

Auteursrechterlijke overeenkomst

Opdat de Universiteit Hasselt uw eindverhandeling wereldwijd kan reproduceren, vertalen en distribueren is uw akkoord voor deze overeenkomst noodzakelijk. Gelieve de tijd te nemen om deze overeenkomst door te nemen, de gevraagde informatie in te vullen (en de overeenkomst te ondertekenen en af te geven).

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling met

Titel: De determinanten van goede corporate governance in een wereldwijde context

Richting: master in de toegepaste economische wetenschappen - accountancy en financiering
2008

Jaar:

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Ik ga akkoord,

VANHINSBERGH, Glenn

Datum: 5.11.2008

De determinanten van goede corporate governance in een wereldwijde context

Glenn Vanhinsbergh

promotor :
Prof. dr. Wim VOORDECKERS

Woord vooraf

Deze eindverhandeling vormt het sluitstuk van mijn opleiding tot het behalen van de graad Master in de Toegepaste Economische Wetenschappen, optie accountancy en financiering, aan de Universiteit Hasselt. Vooraleer over te gaan tot de voorstelling van deze masterproef, voel ik mij eerst verplicht om een dankwoord te richten tot de mensen die mij doorheen deze eindverhandeling en mijn gehele studietijd hebben gesteund.

Eerst en vooral gaat mijn dank uit naar mijn promotor, Prof. dr. Wim Voordeckers, voor zijn adviezen, suggesties en deskundige ondersteuning gedurende het academiejaar die een grote hulp zijn geweest bij het tot stand komen van deze eindverhandeling.

Ook wil ik een dankwoord richten aan mijn vrienden, kotgenoten en familie voor hun steun en begrip gedurende mijn hele studietijd. Voorts ook een bedankje voor mijn werkgever en mijn collega's voor hun flexibele opstelling en interesse in mijn studieactiviteiten.

Ten slotte verdienen mijn ouders een speciaal dankwoord voor hun onvoorwaardelijke morele en financiële steun om deze opleiding tot een goed einde te brengen.

Glenn Vanhinsbergh

Juni, 2008

Samenvatting

Naar aanleiding van grote fraudezaken wereldwijd is de ontwikkeling van corporate governance in een stroomversnelling gekomen. Niet alleen werd het vertrouwen van de investeerders beschaamd door de vele fraudegevallen maar ook de bredere omgeving met de stakeholders werd hierdoor getroffen. De nood om het vennootschapsrecht te moderniseren en het deugdelijk ondernemingsbestuur te versterken is hierdoor duidelijk.

Het belang van goede corporate governance voor het bedrijfsleven valt niet te onderschatten. Landen met goede corporate governance systemen vormen niet alleen voor binnenlandse bedrijven een attractieve voedingsbodem om te bloeien en te investeren, maar ook voor buitenlandse investeerders en promoten dus economische groei.

Vanuit het praktijkprobleem in **hoofdstuk 1** komen we tot de volgende centrale onderzoeksvraag, **welke factoren dragen bij tot goede corporate governance in een wereldwijde context.**

In **hoofdstuk 2** wordt corporate governance in het algemeen behandeld. We gaan eerst in op de **geschiedenis en ontwikkeling** van corporate governance. We kunnen teruggaan tot in de Middeleeuwen waar men corporate governance al als een belangrijke kwestie beschouwde. Eerst werd vertrouwd op verwantschap en familiebanden om de interesses van de agent en de principaal op één lijn te brengen. Later zag men de noodzaak in van een wettelijke regeling. In de 16de eeuw was er de Vereenigde Oostindische Compagnie. Hier werd een regelgeving ontwikkeld om de openheid en transparantie te vergroten. De beurscrash van 1929 en de overnameboom in de jaren tachtig brachten telkens een golf van corporate governance hervormingen teweeg. Ook recent na de schandalen van Enron en WorldCom werd corporate governance weer op de wereldwijde agenda geplaatst.

Vervolgens bespreken we kort de **agency theorie**. Het agency probleem ligt aan de basis van de corporate governance problematiek en ontstaat wanneer er een scheiding is tussen controle en eigendom.

Verder worden de **corporate governance codes** van naderbij bekeken. Vanaf 1978 worden corporate governance principes gebundeld in een code en hoewel elke land zijn eigen

specifieke accenten legt in zijn code, zijn er een viertal principes waarop elke code gebaseerd is: (1) eerlijkheid tegenover de aandeelhouders, (2) het vergroten van de aansprakelijkheid van de raad van bestuur en het management, (3) transparantie en het tijdig en accuraat rapporteren van financiële en niet-financiële informatie en (4) het verdedigen van de rechten van minderheidsaandeelhouders en stakeholders.

Ook bij de **ontwikkelaars van corporate governance codes** wordt even stilgestaan. We kunnen de ontwikkelaars in zes verschillende categorieën indelen. De eerste categorie is de beurs, verder is er de overheid, de bestuurdersverenigingen, managersberoepsverenigingen, professionele beroepsverenigingen en ten slotte worden de investeerdersverenigingen genoemd als ontwikkelaars.

Een belangrijk kenmerk van de corporate governance codes is sinds het Cadbury Report in 1992 het '**comply or explain**' of het 'pas toe of leg uit' principe. De kern van dit principe houdt in dat het volgen van de aanbevelingen van een code niet verplicht is, maar de openbaarmaking dat het bedrijf al dan niet de code toepast, is wel verplicht.

Vervolgens wordt de **implementatie van corporate governance codes** aangehaald. Hier worden verschillende soorten codes besproken, gaande van vrijwillige codes tot codes opgenomen in de wet en de vele varianten die zich tussen deze twee bevinden.

In **hoofdstuk 3** wordt begonnen met het identificeren van de **determinanten van corporate governance**. In de literatuur worden twee belangrijke mechanismen onderscheiden voor het adopteren van corporate governance praktijken, het **efficiëntie principe** en de **sociale wettiging**.

In **hoofdstuk 4** gaan we van start met de **hypothesetoetsing**. De **univariate analyse** zal gebeuren op basis van de niet-parametrische Mann-Whitney test en de **multivariate analyse** zal aan de hand van een logistische regressie uitgevoerd worden.

Dit leidt ons tot het besluit in **hoofdstuk 5**. Als antwoord op onze centrale onderzoeksvraag kunnen we stellen dat een grote **vrijheid van de pers**, grote **democratische aansprakelijkheid**, een grote **kapitaalmarkt**, een hoge **welvaartsstatus** van de burgers, **grote ondernemingen** en een lang **lidmaatschap van de Wereldhandelsorganisatie** belangrijke factoren zijn van een land om tot goede corporate governance te komen.

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1	Probleemstelling	8
1.1	Praktijkprobleem	8
1.2	Centrale onderzoeksvraag	9
1.3	Onderzoeksopzet	9
1.4	Definities van kernbegrippen	10
Hoofdstuk 2	Corporate Governance	12
2.1	Geschiedenis en ontwikkeling	12
2.2	De agency theorie	15
2.3	Corporate governance codes	17
2.4	Ontwikkelaars van corporate governance codes	28
2.5	Comply or explain	34
2.6	Implementatie van corporate governance codes	40
Hoofdstuk 3	Determinanten van corporate governance	50
3.1	De verspreiding van corporate governance codes – efficiëntie en wettiging	50
3.2	Endogene krachten om de doeltreffendheid of efficiëntie van het corporate governance systeem te verhogen	52

3.3	Exogene krachten die de sociale wettiging van het corporate governance systeem stimuleren	55
Hoofdstuk 4	Hypothesetoetsing	60
4.1	Dataverzameling	60
4.2	Statistische methoden	63
4.3	Bespreking empirische resultaten van de univariate analyse	65
4.4	Controle van de robuustheid van de univariate analyse	70
4.5	Bespreking empirische resultaten van de multivariate analyse	74
Hoofdstuk 5	Besluit	78

Lijst van geraadpleegde werken

Lijst van tabellen

Lijst van figuren

Bijlagen

Hoofdstuk 1 Probleemstelling

1.1 Praktijkprobleem

Naar aanleiding van grote fraudezaken wereldwijd is de ontwikkeling van corporate governance in een stroomversnelling gekomen.

Als grootste drijfveer van corporate governance kunnen we verwijzen naar Enron, tot dan toe het grootste faillissement in de Amerikaanse geschiedenis. Via gebrekkige controlestructuren, het frauduleuze gebruik van boekhoudkundige constructies en insider trading werd de buitenwereld misleid en konden de bedrijfsvoerders zichzelf verrijken. Maar ook Europa met Parmalat en zelfs België met ondermeer Lernhaut & Hauspie en Picanol laat zich hierin niet onbetuigd.

Niet alleen werd het vertrouwen van de investeerders beschaamd door de vele fraudegevallen, maar ook de bredere omgeving met de stakeholders werd hierdoor getroffen. De nood om het vennootschapsrecht te moderniseren en het deugdelijk ondernemingsbestuur te versterken is hierdoor duidelijk.

Zoals we kunnen zien is corporate governance wereldwijd aan een enorme ontwikkeling toe. Corporate governance staat momenteel dan ook op de agenda in Europa, de Verenigde Staten, Japan en de opkomende markten van Oost-Europa en Azië. Wereldwijd worden tal van corporate governance codes opgesteld als reactie op deze schandalen waardoor er honderden verschillende corporate governance codes en standaarden zijn die de verschillende rechtstradities en nationale werkwijzen van de diverse landen weerspiegelen (www.iccwbo.org, 2005).

Als belangrijke mijlpalen kunnen we hierbij verwijzen naar de uitvaardiging in 2002 van de Sarbanes-Oxley Act in de Verenigde Staten en de mededeling van de Europese Commissie op 21 mei 2003 waarin ze elke lidstaat aanbeveelt om een nationale referentiecode aan te nemen. Waaraan de betrokken beursgenoteerde vennootschappen moeten voldoen volgens het principe van "comply or explain".

In België werd als reactie op deze aanbeveling op 22 januari 2004 de Commissie Corporate Governance opgericht door de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA), het Verbond van Belgische Ondernemingen (VBO) en Euronext. Dit resulteerde op 9 december 2004 in de Code Lippens voor de beursgenoteerde bedrijven. Deze corporate governance code vervangt de drie tot dan toe bestaande documenten in België met aanbevelingen inzake corporate governance (www.corporategovernancecommittee.be, 2003).

Het belang van goede corporate governance voor het bedrijfsleven valt niet te onderschatten. Landen met goede corporate governance systemen vormen niet alleen voor binnenlandse bedrijven een attractieve voedingsbodem om te bloeien en te investeren, maar ook voor buitenlandse investeerders en promoten dus economische groei (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).

1.2 Centrale onderzoeksvraag

Vanuit het praktijkprobleem komen we tot de volgende centrale onderzoeksvraag:

“Welke factoren dragen bij tot goede corporate governance in een wereldwijde context”

We kunnen hier spreken van ‘Second Generation’ international corporate governance onderzoek waarbij we ondermeer gaan kijken naar de impact van gewoontes, culturele verschillen, de economische omgeving en verschillende rechtssystemen op corporate governance (Dennis & McConnell, 2003).

Wij gaan hier dus opzoek naar factoren in een land die leiden tot de invoering van goede corporate governance.

1.3 Onderzoeksopzet

We kunnen ons theoriegericht onderzoek opdelen in 3 fasen: een exploratief onderzoek, een verklarend onderzoek en een hypothesetoetsend onderzoek.

➤ Fase 1: Exploratief onderzoek

Het exploratief onderzoek bestaat uit een uitgebreid literatuuronderzoek waarin we eerst gaan kijken naar de geschiedenis en ontwikkeling van corporate governance. We verklaren wat corporate governance inhoudt en de bijbehorende principes. Hier gaan we ook dieper in op de

belangrijkste achterliggende theorie waarop corporate governance gebaseerd is, namelijk de agency theorie.

➤ **Fase 2: Verklarend onderzoek**

In dit verklarend onderzoek gaan we ook d.m.v. een literatuurstudie opzoek naar mogelijke verbanden tussen goede corporate governance en bepaalde structuren, gewoontes en rechtssystemen in een land.

➤ **Fase 3: Hypothesetoetsend onderzoek**

Uiteindelijk gaan we in deze laatste fase, het hypothesetoetsend onderzoek, een aantal hypothesen formuleren die voortvloeien uit het verklarend onderzoek. Deze gaan we vervolgens, met behulp van het statistische verwerkingsprogramma SPSS, aan een statistische analyse onderwerpen als sluitstuk van dit theoriegericht onderzoek.

