de interpretatie, is het eveneens statistisch niet significant en moet het dus met de nodige voorzichtigheid geïnterpreteerd worden.

Samenvattend kunnen we stellen dat de onderzochte maatstaven voor drukbezette bestuurders, in de vorm waarin ze in deze modellen zijn opgenomen, geen sterke verklarende waarde blijken te hebben voor de mate van strategische verandering in Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Op basis van deze resultaten kan geen uitspraak gedaan worden, en is er binnen het statistische model geen bewijs gevonden dat de hypothesen 1a (drukbezette bestuurders hebben een positief effect op de strategische verandering) en 1b (drukbezette bestuurders hebben een negatief effect op de strategische verandering) ondersteunen.

6. Conclusie

Deze masterthesis heeft als doel een antwoord te formuleren op de centrale onderzoeksvraag: “Wat is de impact van drukbezette bestuurders op strategische veranderingen in Belgische beursgenoteerde ondernemingen?”. Om de onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden werd in eerste instantie een diepgaande literatuurstudie uitgevoerd. Deze studie bied een inzicht in het bestaande wetenschappelijke debat omtrent de effectiviteit en het gedrag van drukbezette bestuurders. Hieruit bleek al snel dat er in de academische wereld geen consensus bestaat over de invloed van drukbezette bestuurders. Verschillende onderzoeken benadrukken enerzijds mogelijke voordelen van drukbezette bestuurders, zoals hun uitgebreide netwerk, kennis en ervaring. Anderzijds wordt gewezen op nadelen, waaronder tijdsgebrek, verminderde betrokkenheid en potentieel belangenconflicten. Het gebrek aan eenduidigheid in de literatuur leidt ertoe dat er uiteenlopende en soms zelfs tegenstrijdige conclusies worden getrokken over de impact van drukbezette bestuurders op strategische verandering. Deze verdeeldheid vormt een belangrijke aanleiding voor het uitvoeren van aanvullend empirisch onderzoek binnen deze masterthesis. In de volgende paragrafen worden de theoretische en praktische implicaties van zowel de literatuurstudie als het empirisch onderzoek samengebracht en besproken. Er wordt nagegaan in welke mate de theoretische inzichten worden bevestigd door de gegevens uit de praktijk. Op basis daarvan worden conclusies geformuleerd met betrekking tot de onderzoeksvraag. Tot slot worden ook de belangrijkste beperkingen van het onderzoek toegelicht, evenals suggesties voor toekomstig onderzoek. Bovendien worden enkele praktische aanbevelingen geformuleerd, die relevant kunnen zijn voor beleidsmakers, ondernemingen en andere stakeholders met betrekking tot de samenstelling van bestuursorganen.

6.1 Theoretische implicaties

De bestaande literatuur biedt geen eenduidig antwoord op de vraag of drukbezette bestuurders een positieve of negatieve invloed uitoefenen op de effectiviteit van de Raad van Bestuur. Wetenschappelijke studies leveren vaak uiteenlopende, en soms zelfs tegenstrijdige, bevindingen op met betrekking tot dit onderwerp. Voorstanders wijzen op verschillende voordelen die drukbezette bestuurders met zich meebrengen. Zo beschikken zij doorgaans over uitgebreide kennis en ervaring, opgebouwd door hun actieve betrokkenheid bij meerdere ondernemingen. Daarnaast beschikken zij vaak over een breed professioneel netwerk, wat hen in staat stelt om externe middelen aan te trekken en strategische samenwerkingen aan te gaan. Deze voordelen worden verklaard door de reputatiehypothese, die stelt dat drukbezette bestuurders hun mandaten verkrijgen op basis van hun bewezen deskundigheid en goede reputatie.