1.4 Definities van kernbegrippen

Enkele begrippen uit de centrale onderzoeksvraag vragen om verduidelijking vooraleer we het onderzoek aanvatten.

Corporate governance is door vele onderzocht wat een waaier van definities heeft opgeleverd. Door Rittenberg en Schwieger (2005) wordt corporate governance gedefinieerd als het proces waarbij de eigenaars en schuldeisers van een organisatie controle uitoefenen en ze aansprakelijkheid verkrijgen voor de middelen die ze aan de organisatie hebben toevertrouwd. De eigenaars (aandeelhouders) kiezen een raad van bestuur om zo controle te verkrijgen over de activiteiten van de organisatie. Een vergelijkbare definitie wordt gegeven door Schleifer & Vishny (1997), volgens wie corporate governance handelt over de manieren waarop de verschaffers van de financiering van een onderneming verzekeren dat ze een aanvaardbare return op hun investering krijgen. Volgens Wolfensohn (1999) handelt corporate governance dan weer over het promoten van eerlijkheid, transparantie en aansprakelijkheid. Keasey, Thompson & Wright (2005) schrijven dat een effectief corporate governance systeem twee vereiste heeft, één micro en één macro. Op het microniveau moet corporate governance ervoor zorgen dat het bedrijf, als een productieve entiteit, functioneert in achtereenvolgende van zijn objectieven. Dus wanneer we de traditionele Anglo-Amerikaans opvatting toepassen, is een bedrijf een mechanisme om de welvaart van zijn eigenaars - aandeelhouders te verbeteren. We

kunnen corporate governance dan definiëren als een middel dat ervoor zorgt dat die beslissingen worden genomen en ingevoerd die de aandeelhouderwaarde ten goede komen. Dit gaat gepaard met maatregelen die het neerwaartse risico voor de aandeelhouders beperken, dus regels die betrekking hebben op de aansprakelijkheid van de managers. Maar ook maatregelen die de managers aanzetten om risico's te nemen om de aandeelhouderswaarde te vergroten, dus regels die de managers aanzetten om zich ondernemend te gedragen. Wanneer het objectief van het bedrijf verandert van het Anglo-Amerikaanse aandeelhoudersmodel naar bijvoorbeeld het meer in continentaal Europa toegepaste stakeholdermodel, dus met inbegrip van de werknemers, leveranciers, ... verandert het objectief dat wordt nagestreefd maar de noodzaak van corporate governance regels om dit doel te bereiken blijft van toepassing. Op het macroniveau is corporate governance geëvolueerd in het meer doeltreffend promoten van de allocatie van het nationale spaargeld naar zijn meest productieve toepassing. De schandalen van Enron, WorldCom, Parmalat, ... zijn een herinnering, dat wanneer het falen op het bedrijfsniveau voldoende uitgebreid en ernstig is, er enerzijds op korte termijn een misallocatie is van de beschikbare fondsen en anderzijds dat zich systematische problemen voordoen voor investeringen op lange termijn als het vertrouwen geschaad is. Als laatste halen we ook nog de volgende definitie van corporate governance aan. Corporate governance richt zicht op het zoeken naar een evenwicht tussen economische en sociale doelen en individuele en gemeenschappelijke doelen. Het corporate governance raamwerk stimuleert het efficiënte gebruik van de beschikbare bedrijfsmiddelen en de aansprakelijkheid voor het gebruik van deze middelen. Uiteindelijk heeft corporate governance als doel de interesses van individuen, ondernemingen en de gemeenschap zo goed mogelijk met elkaar te laten samenvallen (Cadbury, 1999).

Onder "factoren die bijdragen tot" verstaan we alle mogelijke structuren, gewoontes, tradities, rechtssystemen, beschermingsmechanismen, die in een land aanwezig zijn.

Omdat de term "wereldwijd" nogal abstract is, gaan we uit van de 49 landen die ook als basis hebben gediend voor het onderzoek van Aguilera en Cuervo-Cazurra, waaruit dit onderzoek voortvloeit. Zij hebben op hun beurt gekozen voor de 49 landen die voorkomen in de dataset van La Porta, e.a. (1998), en dit om vergelijkingen mogelijk te maken en een aantal van hun berekeningen te kunnen overnemen.

Hoofdstuk 2 Corporate Governance

2.1 Geschiedenis en ontwikkeling

Hoewel corporate governance vooral de laatste decennia op veel aandacht kan rekenen en als een nieuw onderzoeksgebied wordt beschouwd, is het concept van corporate governance al veel langer bekend.

Zo schreef Adam Smith (1776) enkele eeuwen geleden al in zijn *Wealth of Nations* het volgende: van bestuursleden van ondernemingen, handelend als managers van andermans geld, kan niet worden verwacht dat zij handelen met dezelfde bezorgdheid als bedrijfsvoerders die beslissingen moeten nemen over hun eigen geld. Enkele eeuwen later beschreven Berle and Means (1932) ook de scheiding tussen controle en eigendom.

Maar we kunnen zelfs nog verder teruggaan in de tijd, in de Middeleeuwen zag men al de noodzaak om corporate governance als een belangrijke kwestie te beschouwen. Oorspronkelijk vertrouwde men toen vooral op zelfregulerend karakter van verwantschap en familiebanden om de interesses van de agent en de principaal op één lijn te brengen. Door het ontstaan van lange afstand handelsrelaties werd de noodzaak duidelijk om een wettelijk kader te ontwikkelen om afwijkingen van afspraken en regels te voorkomen, want niet-wettelijke mechanismen leverden maar een gedeeltelijke oplossing voor het governance probleem. Zo werden openbaarmakingmechanismen en dwingende regels opgelegd via een systeem van notarissen, gilden en handelsrechtbanken. Het ontstaan van wettelijke instituten zorgde voor een snelle groei van de handelswet in West-Europa en was ook een drijfveer voor de handel in de Middeleeuwen. In de 10de eeuw ontstond ook de 'commenda', een organisatievorm met de bedoeling om kapitaal te verzamelen om overzeese expedities te bekostigen (McCahery & Vermeulen, 2006). Een commenda had twee soorten partners, enerzijds de passieve investeerder met beperkte aansprakelijkheid, die voor het kapitaal zorgde en anderzijds de handelaar/schipper die de handelsreis ondernam met onbeperkte aansprakelijkheid. Door de beperkte aansprakelijkheid van de investeerder werd deze beschermd tegen het opportunistische gedrag van de handelaar, er was sprake van een ruil tussen beperkte aansprakelijkheid en het gebrek aan controle (Hansmann, Kraakman & Squire, 2006).

Op het einde van de 16de eeuw werd door de Nederlanders gebruik gemaakt van variaties op deze commenda, namelijk de voorcompagnieën. De voorcompagnieën werden door de Nederlanders opgericht om informatie asymmetrie en agency problemen te reduceren tijdens de handelsreizen naar Azië. Door de conflicten met de Portugezen en de Engelsen besloot men in 1602 om de verschillende voorcompagnieën, die elk hun oorsprong hadden in de verschillende steden, te integreren in één geheel en zo ontstond de Vereenigde Oostindische Compagnie (VOC). Om vervolgens de samenwerking tussen de verschillende voorcompagnieën te structureren werd een charter gecreëerd, met de bedoeling om potentiële samenwerkingsproblemen en belangenconflicten te voorkomen. Ondanks deze poging tot hervorming waren de investeerders niet tevreden, ondermeer over de dividendpolitiek, de onduidelijke boekhouding en het gebrek aan openheid en transparantie. Als reactie op de investeerders hun ontevredenheid werd door de Nederlandse overheid de VOC in 1622 verplicht tot volledige openheid en transparantie van de boekhouding. Verder werd in 1623 het 'comité van negen', gekozen uit belangrijke investeerders, opgericht om het management met raad bij te staan en de financiële informatie van de VOC te analyseren.

Hoewel met deze hervormingen de eerste stappen in corporate governance werden gezet, waren er nog menige voorbeelden van fraude en misleiding. Zo was er ondermeer in 1720 de val van het Franse Compagnie du Mississippi en de uiteenspatting van de Britse South Sea Company bubbel. In beide gevallen werden de investeerders misleid door valse informatie. De investeerders van Compagnie du Mississippi werden vage objectieven voorgehouden in verband met de controle van de tabaksindustrie enerzijds en de promotie van immigratie anderzijds. Wanneer het vertrouwen van de investeerders verdween, hield het bedrijf op te bestaan waardoor velen teleurgesteld achterbleven. Het Britse South Sea Company werd de monopolie toegewezen over de Engelse handel in Zuid-Amerika, dit trok vele investeerders aan. Wel werd de vitale informatie, dat deze regio onder de controle van de Spanjaarden viel, achtergehouden. In feite was South Sea Company niet meer dan een lege huls (McCahery & Vermeulen, 2006).

Een volgend belangrijk moment is de beurscrash van 1929 in de Verenigde Staten. Als reactie op de beurscrash in de Verenigde Staten volgt een nieuwe golf corporate governance maatregelen. Zo wordt in 1933 door het congres de 'Securities Act of 1933' gestemd. Hiermee werd de Securities Exchange Commission (SEC) opgericht als publieke waakhond. Ze onderzoekt overtredingen van de Securities act en legt ook sancties op (Barlyn, 2008;

McCahery & Vermeulen, 2006). Deze wet zorgde er ook voor dat alle publiekelijk aangeboden aandelen geregistreerd moesten worden bij de SEC en dat misleide investeerders de mogelijkheid hebben om de fraudeurs voor de rechtbank te dagen. Verder moet alle belangrijke informatie openbaar gemaakt worden. Niet veel later volgde de 'Securities Exchange Act of 1934', deze wet gaat verder met anti-fraude maatregelen. Zo moet er periodiek belangrijke informatie zoals ondermeer de financiële staten, de remuneratie van de bestuursleden, mogelijke belangenconflicten, ... openbaar gemaakt worden. Ook in andere landen werden soortgelijke stappen ondernomen om de corporate governance te verbeteren.

In het algemeen was er buiten het voorzien van wettelijke procedures voor het maken van beslissingen en de verbetering van de transparantie geen behoefte aan verdere regelgeving. Men ging ervan uit dat reputatie, remuneratie, marktmechanismen, faillissementssystemen en crediteur structuren de agency problemen voldoende inperkten.

Door de overname boom in de jaren 80 werd corporate governance wederom op de agenda geplaatst (Jensen & Chew, 1995). De corporate governance structuren die voor de boom op plaats waren, gaven vooral de managers macht en zo waren er bijgevolg weinig stimulansen om rekening te houden met de bekommernissen van de aandeelhouders (Jensen & Chew, 1995; Holstrom & Kaplan, 2001). Door de sterke overnamemarkt vielen de interesses van de managers samen met deze van de aandeelhouders. De controle van een onderneming transformeerde in een marktplaats waar de hoogste bidder ervoor zorgde dat de interesses van de eigenaars werden nagestreefd (Jensen & Chew, 1995).

De financiële schandalen van Enron en WorldCom in de Verenigde Staten en van ondermeer Parmalat in Europa heeft het publiek andermaal wakker geschud en heeft opnieuw gewezen op de gevaren van slecht bestuurde ondernemingen. Dit heeft een nieuwe golf van corporate governance maatregelen teweeggebracht aan beide zijden van de Atlantische oceaan (McCahery & Vermeulen, 2006).

Als besluit kunnen we stellen dat we in een tijdperk zijn beland waarin de kwaliteit van corporate governance een cruciaal element is geworden voor de overleving van een bedrijf (Corporate Governance Forum, 1999).

2.2 De agency theorie

Aan de basis van de corporate governance problematiek ligt het agency probleem of het principaal - agent probleem. Zoals we verder zullen zien, zijn de regels in de zogenaamde corporate governance codes ook gericht op het bestrijden van dit probleem. Er bestaan ook enkele alternatieve theorieën over de relatie van de manager en de aandeelhouders, zoals de stewardship theorie. In tegenstelling tot de agency theorie gaat deze theorie ervan uit dat de managers in de eerste plaats goed werk willen leveren. Er is hier bijgevolg geen conflict tussen de interesses van de manager en de eigenaars (Hung, 1998).

Het agency probleem ontstaat wanneer er een scheiding is tussen controle en eigendom. De agency theorie is gericht op de agency relatie, die als een contract kan gedefinieerd worden waarbij één of meerdere personen (de principaal) een andere persoon (de agent) in dienst neemt om voor hen bepaalde taken uit te voeren. Dit gaat gepaard met het delegeren van een zekere beslissingsbevoegdheid aan de agent. Wanneer beide partijen in deze relatie nutmaximerend zijn, is het zeer waarschijnlijk dat de agent niet altijd zal handelen in het belang van de principaal (Jensen & Meckling, 1976). De personen in de agency relatie hebben verschillende doelen en interesses. De agency theorie gaat ervan uit dat individuen zich opportunistisch gedragen, ze zullen altijd proberen om hun eigen nut te maximaliseren. Dus er is geen garantie dat de agent altijd in het belang van de principaal zal optreden, integendeel de agenten zullen continu in de verleiding komen om hun eigen doelen na te streven (Fontrodona & Sison, 2006).

Volgens Hansmann en Kraakman (2004) kunnen we drie verschillende agency problemen in ondernemingen onderscheiden. Een eerste handelt over het conflict tussen de eigenaars van het bedrijf en de aangestelde managers. Hier zijn de eigenaars de principaal en de managers zijn de agenten. Het probleem situeert zich in het verzekeren dat de managers handelen naar de interesses van de eigenaars en niet naar de persoonlijke interesses van de managers. Het conflict tussen de eigenaars die de meerderheid of de controle van het bedrijf bezitten en de minderheids of niet-controlerende aandeelhouders vormt het tweede agency probleem. Hier zijn de minderheidsaandeelhouders de principaal en de controlerende aandeelhouders zijn de agent. Hier ligt de moeilijkheid in het zorgen dat de niet-controlerende partij niet uitgebuit wordt door de controlerende partij. Het derde en laatste agency probleem dat door de auteurs onderscheiden wordt, is dit tussen het bedrijf zelf (inclusief de eigenaars) en de andere

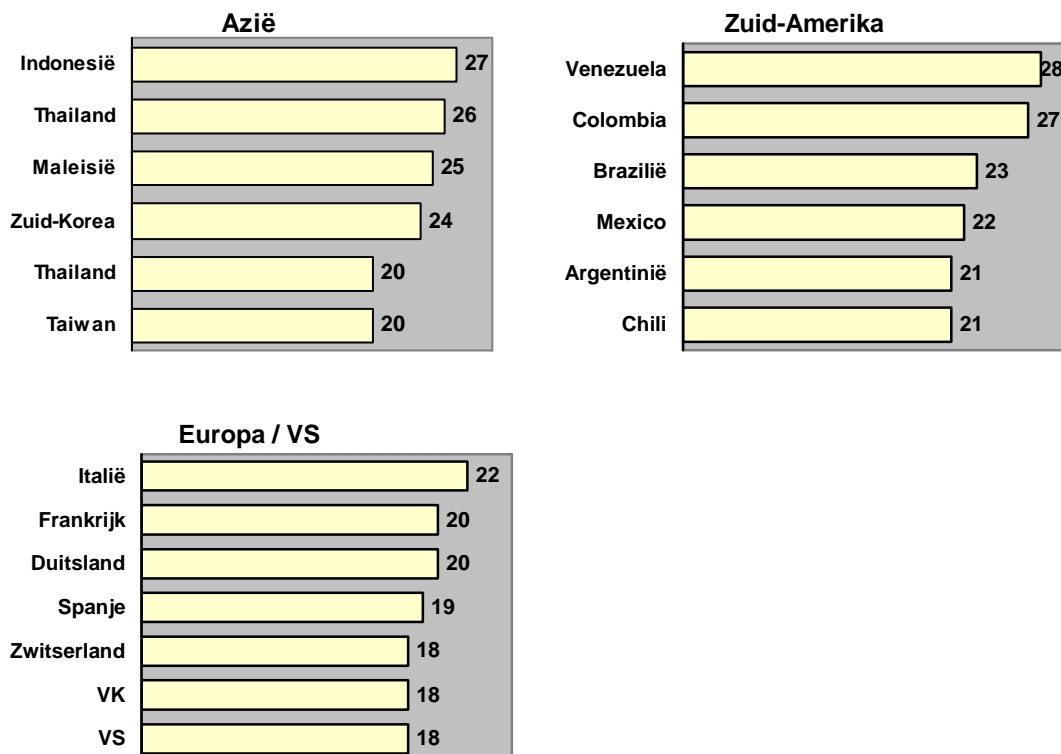
partijen waarmee het bedrijf relaties onderhoudt, zoals de crediteuren, de werknemers en de klanten. Hier moet men ervoor zorgen dat het bedrijf als agent zich niet opportunistisch gedraagt ten opzichte van de verschillende principalen. Dit opportunistische gedrag kan zich bijvoorbeeld vertalen in het niet betalen van de crediteuren, het uitbuiten van de werknemers of het misleiden van de klanten.

De principaal kan het afwijken van zijn belang beperken door gepaste stimulansen voor de agent te ontwerpen en door het oplopen van controle kosten om de afwijkende activiteiten van de agent te beperken (Jensen & Meckling, 1976). Zo kan men investeren in informatiesystemen zoals budgetteringsystemen, rapportage procedures, een actieve raad van bestuur, enzovoorts. Een andere optie is om resultaatgebaseerde contracten te gebruiken waardoor de interesses van de principaal en agent op één lijn worden gebracht (Eisenhardt, 1989) .

De wet en ook de corporate governance codes kunnen een belangrijke rol spelen in het reduceren van de agency kosten (Hansmann & Kraakman, 2004; La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer & Vishny, 1999). De wet voorziet de investeerders en aandeelhouders van bepaalde krachten om hun investering te beschermen tegen het gedrag van het management. In het geval van aandeelhouders gaat dit van het recht om hetzelfde dividend per aandeel te ontvangen als de insiders en het recht om over belangrijke zaken te stemmen tot het recht om de onderneming te vervolgen voor de opgelopen schade (La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer & Vishny, 1999). Ook de regelgeving en procedures om de openbaarmaking van informatie te verbeteren zijn een goed voorbeeld van de bescherming van de principaal (Hansmann & Kraakman, 2004).

2.3 Corporate governance codes

Goede corporate governance is voordelig voor een land. Landen met goede corporate governance zijn aantrekkelijke locaties niet voor alleen voor binnenlandse bedrijven om in te opereren maar ook voor buitenlandse bedrijven om in een land te investeren. Goede governance is geen eigenschap van een land, maar moet worden gekoesterd en steeds worden verbeterd (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004). Volgens Coombes & Watson (2000) is ongeveer 80% van de investeerders bereid om meer te betalen voor een aandeel van een bedrijf met goede corporate governance dan van een bedrijf met slechte corporate governance met vergelijkbare financiële prestaties. Uit drie onderzoeken in respectievelijk Azië, Europa en de Verenigde Staten en Zuid-Amerika blijkt dat een investeerder een premie van 18 percent zou betalen voor een aandeel van een bedrijf uit de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk met goede corporate governance ten opzichte van een bedrijf met vergelijkbare financiële prestaties en slechte corporate governance. Voor een bedrijf gevestigd in Venezuela is een investeerder zelfs bereid om een premie van 28 percent te betalen. Voor de bekomen resultaten van de andere landen zie figuur 1.



Figuur 1 Relatieve premie: De waarde van goede corporate governance in 3 regio's
Bron McKinsey investor opinion survey 1999-2000 (2000)

De grootte van de premie die investeerders wensen te betalen voor een bedrijf met goede corporate governance weerspiegelt de mate van verbetering in de kwaliteit van de financiële rapportering in een bepaald land die volgens hen mogelijk is. Financiële rapportering in Azië en Zuid-Amerika is beperkt en laat vaak te wensen over. Met als gevolg dat investeerders hier een grotere waarde toekennen aan bedrijven met goede corporate governance. In Europa en de Verenigde Staten waar de financiële standaarden hoger zijn, is corporate governance minder belangrijk. De lage premie waarden voor het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten duiden erop dat, volgens de investeerders, deze landen al vergevorderd zijn in het toepassen van corporate governance structuren en dat verbeteringen enkel nog mogelijk zijn door kleine aanpassingen van de governance structuren en het bedenken van nieuwe innovatieve maatregelen. De relatief hogere premies in Continentaal Europa wijzen erop dat investeerders hier nog meer inspanningen verwachten op het gebied van corporate governance (Coombes & Watson, 2000).

Landen met gebrekkige corporate governance kunnen dit op twee manieren verbeteren, het globale corporate governance systeem aanpakken en veranderen ofwel verbeteringen en aanvullingen aanbrengen aan het bestaande corporate governance systeem. Landen kunnen dus hun bestaande wettelijk raamwerk aanpassen om nieuwe governance uitdagingen aan te gaan, maar dat is geen gemakkelijke opgave. Het introduceren van veranderingen in een bestaand wettelijk systeem is een moeilijk en lang proces. De reden hiervoor zijn vooral dat politieke eensgezindheid noodzakelijk is, een bestaand wettelijk systeem diep geworteld zit in de instituties van een land en het deel uitmaakt van een systeem van instituties die zeer traag veranderen (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004). We kunnen hier verwijzen naar de Company Law Reform Bill in het Verenigd Koninkrijk waarvan de opzet in 1998 in gang werd gezet en die vervolgens pas in 2006 door het parlement werd goedgekeurd (MacNeil & Li, 2006). De alternatieve manier om de corporate governance van een land te actualiseren, is een reeks van corporate governance gebruiken die de gebreken van een wettelijk systeem invullen rekeninghoudend met de karaktertrekken van het corporate governance systeem van een land, de aandeelhoudersverspreiding en de stakeholder rechten. Een belangrijk gebruik dat ontwikkeld is om het nationaal corporate governance systeem aan te vullen is de corporate governance code (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004).

Corporate governance codes kunnen beschouwd worden als een reeks van best practices aangaande de raad van bestuur en andere bestuursmechanismen. Deze codes zijn ontwikkeld

om gebreken in corporate governance systemen aan te kaarten, door een reeks van richtlijnen met de bedoeling om de transparantie en aansprakelijkheid van topmanagers en bestuursleden te verbeteren (Zattoni & Cuomo, 2008). Volgens Cuervo-Cazurra & Aguilera (2004) vormt een corporate governance code een uitvoerige reeks van regels voor de samenstelling van de raad van bestuur, de relatie van de raad van bestuur met de aandeelhouders enerzijds en het topmanagement anderzijds, audit en informatie transparantie en de selectie, de remuneratie en het ontslag van de bestuursleden en de topmanagers.

Hoewel elke land zijn eigen specifieke accenten legt in zijn codes, zijn er een viertal principes waarop elke code gebaseerd is. Ten eerste eerlijkheid tegenover alle aandeelhouders van wie de rechten moeten verdedigd worden, vervolgens het vergroten van de aansprakelijkheid van de bedrijven, dus van de raad van bestuur en het management, ten opzichte van de aandeelhouders. Verder de transparantie of het accuraat en tijdig rapporteren van zowel financiële als niet-financiële informatie en als laatste het verdedigen van de rechten van de minderheidsaandeelhouders en andere stakeholders (Coombes & Wong, 2004). Uiteindelijk probeert een code de corporate governance van een bedrijf in het algemeen te verbeteren, vooral wanneer andere mechanismen nalaten de aandeelhouders voldoende te beschermen (Aguilera & Cervo-Cazurra, 2004).

In 1978 kunnen we van de eerste corporate governance code spreken. In januari 1978 verschijnt in de Verenigde Staten het rapport, 'The Role and Composition of the Board of Directors of the Large Publicly Owned Corporation'. Dit rapport bevatte de eerste richtlijnen om de corporate governance in de bedrijfswereld te verbeteren, zo werd afgestapt van de zuiver protocollaire functie van de raad van bestuur en werd deze vervangen door bestuursleden die het management controleren, de financiële prestaties van de onderneming analyseren, In de daaropvolgende jaren werden verschillende codes uitgebracht in de Verenigde Staten ondermeer door de Securities Exchange Commission (SEC) en de New York Stock Exchange.