Tegenover deze positieve aspecten staan echter ook belangrijke nadelen. Volgens andere studies brengt het cumuleren van bestuursmandaten aanzienlijke tijdsdruk met zich mee. Doordat drukbezette bestuurders hun aandacht moeten verdelen over meerdere ondernemingen, beschikken zij over minder tijd om zich grondig voor te bereiden op bestuursvergaderingen of om het management op een doeltreffende manier te adviseren en te controleren. Dit kan de kwaliteit van hun bijdrage aan de Raad van Bestuur negatief beïnvloeden. Deze bezorgdheden worden samengebracht onder de busyness hypothese, die stelt dat overbelasting door meerdere mandaten leidt tot verminderde bestuurskwaliteit en effectiviteit. Samenvattend kan worden gesteld dat bestuurders met meerdere mandaten zowel voordelen als nadelen met zich meebrengen. Welke impact zij precies hebben, hangt in belangrijke mate af van de specifieke behoeften en context van de onderneming. De literatuurstudie bood waardevolle inzichten, maar bleek onvoldoende om sluitende conclusies te trekken, zeker niet binnen de Belgische context. Om dit hiaat te verkleinen, werden de bevindingen uit de literatuur aangewend als basis voor een eigen empirisch onderzoek. Hiervoor werd gebruikgemaakt van gegevens van Belgische beursgenoteerde ondernemingen, afkomstig uit de Bel-First database.

De resultaten van dit onderzoek leveren enkele waardevolle inzichten op voor de academische literatuur rond corporate governance en strategische verandering. In de eerste plaats tonen de bevindingen aan dat drukbezette bestuurders geen significant effect uitoefenen op strategische verandering binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Deze bevindingen zetten aan tot meer nuance in het academische debat. De invloed van bestuurders op strategische verandering is mogelijk sterk afhankelijk van de context, zoals het type onderneming, de sector waarin een onderneming actief is of de fase waarin een onderneming zich bevindt. Ook andere kenmerken zoals bestuurscultuur, betrokkenheid, of leiderschapsstijl spelen mogelijk een grotere rol in strategische verandering dan eerder werd aangenomen. Bovendien benadrukt deze studie dat strategische verandering een complex en veelzijdig proces is, dat niet eenvoudig verklaard kan worden op basis van individuele bestuurskenmerken. Dit sluit aan bij eerdere literatuur, zoals die van Zhang & Rajagopalan (2010), die stelt dat strategische verandering wordt beïnvloed door een combinatie van interne en externe factoren. Toekomstige studies kunnen hierop inspelen door meer gedetailleerde of alternatieve variabelen te gebruiken. Denk bijvoorbeeld aan het onderscheid tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuursmandaten, de effectieve betrokkenheid en tijdsinvestering van bestuurders, of hun relevante ervaring en expertise binnen specifieke sectoren. Daarnaast kan kwalitatief onderzoek, zoals case studies of semigestructureerde interviews, bijkomende inzichten opleveren in de manier waarop bestuurders concreet bijdragen aan strategische verandering.

6.2 Praktische implicaties

Vooraleer het empirisch onderzoek werd aangevat, werd eerst gezocht naar geschikte data die aansluiten bij de centrale onderzoeksvraag. Hiervoor werd gebruikgemaakt van de Bel-First database. De selectiecriteria waren gericht op Belgische beursgenoteerde ondernemingen, gevestigd in Vlaanderen, Wallonië en het Brussels Hoofdstedelijk Gewest. Om de afhankelijke variabele, strategische verandering, op een correcte en betrouwbare manier te kunnen berekenen, werden uitsluitend ondernemingen opgenomen waarvan de volledige jaarrekeningen beschikbaar waren voor de drie opeenvolgende boekjaren, namelijk 2021, 2022 en 2023. Het gebruik van deze driejarige periode maakt het mogelijk om wijzigingen in strategisch gedrag over tijd nauwkeurig in kaart te brengen. Voor de meting van de onafhankelijke variabele, drukbezette bestuurders, werd daarentegen bewust gekozen om enkel gebruik te maken van gegevens uit het meest recente beschikbare jaar, namelijk 2023. Op die manier kon de drukbezetheid van bestuurders op een actuele en eenduidige manier worden vastgesteld. Om de dataset verder te verfijnen, werd een manuele codering toegepast met als doel financiële instellingen uit te sluiten. Concreet werden ondernemingen met NACE-BEL code 64, waaronder banken en financiële holding, verwijderd uit de steekproef. Uiteindelijk resulteerde dit in een dataset van 99 ondernemingen. Het doel van dit onderzoek was om de impact van drukbezette bestuurders op strategische verandering binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen te analyseren. De mate waarin een Raad van Bestuur als drukbezet werd beschouwd, werd gemeten aan de hand van drie verschillende variabelen: het gemiddeld aantal bestuursmandaten per bestuurder, het percentage drukbezette bestuurders binnen de Raad van Bestuur, en de aan- of afwezigheid van een drukbezette Raad van Bestuur op basis van een dummyvariabele. Elke van deze variabelen werd afzonderlijk opgenomen in een lineair regressiemodel om hun effect op strategische verandering te onderzoeken.