Op de eerste corporate governance code buiten de Verenigde Staten moeten we evenwel wachten tot 1989, wanneer de Hongkong Stock Exchange hun eerste 'Code of Best Practice, Listing Rules' uitbrengt. In 1991 volgt Ierland, waar de Irish Association of Investment Managers de 'Statement of Best Practice on the Role and Responsibility of Directors of Publicly Listed Companies' opstelt. In het begin van de jaren negentig groeit de ontwikkeling

van corporate governance codes snel, één van de vlaggenscheppen is het 'Cadbury Report – Financial Aspects of Corporate Governance' (Aguilera & Cervo-Cazurra, 2004; Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004). Het Cadbury Committee werd in mei 1991 opgericht door de Financial Reporting Council, de London Stock Exchange en de accountancy beroepsorganisatie om de financiële aspecten van corporate governance te behandelen. De reden van de oprichting was de stijgende ongerustheid over het lage vertrouwen van de gebruikers van de bedrijfsrapporten in zowel de financiële rapportage van de bedrijven als de bekwaamheid van de bedrijfsrevisoren om als beveiliging te fungeren (Cadbury, 1992). Het 'Cadbury Report' introduceerde het 'comply or explain' principe en luidde de exponentiële groei in van het aantal corporate governance codes wereldwijd. Zo volgde ondermeer Frankrijk met het 'Viénot Report', Zuid-Afrika met het 'King Report' en Canada met 'The Toronto Stock Exchange recommendations on Canadian Board practices' in 1995. In 1996 is Hongkong weer aan de beurt met het 'Report on corporate governance in Hongkong' en in 1997 kwam er het 'Peter's Report' in Nederland (Tricker, 2000).

Het lijkt wel dat na iedere serie financiële schandalen en fraudes er een nieuwe golf van corporate governance hervormingen ontstaat. Zo zien we als reactie op de schandalen van WorldCom, Tyco, ... en vooral Enron het ontstaan van de 'Sarbanes Oxley Act' in de Verenigde Staten, die in de zomer van 2002 door het congres wordt goedgekeurd (Deakin & Suzanne, 2004). Vervolgens wordt de 'Sarbanes Oxely Act' op 30 juli 2002 door President George W. Bush als wet aangenomen en vormt hierdoor de grootste hervorming in de Amerikaanse bedrijfswetgeving sinds de New Deal wetgeving in de jaren dertig (Litvak, 2008; Parles, O'Sullivan & Shannon, 2007). Ook in België volgt er op het schandaal van Lernout & Hauspie een toegenomen interesse in corporate governance met als resultaat de ontwikkeling van de 'Belgische Corporate Governance Code' of beter bekend als de 'Code Lippens' in 2004. Zo heeft elke land wel zijn eigen fraudegeval of schandaal wat leidt tot een wereldwijde explosie van corporate governance codes. Voor een overzicht van de meeste recente codes zie tabel 1. In bijlage 1 vindt u een volledig overzicht van de corporate governance codes die wereldwijd zijn ontwikkeld.

Wereldwijde corporate governance codes

LAND	JAAR	NAAM VAN DE CODE
Engels wettelijk systeem		
Australië	2007	Revised Corporate Governance Principles and Recommendations
Bangladesh	2004	The code of Corporate Governance for Bangladesh
Canada	2006	Corporate Governance: Guide to Good Disclosure
Hongkong	2004	Hong Kong Code on Corporate Governance
India	2000	Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance
Ierland	1999	Corporate Governance, Share Option and Other Incentive Schemes
Jamaica	2006	Code on Corporate Governance (final)
Kenia	2002	Principles for Corporate Governance in Kenya
Maleisië	2007	Malaysian Code on Corporate Governance (Revised 2007)
Nieuw Zeeland	2004	Corporate Governance in New Zealand: Principles and Guidelines
Nigeria	2006	Code of Corporate Governance for banks in Nigeria Post Consolidation
Pakistan	2002	Code of Corporate Governance (Revised)
Singapore	2005	Code of Corporate Governance 2005

Slowakije	2002	Corporate Governance Code (Based on the OECD Principles)
Zuid-Afrika	2002	King Report on Corporate Governance for South Africa , King II Report
Sri Lanka	2006	Draft rules on Corporate Governance for Listed Companies
Thailand	2006	The Principles of Good Corporate Governance for Listed Companies 2006
Verenigd Koninkrijk	2006	The Combined Code on Corporate Governance
Verenigde Staten	2007	Final NYSE Corporate Governance Rules
Frans wettelijk systeem		
Argentinië	2004	Codigo de Mejores Practicas de Gobierno de Las Organizaciones para la Republica Argentina
België	2004	Belgian Corporate Governance Code, Code Lippens
Brazilië	2004	Code of Best Practices of Corporate Governance
Cyprus	2006	Cyprus Corporate Governance Code
Frankrijk	2003	The Corporate Governance of Listed Corporations
Griekenland	2001	Principles of Corporate Governance
Indonesië	2007	Code of Good Corporate Governance 2006
Italië	2006	Corporate Governance Code (Codice di Autodisciplina)

Libanon	2006	Corporate Governance Code for Small and Medium Enterprises
Luxemburg	2006	The Ten Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange
Malta	2005	Principles of Good Corporate Governance for Public Interest Companies
Mexico	1999	Codigo de Mejores Practicas Corporativas
Peru	2002	Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas
Portugal	2007	Proposal on the Corporate Governance Code
Roemenië	2000	Corporate Governance Code in Romania
Rusland	2002	The Russian Code of Corporate Conduct
Spanje	2006	Code of Ethics for Companies
Nederland	2004	The Dutch Corporate Governance Code, Code Tabaksblat
Filippijnen	2000	ICD Code of Proper Practices for Directors
Trinidad & Tabogo	2006	Corporate Governance Guideline
Turkije	2003	Corporate Governance Principles
Oekraïne	2003	Ukrainian Corporate Governance Principles
Duits wettelijk systeem		
Oostenrijk	2007	Austrian Code of Corporate Governance

Bulgarije	2007	Bulgarian National Code For Corporate Governance
China	2004	The Code of Corporate Governance for Listed Companies in China
Tsjechië	2004	Corporate Governance code base don the OECD Principles
Estland	2006	Corporate Governance Recommendations
Duitsland	2007	German Corporate Governance Code
Hongarije	2007	Corporate Governance Recommendations
Japan	2004	Principles of Corporate Governance for Listed Companies
Letland	2005	Principles of Corporate Governance and Recommendations on their Implementation
Litouwen	2003	Corporate Governance Code for the Companies Listed on the National Stock Exchange of Lithuania
Macedonië	2003	White Paper on Corporate Governance in South-Eastern Europe
Polen	2007	Code of Best Practice for WSE Listed Companies
Slovenië	2007	Corporate Governance Code
Zuid-Korea	1999	Code of Best Practice for Corporate Governance
Zwitserland	2002	Swiss Code of Best Practices for Corporate Governance
Taiwan	2002	Taiwan Corporate Governance Best Practice Principles
Scandinavisch wettelijk systeem		

Denemarken	2005	Revised Recommendations for Corporate Governance in Denmark
Finland	2003	Corporate Governance Recommendations for Listed Companies
IJsland	2005	Guidelines on Corporate Governance 2nd Edition
Noorwegen	2007	The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance
Zweden	2007	Swedish Code of Corporate Governance

Tabel 1 Wereldwijde corporate governance codes
Bron ECGI (2008), Gregory en Simmelkjaer (2002), La Porta (1998), Siems (2006)

Buiten de individuele landen zijn er ook een nog een aantal supranationale organisaties die geïnteresseerd zijn in corporate governance. Zo is er de 'Organization of Economic Cooperation and Development' (OECD) voor de ontwikkelde landen, de Wereldbank voor de ontwikkelingslanden (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004), de Commonwealth Association of Corporate Governance (CACG) voor de Commonwealth landen (Tricker, 2000) en het International Corporate Governance Network (ICGN). Sommigen beperken zich tot raadgevingen en anderen bundelen hun aanbevelingen in een eigen code. Dit heeft ondermeer geleid tot de 'OECD Principles of Corporate Governance' (2004) en de 'CACG Guidelines: Principles For Corporate Governance In The Commonwealth' (1999) (www.ecgi.org, 2008).

Er is veel onderzoek gebeurd naar het nut van een overkoepelende Europese corporate governance code. Zo komen verschillende onderzoeken en het merendeel van de institutionele investeerders en aandeelhouders tot hetzelfde besluit dat op dit moment een uniforme Europese corporate governance code niet aan de orde is, maar vooral op lange termijn lijkt het idee van een Europese Code niet zo verkeerd. Er bestaat geen twijfel dat een Europese corporate governance code een belangrijke stimulans zou zijn voor de Europese aandelenmarkt. De verschillen in de nationale corporate governance systemen leiden tot onzekerheid en additionele kosten. Een uniforme code van principes voor de hele Europese markt zou het vertrouwen in deze markt juist doen toenemen en grote investeerders ertoe aansporen om zich niet te beperken in hun activiteiten tot één natie maar ook over de landgrenzen heen te investeren. Het belangrijkste argument tegen een dergelijke uniforme

Europese corporate governance code is dat het gewoon te moeilijk of zelfs onmogelijk is om een globale code te ontwerpen door de verschillende politieke en wettelijke condities. Ofwel zou men teveel op de vlakte moeten blijven ofwel zou men teveel uitzonderingen in de code moeten opnemen, waardoor in beide gevallen de code weinig efficiënt zou blijken. Voorlopig blijft de ontwikkeling van corporate governance codes in Europa dus vooral een nationale bevoegdheid, maar de Europese Commissie is de weg aan het plaveien voor een Europese corporate governance code in de toekomst. Met initiatieven zoals de oprichting van een toezichthoudend orgaan in 2004, het European Corporate Governance Forum, met als taak de coördinatie van de verschillende nationale codes en verder de publicatie van belangrijke aanbevelingen over de remuneratie en de onafhankelijkheid van bestuursleden tracht de Europese Commissie in zijn opzet te slagen (Zafirova, 2007).

Hoewel de corporate governance codes als een wereldwijd succes kunnen bestempeld worden, zie maar de lijst van het aantal verschillende landen die een corporate governance code ontwikkeld hebben, zijn er toch een aantal ontwikkelingen die de toekomst van deze codes in gevaar kunnen brengen. Volgens Coombes en Wong (2004) worden de corporate governance codes slachtoffer van hun eigen succes. Doordat de codes de corporate governance in bedrijven overal ter wereld aanzienlijk hebben verbeterd, zijn vele mensen geneigd om hun reikwijdte te vergroten en meer detaillering op te nemen in de codes. In het Verenigd Koninkrijk raadde het Higgs Review in 2003 aan om het aantal principes van de Combined Code van 45 te doen toenemen tot 82 principes. Dit alles kan de geloofwaardigheid van de codes aanzienlijk schaden wanneer bepaalde principes genegeerd worden door de bedrijven omdat men met de corporate governance codes teveel wil regelen. Een ander probleem dat de auteurs aanhalen is dat er een te sterke beklemtoning is op het toepassen van de corporate governance codes in plaats van op het uitleggen van het niet toepassen van de aanbevelingen. Vaak wordt het afwijkende gedrag gewoonweg afgekeurd zonder het aan een diepere analyse te onderwerpen alsof men eerder van 'pas toe of overtreed' uitgaat in plaats van 'pas toe of leg uit'. Hiermee wordt een van de fundamentele kenmerken van corporate governance codes met de voeten getreden, namelijk de flexibiliteit van de codes. Een laatste mogelijke bedreiging van de corporate governance codes is dat men het convergeren van de corporate governance codes te ver drijft. Dit zou kunnen leiden tot een one-size-fits-all mentaliteit. Een belangrijke kracht in deze convergentie is het aanbieden van aandelen op de beurs in verschillende landen, hierdoor worden bepaalde handelwijzen overgenomen. Verder

verkiezen investeerders algemene standaarden in de verschillende landen waarin ze investeren en vaak worden codes zoals deze van het Verenigd Koninkrijk of van de Verenigde Staten door andere landen als leidraad gebruikt bij de ontwikkeling van hun eigen corporate governance code. De convergentie van corporate governance moet men enerzijds verwelkomen omdat dit wijst op de wereldwijde aanvaarding van bepaalde standaarden maar moet men dit niet te ver drijven. Codes in opkomende markten moet zich vooral concentreren op de volledigheid en het op tijd openbaar maken van informatie in plaats van de onafhankelijkheid van de raad van bestuur als prioriteit te beschouwen.

2.4 Ontwikkelaars van corporate governance codes

We kunnen de ontwikkelaars van corporate governance codes onderverdelen in zes categorieën. De eerste categorie is de beurs, wanneer de uitgever van de code de beurs is of het toezichtorgaan van de beurs (securities and exchange commission). Verder is er de overheid, wanneer de corporate governance code door de centrale of federale overheid of door één van zijn ministeries wordt ontwikkeld. Een derde zijn de bestuurdersverenigingen, wanneer de code door een vereniging van bestuurders wordt ontwikkeld en vervolgens zijn er de managersberoepsverenigingen als vierde categorie. Als vijfde categorie worden de professionele beroepsverenigingen vermeld, dit is het geval wanneer verenigingen van accountants of specialisten in de wet governance aanbevelingen neerschrijven in een code. Ten slotte worden de investeerdersverenigingen genoemd als ontwikkelaars, wanneer institutionele investeerders of verenigingen van investeerders een code ontwikkelen.

Hoewel alle corporate governance codes een bundeling van principes zijn om de corporate governance in een bedrijf te verbeteren, variëren de hoofddoelstelling en de specifieke aanbevelingen van een dergelijk code met de ontwikkelaar ervan. De kracht die een corporate governance code bezit om de implementatie ervan op te leggen, varieert ook van ontwikkelaar tot ontwikkelaar met verschillende dwingende, bindende en gelijkvormigheidskrachten om de codes over de bedrijven te verspreiden.

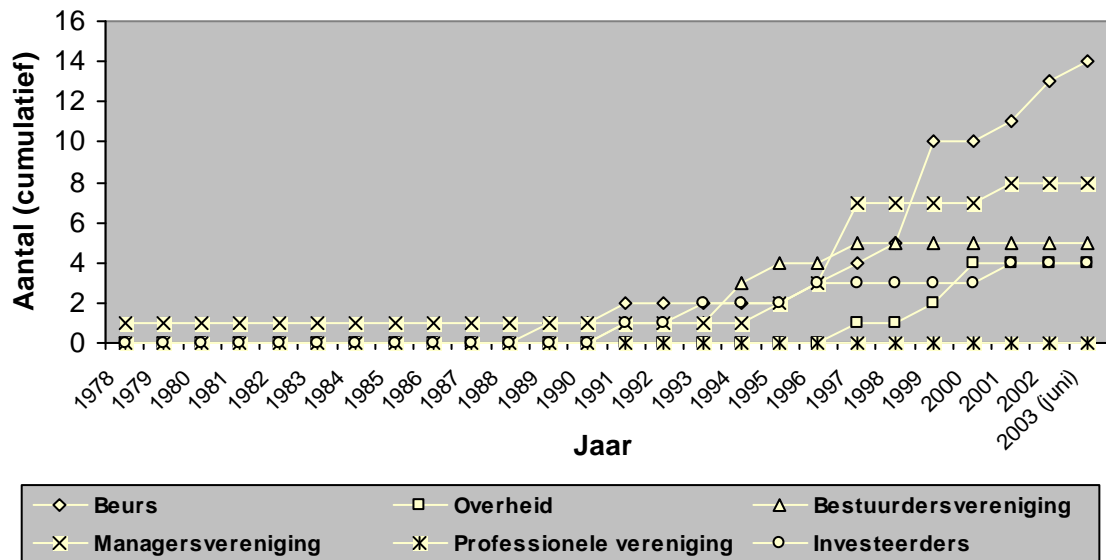
We verdelen de ontwikkelaars in vier verschillende groepen naargelang het nagestreefde objectief van de corporate governance code. De eerste groep wordt gevormd door de beurs en de overheid. Zij promoten de ontwikkeling van corporate governance maatregelen die de groei van de economie in het algemeen bevorderen of de groei van de kapitaalmarkten in het bijzonder vergemakkelijken. In tegenstelling tot de andere ontwikkelaars hebben de beurs en de overheid de bevoegdheid om de corporate governance codes aan de bedrijven op te leggen. Zij kunnen hun aanbevelingen verplichten door de codes over te nemen in de vereisten om op de beurs genoteerd te worden of in de wet. Vervolgens zijn er de investeerdersverenigingen die geïnteresseerd zijn in governance aanbevelingen die hun evaluatie van de bedrijven waarin ze investeren vergemakkelijken. Zij kunnen de bedrijven dwingen de aanbevelingen in de codes te adopteren door hun vertrouwenspositie als vertegenwoordigers van de aandeelhouders. Buiten de macht om hun ongenoegen te uiten over de manier waarop een bedrijf wordt bestuurd, bezitten ze de mogelijkheid om hun relatie met het bedrijf te verbreken wanneer ze

ontevreden zijn over de huidige corporate governance van het bedrijf. De professionele verenigingen zijn geïnteresseerd in praktijken die helpen bij hun werk en standaarden oprichten in de bedrijven voornamelijk op het gebied van transparantie en rapportage. Zij hebben de bindende kracht om de codes aan het bedrijf op te leggen via de eisen van de professionals die voor het bedrijf werken. Ten slotte hebben de bestuurdersverenigingen en de managersverenigingen belangstelling voor die aanbevelingen die hun werk vergemakkelijken. Hierbij wordt gedacht aan aanbevelingen die de interne conflicten tussen bestuurders en het management verminderen. Met deze codes proberen het management en de bestuurders de aandeelhouders ook gerust te stellen over hun capaciteiten om zelf het toezicht op hun activiteiten te organiseren. Soms komt het voor dat de managers en bestuurders tegenstrijdige belangen hebben, maar doordat deze bestuurders vaak ook managers zijn in andere bedrijven worden hun objectieven voor de ontwikkeling van de corporate governance code toch op dezelfde lijn gebracht. Deze dubbele taak van de bestuurders helpt ook om de goede corporate governance aanbevelingen van de codes over de verschillende bedrijven heen te verspreiden. De adoptie en verspreiding van de goede corporate governance principes over verschillende bedrijven wordt tevens beïnvloed door een isomorfe beweging waarbij bedrijven de handelswijze van betere bedrijven gaan kopiëren (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004).

Cuervo-Cazurra en Aguilera (2004) analyseren op twee manieren de ontwikkeling van de corporate governance codes en de ontwikkelaars ervan. Eerst wordt gekeken naar de ontwikkelaar die de eerste code in een land heeft ontwikkeld en vervolgens naar de ontwikkelaars van alle corporate governance codes.

Figuur 2 geeft de ontwikkeling van de corporate governance codes weer op basis van de eerste ontwikkelaar in het land. De analyse hiervan vertelt ons dat het type ontwikkelaar van de eerste corporate governance code in een land verschoven is in de tijd. Van de allereerste codes die wereldwijd geformuleerd werden, zijn de beurs en de managersverenigingen de ontwikkelaars. Zij werden opgevolgd door de investeerders en de bestuurdersverenigingen die een zeer actieve rol speelde in de ontwikkeling van de codes na 1992. Op de overheid is het wachten tot op het einde van de jaren negentig vooraleer zij de eerste corporate governance code uitgeeft. De reden hiervoor kan men zoeken in het feit dat de overheid meer neigt naar het uitgeven van afdwingbare wetten dan van vrijwillige codes. Verder geeft figuur 2 ons meer inzicht in de mate waarin de verschillende ontwikkelaars een actieve rol hebben gespeeld bij het formuleren van een eerste corporate governance code in een land. We zien dat vooral de

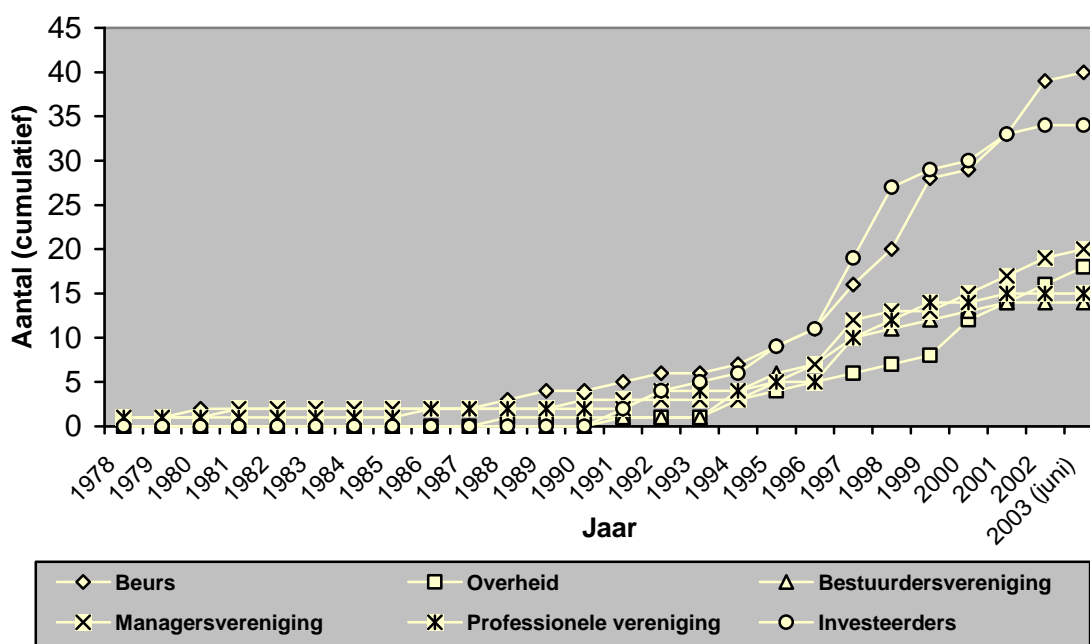
beurs een groot aantal eerste codes op zijn palmares heeft staan, tot en met juni 2003 hadden de beurzen 14 eerste codes wereldwijd ontwikkeld. De managersverenigingen hadden in dezelfde tijdspanne in 8 landen de eerste corporate governance code uitgegeven, de bestuurdersvereniging in vijf landen en de investeerders en de overheid waren de eerste in vier landen. De professionele verenigingen hebben in geen enkel land de eerste corporate governance code uitgegeven (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004). De populaire stelling dat de institutionele investeerders de eerste aanstichters waren van goede corporate governance wordt door de data van Cuervo-Cazurra en Aguilera ontkracht. Het is wel mogelijk dat deze institutionele investeerders de beurzen onder druk hebben gezet om een dergelijke code te ontwikkelen. De actieve rol gespeelde door de managers- en bestuurdersverenigingen geeft hun gezamenlijk verlangen weer om meer effectiviteit in de bestaande corporate governance systemen (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004; Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).



Figuur 2 Type ontwikkelaar van de eerste corporate governance code
Bron Cuervo-Cazurra & Aguilera (2004)

Niet alleen uit de analyse van het type ontwikkelaar van de eerste corporate governance code van een land kan men interessante informatie afleiden. Het is ook boeiend om de activiteiten van de verschillende ontwikkelaars te analyseren wanneer we naar alle uitgegeven codes kijken. Figuur 3 illustreert de cumulatieve ontwikkeling van alle codes van goede governance van 1978 tot juni 2003. Het grootste verschil met de analyse van de ontwikkeling van de eerste code in een land is de zeer actieve rol die de investeerder nu spelen in de ontwikkeling van corporate governance codes. Hoewel de investeerders niet de leiding hebben genomen bij

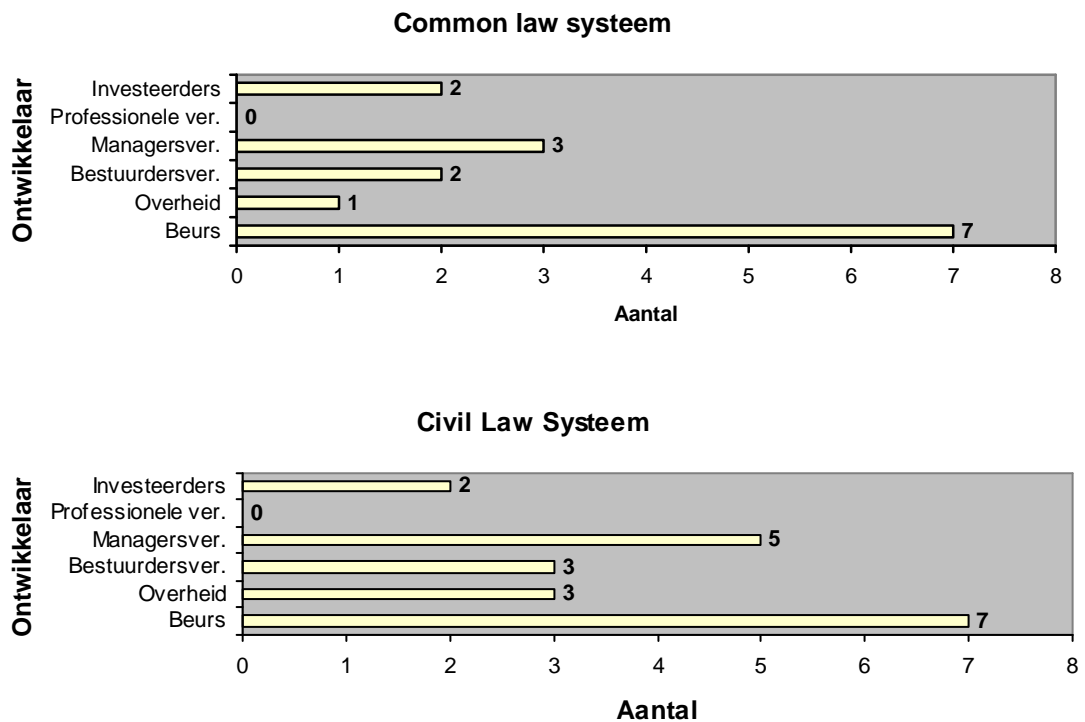
de ontwikkeling van corporate governance codes, tonen ze toch een grote interesse om de corporate governance systemen te verbeteren door gebruik te maken van codes met aanbevelingen. Van de 141 codes die tegen juni 2003 uitgegeven waren, ontwikkelde de beurs er 40 of 28 %, terwijl de investeerders 34 codes of 24% produceerde. De andere ontwikkelaars hebben aanzienlijk minder codes uitgegeven. De managersverenigingen produceerde 20 corporate governance codes of 14% van het totale aantal uitgegeven codes. Dit is merkwaardig omdat de codes toch vaak principes bevatten die het gedrag van de managers zelf controleren. Verder heeft de overheid er 18 of 13% gegenereerd en de professionele verenigingen produceerde in totaal 15 codes of 11%. Ten slotte zijn de bestuurdersverenigingen de minst productieve ontwikkelaar met 14 codes of 10%, ondanks dat zij het onderwerp uitmaken van de regulering via de corporate governance codes (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004).