Om mogelijke verstorende invloeden uit te sluiten, werden tevens drie controlevariabelen toegevoegd aan elk model: de omvang van de Raad van Bestuur, de grootte van de onderneming en de leeftijd van de onderneming. Uit de regressieresultaten blijkt dat geen van de onafhankelijke variabelen een statistisch significant effect heeft op strategische verandering. Met andere woorden: er werd binnen het gehanteerde statistisch model geen overtuigend bewijs gevonden dat drukbezette bestuurders een positieve of negatieve invloed uitoefenen op strategische verandering binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Bijgevolg is er onvoldoende empirische ondersteuning om de vooropgestelde hypothesen te aanvaarden.

Naast de theoretische implicaties levert dit onderzoek ook waardevolle praktische implicaties op voor ondernemingen en beleidsmakers op het gebied van corporate governance. Voor ondernemingen benadrukken de resultaten het belang van een zorgvuldige interpretatie van drukbezetheid. Het aantal bestuursmandaten dat een bestuurder bekleedt, blijkt op zichzelf geen doorslaggevende factor bij strategische veranderingen.

In plaats van zich louter te richten op het aantal functies, doen ondernemingen er goed aan om bij de selectie van bestuurders meer aandacht te besteden aan betrokkenheid, relevante ervaring, sectorkennis en beschikbaarheid. Voor beleidsmakers werpen de bevindingen vragen op over de effectiviteit van het hanteren van kwantitatieve limieten op bestuursmandaten, zoals vaak is voorgeschreven in governancecodes. Als het doel is om de effectiviteit en strategische wendbaarheid van Raden van Bestuur te vergroten, zouden eerder inhoudelijke criteria overwogen moeten worden, zoals actieve participatie, aanwezigheid en de diversiteit aan expertise binnen de Raad van Bestuur. Daarnaast laat het onderzoek zien dat strategische verandering niet uitsluitend afhankelijk is van de samenstelling van het bestuur, maar mede wordt beïnvloed door bredere organisatorische en externe factoren. Dit impliceert dat beleid ter bevordering van strategische verandering niet alleen via aanpassingen in corporate governance zou moeten verlopen, maar ook via het stimuleren van een innovatieve organisatiecultuur, een sterke marktgerichtheid en effectieve interne besluitvormingsprocessen.