Figuur 3 Type ontwikkelaar van de corporate governance codes
Bron Cuervo-Cazurra & Aguilera (2004)

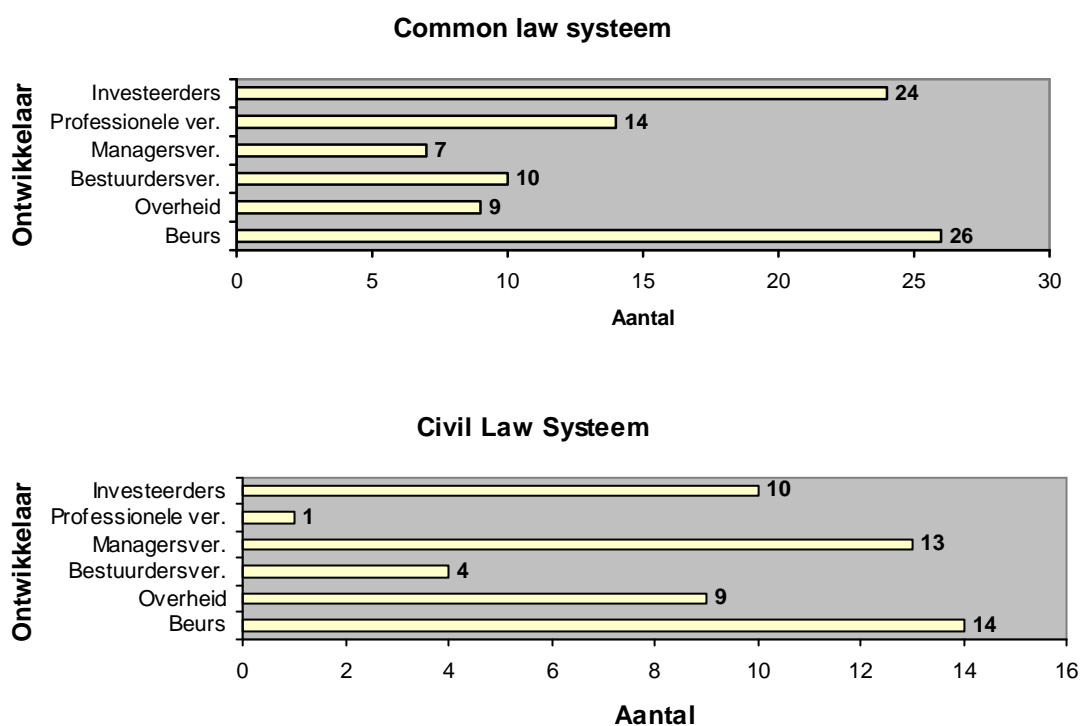
Het verschil in belangrijkheid van de corporate governance ontwikkelaars kan volgens de auteurs ook afhangen van het wettelijke systeem waarin de codes uitgegeven worden. Het type wettelijk systeem bepaalt de efficiëntie in de toepassing van de corporate governance codes. In het common law systeem kunnen de rechters de codes direct toepassen, hierdoor worden de codes afdwingbare regelgeving (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004). In het civil law

systeem daarentegen kunnen de rechters de corporate governance code niet dezelfde kracht geven als de wettelijke regelgeving, aangezien wetten enkel door het parlement gegeneerd kunnen worden (Cuervo, 2002). Dit verschil in afdwingbaarheid heeft gevolgen voor het type ontwikkelaar van de codes. We gaan hier opnieuw eerst kijken naar de ontwikkeling van de eerste corporate governance code in een land en vervolgens naar de ontwikkeling van alle corporate governance codes. Wanneer we kijken naar de ontwikkeling van een eerste code in een land (zie figuur 4), zien we dat de beurs in beide rechtssystemen de belangrijkste uitgever is van deze codes. Hoewel de beurs in de common law systemen nog meer aanwezig is door bijna 50% van de codes te ontwikkelen terwijl in de civil law landen de beurs 35% produceert. In civil law landen nemen de managersverenigingen, bestuurdersverenigingen en de overheid een meer actieve rol in met betrekking tot de uitgaven van codes. In de common law landen nemen de investeerders dan weer een belangrijkere rol in door 13% van de eerste corporate governance codes te ontwikkelen tegenover 10% in de landen met een civil law systeem.



Figuur 4 Type ontwikkelaars van de eerste corporate governance code naargelang het rechtssysteem
Bron Cuervo-Cazurra & Aguilera (2004)

Door de ontwikkeling van alle corporate governance codes te analyseren, komen we opnieuw een verschil tegen in de belangrijkheid van de ontwikkelaars in de verschillende rechtssystemen (zie figuur 5). De beurzen zijn ongeveer even belangrijk in beide rechtssystemen en zij zijn ook in beide systemen de belangrijkste ontwikkelaars met 29% van de codes in het common law systeem en 28% in het civil law systeem. Verder eisen de investeerders, de bestuurders en de professionele verenigingen een meer actieve rol op in de common law landen. In de civil law landen maken de codes ontwikkeld door de overheid en de managersverenigingen dan weer een belangrijker deel uit van het geheel dan in het common law systeem (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004).



Figuur 5 Type ontwikkelaars van corporate governance codes naargelang het rechtssysteem
Bron Cuervo-Cazurra & Aguilera (2004)

Het type van ontwikkelaar van een corporate governance code verschilt niet alleen tussen de verschillende rechtssystemen maar deze variëren ook binnen de landen zelf. In de dataset van Cuervo-Cazurra en Aguilera hebben vierentwintig landen meer dan één corporate governance code. Slechts in twee landen gaat het dan over hetzelfde type uitgever. In de andere gevallen variëren de type ontwikkelaars binnen de landen.

2.5 Comply or explain

Zoals we eerder hebben gezien, worden de corporate governance code overal ter wereld ontwikkeld om het bestuur van de ondernemingen te verbeteren. Met de ontwikkeling van het Cadbury Report in 1992 ontstaat er een nieuw en belangrijk principe waarop de meeste corporate governance codes nu gebaseerd worden, namelijk het 'comply or explain' of het 'past toe of leg uit' principe. De kern van dit principe houdt in dat het volgen van de aanbevelingen in de corporate governance codes niet verplicht is, maar de openbaarmaking dat het bedrijf al dan niet de code toepast, is wel verplicht (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004, Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004; MacNeil & Li, 2006).

Dit 'comply or explain' principe geniet de voorkeur boven een verplichte regelgeving. Een eerste reden hiervoor is flexibiliteit. Dit is gebaseerd op het feit dat het niet mogelijk is om een one-size-fits-all benadering te handhaven met betrekking tot een corporate governance code. Bedrijven die onderhevig zijn aan een dergelijk corporate governance code kunnen namelijk verschillen in grootte, structuur en organisatie (MacNeil & Li, 2006). Dit werd ook door de Company Law Review Steering Group, aangesteld om het vennootschapsrecht in het Verenigd Koninkrijk te beoordelen, opgemerkt.

"Non-statutory regulation enables flexibility and dynamism in the development of rules and other Guidance, while it tends to permit in appropriate contexts a higher level of generality or vagueness in expression, combined with more sensitive discretionary enforcement to meet the merits of varying cases"

(Company Law Review Steering Group, 1999: 93).

Een tweede reden, die samenhangt met flexibiliteit, is volgens MacNeil en Li (2006) de rol die de kapitaalmarkt speelt bij het beoordelen van de corporate governance principes binnen een bedrijf. Het 'pas toe of leg uit' principe is gebaseerd op de veronderstelling dat de markt de gehoorzaamheid aan de corporate governance codes zal controleren en ofwel het niet volgen van de aanbevelingen straft door een lagere aandelenprijs ofwel het afwijkende gedrag van het bedrijf om welke reden dan ook zal accepteren omdat het in dit geval gerechtvaardigd is. Volgens deze overweging hebben bedrijven een stimulans om de aanbevelingen in de corporate governance codes op te volgen en is het verder ook de taak van de bedrijven die afwijken van de aanbevelingen om hun gedrag te verklaren aan de investeerders. De beslissing om de aanbevelingen toe te passen zal ten goede komen van de aandelenprijs. De beslissing

om af te wijken zal beïnvloed worden door de kosten die voortvloeien uit het toepassen van de aanbevelingen en de mogelijke sancties die hierop zullen volgen. Een hoge kost voor een bedrijf om te voldoen aan de corporate governance codes zou de verwachting binnen een bedrijf kunnen voeden dat investeerders hun afwijkend gedrag als gerechtvaardigd beschouwen. Maar er bestaat het gevaar dat de beoordeling van het bedrijf afwijkt van deze van de investeerders, niet in het minst omdat de waardering van de kosten van het toepassen van de aanbevelingen grotendeels subjectief is. Als er redenen zijn waardoor het onwaarschijnlijk is dat er sancties zullen volgen, bijvoorbeeld wanneer het bedrijf goed presteert en het bijgevolg onwaarschijnlijk is dat investeerders de corporate governance in het bedrijf in vraag zullen stellen, is het risico voor het bedrijf laag zelfs als het afwijkende gedrag zich herhaalt.

Een ander aspect waarop men de aandacht wil vestigen is het feit dat het onderliggende doel van de corporate governance codes het bestrijden van het principaal - agent probleem is. Dit wordt weerspiegeld in de nadruk die de codes leggen op de structuur en de samenstelling van de raad van bestuur alsook de aandacht voor het verbeteren van de aansprakelijkheid van de bestuurders ten opzichte van de aandeelhouders. Maar men kan zich de vraag stellen waarom de openbaarmaking als de beste manier moeten worden beschouwd om dit objectief te bereiken vooral omdat er al een uitgebreide wettelijke regelgeving bestaat die zich toespitst op het controleren van het principaal - agent conflict in bedrijven (MacNeil & Li, 2006). Een verklaring hiervoor is dat de wettelijke regelgeving vooral een ex post standaard is, die wordt toegepast door de rechtbanken om het gedrag van bestuurders of andere personen die zich in een situatie bevinden waar er een conflict is tussen hun eigenbelang en dat van de onderneming te controleren (Hansmann & Kraakman, 2004). De essentie van elke ex post standaard is dat de precieze inhoud ervan onzeker is totdat er een gerechtelijke uitspraak volgt. In tegenstelling tot de corporate governance principes die als een voorbeeld van ex ante regels kunnen beschouwd worden. De codes proberen het principaal – agent conflict ex ante te controleren door structuren en procedures te ontwikkelen om de mogelijkheid op opportunistisch gedrag te minimaliseren. Als regels zijn ze meer accuraat dan de meer ruim gedefinieerde standaarden van de wettelijke regelgeving, met als gevolg dat ze bedrijven en bestuurders sterker naar volgzzaam gedrag doen neigen (MacNeil & Li, 2006).

In essentie is het 'comply or explain' principe een openbaringsverplichting. Hierin is het vergelijkbaar met andere openbaringsverplichtingen in de wet of in de listing regels die als

objectief het informeren van de investeerders hebben. Wanneer we gaan kijken naar de Combined Code of Corporate Governance in het Verenigd Koninkrijk zien we dat deze geen deel uitmaakt van de Listing Rules van de UK Listing Authority (UKLA) en heeft dus niet dezelfde wettelijke status als de Listing Rules die een wettelijk verplichtend karakter hebben. De Listing Rules van de UKLA vereisten wel het volgende:

"In the case of a listed company incorporated in the United Kingdom, the following additional items must be included in its annual financial report:

....