6.3 Beperkingen en suggesties voor verder onderzoek

Een eerste belangrijke beperking van dit onderzoek betreft de gehanteerde methode van dataverzameling. Voor het samenstellen van de dataset werd gebruikgemaakt van de Bel-First database, waarbij de focus expliciet werd gelegd op Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Hierdoor werden niet-beursgenoteerde ondernemingen bewust buiten beschouwing gelaten. Dit heeft als gevolg dat de resultaten niet representatief zijn voor de volledige Belgische bedrijfswereld, aangezien niet-beursgenoteerde ondernemingen een aanzienlijk deel van het ondernemingslandschap vormen en mogelijk andere bestuursstructuren en strategische dynamieken kennen. Het opnemen van zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde ondernemingen in de steekproef zou de representativiteit van de bevindingen aanzienlijk kunnen verhogen, en zou bovendien toelaten om eventuele structurele verschillen tussen beide groepen te onderzoeken. In dit onderzoek was die uitbreiding echter niet haalbaar, aangezien de beschikbaarheid en toegankelijkheid van consistente en gedetailleerde data voor niet-beursgenoteerde ondernemingen in veel gevallen beperkt is. Daarnaast werd de uiteindelijke steekproef beperkt tot 99 beursgenoteerde Belgische ondernemingen, wat een relatief kleine steekproefomvang vormt voor een kwantitatieve analyse. Deze beperking is deels te wijten aan het feit dat niet voor alle ondernemingen de noodzakelijke gegevens zoals een volledige jaarrekening voor meerdere opeenvolgende boekjaren en gedetailleerde informatie over bestuursmandaten beschikbaar waren in de Bel-First database. Hierdoor moesten een aantal potentiële observaties worden uitgesloten om de consistentie en kwaliteit van de dataset te waarborgen. Als gevolg van deze beperkingen is het belangrijk om de onderzoeksresultaten niet zonder meer te veralgemenen naar de volledige populatie van Belgische ondernemingen. De inzichten die uit deze analyse voortvloeien zijn specifiek van toepassing op de geselecteerde groep van beursgenoteerde bedrijven waarvoor voldoende data beschikbaar was. Het is dan ook mogelijk dat de resultaten anders zouden uitvallen bij een grotere of meer diverse steekproef.

Een tweede beperking van dit onderzoek is de grootte van de steekproef. Doordat gewerkt is met een relatief beperkte dataset, kan de accuraatheid en representativiteit van de resultaten mogelijk zijn beïnvloed. Een grotere steekproef zou de betrouwbaarheid van de bevindingen aanzienlijk kunnen versterken. Daarnaast zijn ondernemingen uit de financiële sector bewust buiten beschouwing gelaten. Deze keuze werd gemaakt omdat deze ondernemingen hun jaarrekening niet volgens het volledige schema rapporteren, wat de vergelijkbaarheid met andere ondernemingen bemoeilijkt. Hoewel deze afbakening de interne consistentie van de steekproef ten goede komt, beperkt ze tegelijk de breedte van het onderzoek. Hierdoor zijn de resultaten niet zonder meer toepasbaar op sectoren zoals de financiële dienstverlening of de nutssector, waar andere rapporteringsvereisten en bestuursstructuren van kracht zijn. Toekomstig onderzoek dat meerdere sectoren en een bredere waaier aan ondernemingen omvat, zou de reikwijdte van de bevindingen kunnen verruimen en toelaten om sectorale verschillen in kaart te brengen. Het opnemen van grotere en sectoroverschrijdende steekproeven zal ongetwijfeld bijdragen aan de algemene kwaliteit, betrouwbaarheid en toepasbaarheid van het onderzoek.

Een derde beperking van dit onderzoek heeft betrekking op de manier waarop de drukbezetheid van bestuurders werd gemeten. In dit onderzoek werd uitsluitend gekeken naar het aantal bestuursmandaten dat een bestuurder op het moment van de analyse in het boekjaar 2023 bekleedt. Deze aanpak biedt echter slechts een statische momentopname van een dynamisch gegeven, en houdt geen rekening met het mandatenverloop in de tijd. In werkelijkheid kan het aantal mandaten dat een bestuurder uitoefent van jaar tot jaar sterk variëren. Zo kan een bestuurder die in het voorgaande jaar als drukbezet werd beschouwd, bijvoorbeeld doordat hij of zij actief was in meerdere Raden van Bestuur, in het huidige jaar minder mandaten op zich nemen, bijvoorbeeld door een heroriëntering of een verschuiving in verantwoordelijkheden. Dit betekent echter niet dat deze persoon niet langer beschikt over de opgebouwde ervaring, netwerken en strategische inzichten die hij of zij tijdens de periode van intensieve bestuursdeelname heeft verworven. Integendeel, de opgebouwde kennis en reputatie kunnen nog steeds invloed uitoefenen op zijn of haar functioneren binnen de Raad van Bestuur, zelfs wanneer de formele drukbezetheid afneemt. Om deze reden zou toekomstig onderzoek er baat bij hebben om naast het actuele aantal mandaten ook historische gegevens over bestuursmandaten in rekening te brengen. Door een tijdsdimensie toe te voegen aan de analyse kan men beter inschatten in welke mate eerdere bestuursdrukke nog doorwerkt in het huidige functioneren van een bestuurder. Dit zou een meer genuanceerd inzicht opleveren in het effect van bestuursdrukke op strategische verandering en voorkomen dat waardevolle invloed ten onrechte over het hoofd wordt gezien.