(5) a statement of how the listed company has applied the principles set out in Section 1 of the Combined Code, in a manner that would enable shareholders to evaluate how the principles have been applied.

(6) a statement as to whether the listed company has:

a) complied throughout the accounting period with all relevant provisions set out in Section 1 of the Combined Code; or (b) not complied throughout the accounting period with all relevant provisions set out in Section 1 of the Combined Code and if so, setting out:

- (i) those provisions, if any it has not complied with;*
- (ii) in the case of provisions whose requirements are of a continuing nature, the period within which, if any, it did not comply with some or all of those provisions; and*
- (iii) the company's reasons for non-compliance"*

(www.fsahandbook.info, 2008)

We zien hier dat de Listing Rules niet enkel openbaring eisen maar ook een beredeneerde uitleg voor het niet volgen van de aanbevelingen van de Combined Code. Zoals eerder vermeld vormt dit de basis van het 'comply or explain' principe, want zonder een gepaste uitleg bij afwijkend gedrag van de onderneming, kan er ook geen evaluatie gebeuren door de markt. Men kan dan simpelweg niet beoordelen of deze afwijking gerechtvaardigd is (MacNeil & Li, 2006).

Wanneer we gaan kijken naar het nalevingspercentages in 2005 van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen, die verwacht worden de Code Lippens te volgen, zien we dat maar liefst gemiddeld 87.5% van deze ondernemingen de code naleeft. We kunnen dit verder splitsen in de ondernemingen die de aanbevelingen opvolgen, zij vertegenwoordigen 82,2% en de ondernemingen die zich toeleggen op het 'explain' of 'leg uit' principe die 5,3%

vertegenwoordigen. Hierdoor blijft er gemiddeld 12,5% van de ondernemingen over die de code Lippens niet volgen en ook geen gebruik maken van het 'leg uit' principe (Baelden & Darville, 2006). In Nederland zien we een gelijkaardig patroon ontstaan. Hier komt men tot een gemiddeld percentage van 95% waar de Code Tabaksblat wordt opgevolgd. Dit kan men ook weer verder onderverdelen in 90% die de aanbevelingen toepassen en 5% die gebruik maken van het 'explain' principe. Hier blijft er dus gemiddeld 5% over die de code niet toepassen noch uitleggen waarom ze dit niet doen (Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 2007).

Wel is er bij het evalueren van de mate van het toepassen van de aanbevelingen in een corporate governance code sprake van een eerder subjectieve beoordeling. Zo is er bijvoorbeeld een grote afwijking tussen het percentage van bedrijven die van zichzelf vinden dat ze de aanbevelingen in de Combined Code volledig volgen (47 percent) en de bedrijven die door het rapport van de Pension Investment Research Consultants Ltd. (PIRC) in 2004 als volledig volgend worden beoordeeld (34 percent). Dit heeft gevolgen voor het toepassen van het 'comply or explain' principe. Want de bedrijven die onterecht van zichzelf vinden dat ze volledig voldoen aan de corporate governance code, zullen natuurlijk ook geen uitleg geven over het niet volgen van bepaalde aanbevelingen en de markt zal hier bijgevolg ook geen oordeel over vormen. Hoewel dit natuurlijk enkel maar uitstel is van een reactie en geen afstel.

De achterliggende gedachte van de 'pas toe of leg uit' benadering is dat investeerders een geïnformeerde beslissing kunnen nemen bij het beoordelen van het al dan niet gerechtvaardigd niet toepassen van de corporate governance code. Wanneer de uitleg over de afwijking als gerechtvaardigd wordt beschouwd, zal er verder geen actie worden ondernomen. Wanneer de uitleg een negatieve beoordeling krijgt, zal de het bedrijf onder druk van de aandeelhouders toch in lijn moeten vallen met de corporate governance code. Eén van grootste problemen met betrekking tot het verklaren van het niet toepassen van een aanbeveling uit de corporate governance code is dat de verklaringen zeer kort zijn en weinig informatie prijsgeven. Dit belet de investeerders om een geïnformeerde beslissing te nemen. Als voorbeeld hiervan kijken we naar Wm Morrison Supermarkets PLC, een bedrijf dat een lange historie kent van het niet toepassen van de corporate governance code. Hun verklaringen in verband met het niet aanstellen van niet-uitvoerende bestuurders in hun raad van bestuur zagen er doorheen de jaren als volgt uit:

“1994, 1995 – The company does not have any non-executive directors. Whilst there are no immediate plans to alter the board structure the directors will be mindful of the code of best practice in this regard and will review the situation from time to time.

1996 – The company does not have any non-executive directors (as required by paragraph 1.3 and section 2 of the code) as the board is currently of the opinion that there is no commercial benefit in appointing them. Whilst there are no immediate plans to alter the board structure the directors will be mindful of the code of best practice in this regard and will review the situation from time to time.

1997, 1998 – The company does not have any non-executive directors (as required by paragraph 1.3 and section 2 of the code) as the board is currently of the opinion that there is no commercial benefit in the appointing them. The directors are mindful of the code of best practice in this regard and will review the situation from time to time.

1999, 2000, 2001, 2002, 2003 – The board is made up entirely of executive directors as the board is currently of the opinion that there is no commercial benefit in the appointment of non-executive directors.

2004 – The company does not have any non-executive directors on the board (A.2.1, A.3.1, A.3.2, A.6.1). The directors are mindful of the provisions of the combined code in this regard and regularly review the situation.”

(MacNeil & Li, 2006:489)

Deze verklaringen geven de investeerder weinig informatie om een beredeneerde beoordeling te maken van het afwijkende gedrag van Wm Morrison Supermarkets PLC met betrekking tot het aanstellen van niet-uitvoerende bestuurders zoals aangeraden door de Combined Code (MacNeil & Li, 2006). Verder kan men zich ook de vraag stellen of de uitleg van een bedrijf wel juist en betrouwbaar is. Dit werpt de vraag op of een code dan toch niet beter wettelijk verplicht zou moeten zijn en of men moet onderzoeken of de uitleg van een bedrijf wel de waarheid is (Wymeersch, 2006).

Volgens MacNeil en Li (2006) wordt het niet opvolgen van de aanbevelingen ook soms gedoogd door de investeerders wanneer de financiële prestaties goed zijn. We kunnen hier spreken van een keuze tussen ‘process’ of het volledig volgen van de corporate governance code en ‘substance’ of het niet toepassen van de corporate governance code en het kiezen voor een eigen oplossing. Investeerders verkiezen in regel ‘process’ en dus het toepassen van de regels van de code boven ‘substance’ of eigen superieure corporate governance structuren. Tenzij de financiële prestaties voldoende goed zijn, in dat geval wordt ‘substance’ gedoogd door de investeerder. Investeerders zijn dus bereid om het oordeel van de bedrijven te volgen inzake eigen corporate governance structuren wanneer het goed gaat, maar wanneer het

slecht gaat staan de investeerders minder gewillig of staan ze zelfs helemaal afkerig tegenover het niet toepassen van de corporate governance code. De financiële prestaties worden hier dus als belangrijker aanzien door investeerders dan het toepassen van corporate governance principes. De auteurs spreken hier zelfs van een 'comply or perform' principe. Investeerders verwachten dus meer dan een uitleg, ze willen een bewijs dat de eigen corporate governance structuren een positief effect hebben op de financiële prestaties van het bedrijf.

2.6 Implementatie van corporate governance codes

Wanneer we naar de verschillende codes kijken die wereldwijd zijn ontwikkeld, is het duidelijk dat deze variëren in inhoud, wettelijke status en oorsprong. Verder is hun implementatie vaak gebaseerd op verschillende technieken. Wat betreft hun reikwijdte, handelen de meeste corporate governance codes enkel over beursgenoteerde bedrijven. Op basis van de oorsprong en de wettelijke status van de corporate governance codes kunnen we verschillende modellen onderscheiden.

Corporate governance codes worden ontwikkeld als privé initiatief, vaak met de academische wereld of een vereniging van bedrijven als aanstichter. Deze aanbevelingen hebben meestal slechts een morele waarde en geven de manier weer waarop governance behandeld zou moeten worden zonder enige bindende macht. Dit betekent echter niet dat deze codes geen waarde hebben. Ze dienen als voorbeeld voor de zakelijke wereld en overtredingen van de voorschriften zullen als een inbreuk op de code worden beschouwd. We zouden dit soort codes als vrijwillig kunnen bestempelen.

Een tweede type van governance codes zijn direct gelinkt aan de beurs. Hier kunnen we twee types onderscheiden. Een milde vorm waarbij de code is opgesteld onder de naam van de beurs of een comité aangesteld door de beurs (Wymeersch, 2006). In de sterkere vorm maken de corporate governance codes deel uit van de vereisten om op de beurs genoteerd te worden. Hierbij heeft de beurs de mogelijkheid om bedrijven die niet voldoen te weigeren (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004; Wymeersch, 2006). Dit betekent niet dat deze voorwaarden aan de reeds genoteerde bedrijven kunnen opgelegd worden. Voor deze bedrijven is het voldoende om de redenen voor het niet opvolgen van bepaalde voorwaarden kenbaar te maken.

Een volgende soort van corporate governance code komt voort vanuit de overheid. Hier zijn er een aantal varianten mogelijk. Het initiatief voor de code kan voortkomen uit een samenwerking van het ministerie van financiën of justitie, ook is het mogelijk dat een comité dat de code moet ontwikkelen wordt aangesteld door de overheid, of dat een comité een code ontwikkeld in samenwerking met de overheid, soms zelfs ook nog met de medewerking van het beursorgaan. Hoewel deze corporate governance codes op zichzelf geen wettelijke macht bezitten, komt hun autoriteit voort uit de steun van de overheid of de kwaliteit van de leden

van het comité. De vermelding in het staatsblad van een land draagt ook bij tot de autoriteit van een code, maar het blijft een niet-verplicht instrument.

In een ander model is er een nadrukkelijke link met de wetgeving. In Duitsland en Nederland is er een specifieke verwijzing naar de corporate governance code in de vennootschapswetgeving, waardoor de bedrijven wettelijk verplicht zijn om zich aan de code te houden. Ze kunnen enkel afwijken van de corporate governance code volgens het 'comply or explain' principe. De bedrijven moeten dus een afdoende reden opgeven. Aan deze codes wordt veel waarde gehecht door de zakenwereld en vooral door de institutionele investeerders. Deze corporate governance codes helpen investeerders om de aandelen van een bedrijf te beoordelen en beïnvloeden bijgevolg de bereidheid om te investeren. Naar dit soort van corporate governance code wordt vaak verwezen als zelfregulerend, al is de betrokkenheid van de gereguleerde bedrijven vaak zeer afwisselend.

Het laatste type dat we kunnen onderscheiden zijn de codes die vermeld staan in de wet en die vervolgens worden gecontroleerd door een overheidsorgaan, meerbepaald door de opzichter van de beurs. Deze benadering wordt gevolgd in Spanje. Afhankelijk van de manier waarop de supervisie wordt uitgeoefend, komt deze benadering kortbij die van een traditionele wetgeving. In de Verenigde Staten wordt de werkwijze van traditionele wetgeving gevolgd met de Sarbanes Oxley Act. De rigiditeit van deze methode heeft men zich al vaak beklagd.

De scheiding tussen soft en hard law vervaagt. Meestal wordt het principe vastgelegd in de wet, de gedetailleerde regels worden daarentegen overgelaten aan de soft law. Als voorbeeld kunnen we hier de onafhankelijke bestuurders en het audit comité aanhalen. Beide worden aanbevolen in de meeste corporate governance codes. De onafhankelijke bestuurder is het onderwerp geweest van een EU aanbeveling en het principe van een audit comité maakt onderdeel uit van het vierde amendement van de vennootschapswet richtlijn. De verdere uitwerking wordt aan de bedrijven zelf overgelaten (Wymeersch, 2006).

De meeste corporate governance codes zijn niet wettelijk opgelegd, hun uitvoering kan dan ook niet gebaseerd worden op de gebruikelijke wettelijke technieken zoals de wettelijke verplichting, het gerechtelijk bevel, boetes en gevangenisstraffen. In het algemeen moet soft law regelgeving vertrouwen op het vrijwillig naleven van de bepalingen. Maar dit betekent niet dat er geen sterke stimulansen zijn om aan de corporate governance codes te

gehoorzamen. Hoewel er geen wettelijke sancties zijn, bestaan er wel sancties die van economische of financiële aard zijn. In sommige landen gaat het debat de politieke toer op met de wetgever die vereist dat de code formeel wordt opgenomen in de wet en in andere landen gaat de discussie over de betrokkenheid van het beurstoezichtorgaan.