Een laatste beperking van dit onderzoek betreft het gebruik van een cross-sectionele dataset in plaats van paneldata. Een cross-sectionele benadering maakt het niet mogelijk om veranderingen over de tijd te analyseren. Strategische veranderingen binnen ondernemingen ontwikkelen zich vaak over een langere periode, en ook de impact van drukbezette bestuurders op bestuursprocessen kan pas op middellange of lange termijn zichtbaar worden. Door uitsluitend een momentopname te analyseren, kunnen dergelijke langetermijneffecten mogelijk over het hoofd worden gezien. Het gebruik van paneldata, waarbij ondernemingen over meerdere jaren worden gevolgd, zou een meer genuanceerd inzicht kunnen bieden in hoe bestuursstructuren en strategische verandering zich ontwikkelen binnen dezelfde onderneming. Dit zou de analyse verfijnder en robuuster maken, doordat het effect van tijd en interne evoluties kan worden meegenomen. Daarnaast zou het vergroten van de steekproefomvang de robuustheid van de bevindingen ten goede komen. Dit kan onder meer door meerdere boekjaren op te nemen of gebruik te maken van een uitgebreidere databank met informatie over een breder groep Belgische ondernemingen. Een grotere en meer gevarieerde dataset verhoogt de kans op het detecteren van statistisch significante effecten en maakt het beter mogelijk om versturende factoren te controleren of uit te sluiten. Op die manier kan de betrouwbaarheid en generaliseerbaarheid van de onderzoeksresultaten aanzienlijk worden versterkt.

Referentielijst

- Adams, R. B., & Ferreira, D. (2007). A theory of friendly boards. *Journal of Finance*, 62(1), 217–250.
- Ahn, S., Jiraporn, P., & Kim, Y. S. (2010). Multiple directorships and acquirer returns. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2011-2026.
- Baccouche, S., Hadriche, M., & Omri, A. (2014). Multiple directorships and board meeting frequency: Evidence from France. *Applied Financial Economics*, 24(14), 983-992.
- Baselga-Pascual, L., Trujillo-Ponce, A., Vähämaa, E., & Vähämaa, S. (2018). Ethical reputation of financial institutions: Do board characteristics matter?. *Journal of Business Ethics*, 148, 489-510.
- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 1(1), 101-124.
- Becht, R., Franks, J., & Wagner, H. F. (2021). Reputation and board composition: Evidence from European organizations. *Review of Financial Studies*, 34(12), 6528-6566.
- Beck, J., & Watson, M. (2011). 'Company secretary: transforming board evaluations - the board maturity model ', *Keeping Good Companies*, 63(10), 586-592.
- Benson, B., Davidson, T., James, H., & Wang, H. (2022). Board busyness and corporate payout: are all busy directors the same?. *Accounting & Finance*, 62(3), 3711-3759.
- 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.
- Bravo, F., & Reguera-Alvarado, N. (2017). The effect of board of directors on R&D intensity: board tenure and multiple directorships. *R&D Management*, 47(5), 701-714.
- Brealey, R. (2020). *Fundamentals of Corporate Finance* (tenth edition).
- Brown, A. B., Dai, J., & Zur, E. (2019). Too busy or well-connected? Evidence from a shock to multiple directorships. *The Accounting Review*, 94(2), 83-104.
- Cambrea, D. R., Calabrò, A., La Rocca, M., & Paolone, F. (2021). The impact of boards of directors' characteristics on cash holdings in uncertain times. *Journal of Management and Governance*.
- Calabro, A., & Mussolino, D. (2013). How do boards of directors contribute to family SME export intensity? The role of formal and informal governance mechanisms. *Journal of Management and Governance*, 17(2), 363-403.
- Carpenter, M. A. (2000). The price of change: The role of CEO compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms. *Journal of Management*, 26(6), 1179-1198.
- Carpenter, M. A. (2000). The price of change: The role of CEO compensation in strategic variation and deviation from industry strategy norms. *Journal of Management*, 26(6), 1179-1198.

- Carpenter, M. A., & Westphal, J. D. (2001). The strategic context of external network ties: Examining the impact of director appointments on board involvement in strategic decision making. *Academy of Management Journal*, 44(4), 639–660
- Chakravarty, S., & Rutherford, L. G. (2017). Do busy directors influence the cost of debt? An examination through the lens of takeover vulnerability. *Journal of Corporate Finance*, 43, 429–443.
- Chrisman, J., Chua, J., & Litz, R. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence. *Entrepreneurship theory and practice*, 28, 335–354.
- Chou, T. K., & Feng, H. L. (2019). Multiple directorships and the value of cash holdings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 53, 663–699.
- Dalton, D. R., Hitt, M. A., Certo, S. T., & Dalton, C. M. (2007). 1 the fundamental agency problem and its mitigation: independence, equity, and the market for corporate control. *Academy of Management annals*, 1(1), 1–64.
- Davis, J., Schoorman, D. & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*. 22 (1), p20–47.
- Dehaene, A., De Vuyst, V., & Ooghe, H. (2001). Corporate performance and board structure in Belgian companies. *Long range planning*, 34(3), 383–398.
- Doan, T., & Nguyen, N. Q. (2018). Boards of directors and firm leverage: Evidence from real estate investment trusts. *Journal of Corporate Finance*, 51, 109–124.
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of management Review*, 15(3), 369–381.
- Donaldson L., Davis J. H. 1991. Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management*, 16: 49–64.
- Duchin R., Matsusaka J.G., Ozbas O. 2009. When are outside directors effective? *Journal of Financial Economics*.
- Fama, U. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–326
- Ferris, S. P., & Jagannathan, M. (2001). The incidence and determinants of multiple corporate directorships. *Applied Economics Letters*, 8(1), 31–35.
- 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. (2006). Are busy boards effective monitors?. *The Journal of finance*, 61(2), 689–724.
- Field, L., Lowry, M., & Mkrtchyan, A. (2013). Are busy boards detrimental?. *Journal of Financial Economics*, 109(1), 63–82.

- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009). Strategic leadership; theory and research on executives, top management teams and boards (chapters 8 and 9). *Oxford: Oxford University Press*
- Finkelstein, S., & D'aveni, R. A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management journal*, 37(5), 1079-1108.
- 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.
- Garcia-Blandon, J., Argilés-Bosch, J. M., Ravenda, D. (2019). Exploring the relationship between CEO characteristics and performance. *Journal of Business Economics & Management*, 20(6), 1064-1082.
- Hambrick, D. C., Misangyi, V. F., & Park, C. A. (2015). The quad model for identifying a corporate director's potential for effective monitoring: toward a new theory of board sufficiency. *Academy of Management Review*, 40(3), 323-344
- Harris, I. C., & Shimizu, K. (2004). Too busy to serve? An examination of the influence of overboarded directors. *Journal of Management Studies*, 41(5), 775-798.
- 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.
- Heemskerk, E. M., Heemskerk, K., & Wats, M. M. (2017). Conflict in the boardroom: A participant observation study of supervisory board dynamics. *Journal of Management and Governance*, 21(1), 233-263.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate governance*, 6(2), 101-111.
- Huse, M. (2005). Accountability and creating accountability: a framework for exploring behavioural perspectives of corporate governance. *British Journal of Management*, 16, 65-79.
- Huse, M., Hoskisson, R., Zattoni, A., & Vigano, R. (2011). New perspectives on board research: Changing the research agenda. *Journal of Management and Governance*, 15, 5-28.
- Jiraporn, P., Davidson, W., DaDalt, P., & Ning, Y. (2009). Too busy to show up? An analysis of directors' absences. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49, 1159-1171
- 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.
- Karaevli, A., Zajac, E. J. (2013). When do outsider CEO's generate strategic change? The enabling role of corporate stability. *Journal of Management Studies*, 50(7), 1267-1294.

- 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.
- Klein, L. (2016). The Survival Of Interorganizational Networks: A proposal based on Resource Dependence Theory. *Revista de Administracao Mackenzie*, 17(4), 153-175.
- Krause, R., Semadeni, M., & Cannella Jr, A. A. (2014). CEO duality: A review and research agenda. *Journal of Management*, 40(1), 256-286.
- Krause, R., Withers, M.C., & Waller, M.J. (2024). Reducing bias through board decision-making: An information-processing model of board decision synergy. *Academy of Management Review*, 0(0), 1-23.
- 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.
- Lei, A. C., & Deng, J. (2014). Do multiple directorships increase firm value? Evidence from independent directors in Hong Kong. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 25(2), 121-181.
- Lee, K. W., & Lee, C. F. (2014). Are multiple directorships beneficial in East Asia. *Accounting and Finance*, 54, 999-1032.
- 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.
- Lubatkin, M., Schulze, W., Ling, Y., & Dino, R. (2005). The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms. *Journal of Organizational Behavior*, 26, 313-330.
- Markarian, G., & Parbonetti, A. (2007). Firm complexity and board of director composition. *Corporate governance: an international review*, 15(6), 1224-1243.
- Masulis, R. W., & Mobbs, S. (2011). Are all inside directors the same? Evidence from the external directorship market. *Journal of Finance*, 66(3), 823-872.
- 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.
- Mirone, F., Sancetta, G., Sardanelli, D., & Mele, S. (2021). How independent directors affect firms' performance and sustainability: An analysis of Italian firms. *Corporate Governance and Organizational Behavior Review*, 5(2), 72-81.
- Mirza, N. I., Malik, Q. A., & Mahmood, C. K. (2020). The value of board diversity in the relationship of corporate governance and investment decisions of pakistani firms. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 6(4), 1-16.
- Nadkarni, S., & Narayanan, V. K. (2007). Strategic schemas, strategic flexibility, and firm performance: The moderating role of industry clockspeed. *Strategic Management Journal*, 28(3), 243-270.

- 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.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. Stanford University Press.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative science quarterly*, 218-228.
- Rebeiz, K. S. (2018). Relationship between boardroom independence and corporate performance: Reflections and perspectives. *European Management Journal*, 36(1), 83-90.
- Rechner, P. L., & Dalton, D. R. (1989). The impact of CEO as board chairperson on corporate performance: evidence vs. rhetoric. *Academy of Management Perspectives*, 3(2), 141-143.
- Ruigrok, W., Peck, S. and Keller, H. (2006), "Board Characteristics and Involvement in Strategic Decision Making: Evidence from Swiss Companies, *Journal of Management Studies*, 43(5), 1201-1226.
- Schnake, M. E., & Williams, R. J. (2008). Multiple directorship and corporate misconduct: the moderating influences of board size and outside directors (cover story). *Journal of Business Strategies*, 25(1), 1-14.
- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *The journal of finance*, 54(5), 1829-1853.
- Shleifer, A., & Vishny, R.W. (1997). A survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Saona, P., Muro, L., & Alvarado, M. (2020). How do the ownership structure and board of directors' features impact earnings management? The Spanish case. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 31(1), 98-133.
- Useem, M. (2006). How well-run boards make decisions. *Harvard Business Review*, 130-138.
- Van den Berghe, L. A. A. & Levrau A. (2004). Evaluating Boards of Directors: what constitutes a good corporate board? *Blackwell Publishing*, 4(12), 461-478
- Van Ees, H., Gabrielsson, J., & Huse, M. (2009). Toward a behavioral theory of boards and corporate governance. *Corporate governance: An international review*, 17(3), 307-319.
- 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.
- 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.
- Wiersema, M. F., & Bantel, K. A. (1992). Top management team demography and corporate strategic change. *Academy of Management journal*, 35(1), 91-121.
- Zald, M. N. (1969). The power and functions of boards of directors: A theoretical synthesis. *American Journal of Sociology*, 75(1), 97-111.
- Zhang, Y., & Rajagopalan, N. (2010). 'Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance'. *Strategic Management Journal*, 31, 334-346.