Er zijn verschillende instrumenten en technieken die de vrijwillige implementatie van de codes ondersteunen. Druk vanwege de markt en schrik om de reputatie van het bedrijf te schaden volstaan vaak om bedrijven te overtuigen om zich aan de voorschriften van de corporate governance code te houden. We gaan nu eerst de effectiviteit van de interne bedrijfsorganen zoals de raad van bestuur analyseren om de implementatie te ondersteunen en vervolgens kijken we naar de externe marktkrachten.

Het is in eerste instantie de taak van de raad van bestuur om er voor te zorgen dat de corporate governance binnen een bedrijf op maat is van het bedrijf en in overeenstemming met de corporate governance code. De raad van bestuur moet voldoende aandacht schenken aan haar eigen functioneren en moet haar bestuur evalueren door gebruik te maken van mechanismen zoals zelfbeoordeling, het aanstellen van een apart corporate governance comité of externe expertise.

De raad van bestuur moet over haar bestuur rapporteren in het governance statement. Dit statement is verplicht volgens een Europese richtlijn. De openbaarmaking van dit rapport vergroot de verantwoordelijkheid van het bestuur naar de buitenwereld en vooral naar de aandeelhouders toe. Naast het oplopen van mogelijke schade aan hun reputatie, kunnen de bestuurders ook burgerlijk vervolgd worden wanneer er onwaarheden of misleidende informatie in dit statement vermeld staan. De mate waarin aandeelhouders betrokken worden bij het samenstellen van het governance statement verschilt van code tot code. In de meeste codes worden de aandeelhouders geïnformeerd over het governance statement, maar ze moeten het niet goedkeuren. De Raad van bestuur en niet de algemene vergadering keurt het statement goed.

Doordat de corporate governance codes de openbaarmaking opleggen, worden de bedrijven en hun raad van bestuur blootgesteld aan controle, kritiek en vooral aan de beoordeling door de markt. In het algemeen kan men ervan uitgaan dat bestuurders hun reputatie willen beschermen en bijgevolg vrijwillig goede corporate governance gebruiken toepassen, zelfs wanneer er geen formele corporate governance code is.

Ook zijn er externe krachten die bedrijven aanzetten tot de implementatie van een corporate governance code. Zoals eerder vermeld is een belangrijk mechanisme voor de realisatie van goede corporate governance de reputatie van de betrokken partijen. De Media heeft ook sinds de schandalen meer aandacht voor deze problematiek en brengt dan ook grove tekortkomingen op dit gebied onder de aandacht. Verder kan men druk van hun gelijke ook niet onderschatten. Slechte corporate governance gebruiken binnen één raad van bestuur kunnen de reputatie van andere bestuursraden schaden.

Maar het meest belangrijk is de druk van de markt. Dit omvat alle acteurs van de kapitaalmarkten gaande van de beurzen, rating agentschappen, investeringsbankiers, organisaties, investeerders en hun adviseurs tot institutionele investeerders en het publiek. Het meeste directe gevolg van slechte corporate governance is waar te nemen op de rating van het bedrijf (Wymeersch, 2006). De belangrijkste corporate governance rating agentschappen op dit moment zijn Governance Metrics International (GMI), Institutional Shareholder Services (ISS), The Corporate Library (TCL) en Standard & Poor's (S&P). Ook in Europa zijn er rating agentschappen waarvan de belangrijkste CoreRatings en Deminor zijn (www.ey.nl, 2004). Verder zullen investeringsbankiers, consultants en advocaten aandringen op het toepassen van de corporate governance code want zij zullen hun reputatie niet op het spel zetten door geassocieerd te worden met slechte corporate governance. Institutionele investeerders dragen corporate governance ook hoog in het vaandel. Sommige institutionele investeerders ontwikkelen zelfs hun eigen corporate governance code. Een veel toegepaste techniek van de Amerikaanse institutionele investeerders is het plaatsen van de bedrijven met slechte corporate governance op een zwarte lijst. In Europa is deze techniek nog niet ingeburgerd maar ook hier hebben de institutionele investeerders meer en meer aandacht voor de corporate governance problematiek. Ook de beurzen verwachten dat de beursgenoteerde bedrijven goede corporate governance codes respecteren, om zo het kwaliteitslabel van de beurs te verdienen. Buiten de schade aan hun reputatie waarmee bedrijven kunnen geconfronteerd worden, kan een beurs de aandelen van een bedrijf ook schrappen. Van deze optie wordt in de praktijk zelden gebruik gemaakt door de schade die de investeerders hierbij oplopen.

In sommige gevallen wordt de corporate governance praktijken spontaan doorgelicht door een externe toezichthouder zoals academici, consultancy bedrijven of een verenging van beursgenoteerde bedrijven. Vergelijkende analyses promoten goede governance en zetten

andere bedrijven aan om gelijkaardige structuren op te zetten. Opnieuw spelen hier de media en druk van gelijke een belangrijke rol. In een aantal landen is er een officieel orgaan om toezicht te houden op het toepassen van de corporate governance aanbevelingen. In Nederland, Frankrijk, Zwitserland en het Verenigd Koninkrijk is dit het geval. Deze comités controleren niet de individuele bedrijven maar de algemene praktijken in een bepaald rechtsgebied. Een dergelijk comité publiceert zijn bevindingen meestal anoniem en kan bovendien wijzigingen aan de code voorstellen. Hier kan evenwel geen beroep gedaan worden op de reputatie van een bedrijf om de implementatie door te voeren, de regelgeving in verband met eerroof en laster zal dit in de meeste gevallen onmogelijk maken.

Bedrijven moeten ook steeds vaker aan bepaalde corporate governance criteria voldoen om een lening te bemachtigen. Zo moeten er bijvoorbeeld een bepaald aantal onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur zetelen of moet er een audit comité worden opgericht. Deze convenanten fungeren dus ook als een implementatiemechanisme op de corporate governance van een bedrijf.

Hoewel de meeste codes dus geen deel uitmaken van de wet en meestal vrijwillig of zelfregulerend van aard zijn, bevinden deze corporate governance codes zich niet in een wettelijk vacuüm. In common law landen komt het voor dat rechters refereren naar de corporate governance codes wanneer ze een leidraad zoeken. Hierdoor wordt voorkomen dat ze zelf goed gedrag van bedrijven moeten definiëren. Hierbij wordt dus soft law opgenomen in het wettelijke systeem, via deze techniek worden leemtes in de wetten opgevuld. Met termen zoals redelijkheid en billijkheid wordt soft law normalerwijs opgenomen in het wettelijke kader. Maar nu de corporate governance regels in codes zijn neergeschreven en ze de steun van de bedrijfs wereld en de beurzen hebben, zullen de rechters naar deze codes verwijzen in plaats van volgens eigen regels te handelen (Wymeersch, 2006).

In zowel Nederland als Duitsland staat er in de wet expliciet vermeld dat de corporate governance code gerespecteerd moet worden. Hier moeten de beursgenoteerde bedrijven de corporate governance code volgen en vermelden of ze de aanbevelingen toepassen dan wel de reden geven waarom ze bepaalde aanbevelingen van de code niet toepassen (Wymeersch, 2005 ; Wymeersch, 2006).

In artikel 161 van het Duitse aktiengesetz of de wet op de naamloze vennootschap staat het volgende vermeld:

Het bestuur en de raad van bestuur van beursgenoteerde vennootschappen verklaren jaarlijks dat de door het federaal ministerie van justitie in het elektronische gedeelte van de officiële Staatscourant bekend gemaakte aanbevelingen van de Duitse corporate governance codex van de regeringscommissie werden en worden vervuld of welke aanbevelingen niet toegepast werden of worden. Deze Verklaring is continu beschikbaar voor de aandeelhouders.

(www.aktiengesetz.de, 2008)

De verwijzing in het Nederlandse wetboek is gebaseerd op artikel 391 lid 4 van het burgerlijk wetboek, over het jaarverslag van beursgenoteerde ondernemingen. In 2004 werd het volgende toegevoegd (Wymeersch, 2005):

“Bij algemene maatregel van bestuur kunnen nadere voorschriften worden gesteld omtrent de inhoud van het jaarverslag. Deze voorschriften kunnen in het bijzonder betrekking hebben op naleving van een in de algemene maatregel van bestuur aan te wijzen gedragscode.”

(www.wet-online.nl, 2008)

In het Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden werd op 30 december 2004 het volgende gepubliceerd:

“Artikel 2

Als gedragscode bedoeld in artikel 391 lid 4 van boek 2 van het Burgerlijk Wetboek wordt aangewezen de Nederlandse corporate governance code zoals gepubliceerd in Staatscourant nr. 250 d.d.27 december 2004.

Artikel 3

De naamloze vennootschap doet in het jaarverslag mededeling over de naleving van de principes en best practice bepalingen van de in artikel 2 aangewezen gedragscode die zijn gericht tot het bestuur of de raad van commissarissen van de vennootschap. Indien de vennootschap die principes of best practice bepalingen niet heeft nageleefd of niet voornemens is deze in het lopende en daaropvolgende boekjaar na te leven, doet zij daarvan in het jaarverslag gemotiveerd opgave.”

(www.overheid.nl, 2008)

De twee verwijzingen in de wet vertonen een aantal overeenkomsten maar er zijn ook enkele punten waarin ze verschillen. Beide richten zicht tot het management en de raad van bestuur en niet tot de onderneming als rechtspersoon. De verwijzing naar de nationale corporate governance code is zeer expliciet in het Duitse geval, en eerder impliciet in de Nederlandse benadering. In de Nederlandse wet wordt meegedeeld dat de openbaringsverplichting enkel geldt in het jaarverslag. In de Duitse verwijzing moet de openbaarmaking altijd beschikbaar zijn, bijvoorbeeld op de website van het bedrijf. De vermelding kan dus buiten het jaarverslag gepubliceerd worden, wat gevolgen heeft voor de betrokkenheid van de auditor. Ook wat betreft de tijdschaal is er een verschil waarneembaar, het Nederlandse model verwijst expliciet naar de boekjaren in het verleden, het huidige boekjaar en deze in de toekomst waar het Duitse Model enkel naar het verleden en heden refereert.

Beide benaderingen zijn gebaseerd op dezelfde fundamentele filosofie, het 'comply or explain' principe wat eerder uitgebreid aan bod is gekomen. Maar hier is er wel een verschil met de landen waar de corporate governance codes enkel aanbevelingen zijn. In de Duitse en Nederlandse benadering kan men niet gewoon de code niet volgen door een reden op te noemen wat in de landen waar de code een aanbeveling is wel kan. De corporate governance code op zich is wettelijk verplicht in Duitsland en Nederland en moet toegepast worden. Het is wel mogelijk om in beide landen van individuele voorschriften af te wijken door een toepasselijke reden te vermelden.

De wettelijke gevolgen van het verplicht maken van een corporate governance code gaan we opdelen in enerzijds de interne gevolgen en anderzijds de gevolgen voor derde.

De verplichting vanwege de wet op de raad van bestuur in Duitsland en Nederland houdt enkel in dat ze moeten rapporteren over de toepassing van de corporate governance code. De wet verplicht dus niet om de code te volgen. De regels zijn van toepassing op de bedrijven maar van de inhoud van deze regels mogen ze afwijken. Het zou dus misleidend zijn om te zeggen dat de corporate governance codes op zich verplicht zijn. Het zou beter zijn om te zeggen dat de bedrijven wettelijk verplicht zijn een positie in te nemen in verband met de aanbevelingen in de codes. De positie moet conform de aanbevelingen zijn, tenzij de onderneming gebruik maakt van zijn recht om af te wijken en vervolgens zijn redenen hiervoor geeft.

Wanneer een bedrijf het corporate governance statement niet zou publiceren, geen reden opgeeft voor hun afwijkend gedrag of valse, incomplete of zelfs misleidende informatie zou opnemen in het statement geeft de raad van bestuur zich bloot tegenover de aandeelhouders. De raad van bestuur, los gezien van het bedrijf, verzaakt zijn wettelijke plicht. De raad van bestuur wordt dan aansprakelijk gesteld, maar de echte sanctie ligt waarschijnlijk in de afkeuring door de algemene vergadering en de negatieve reactie van de markt.

In het Verenigd Koninkrijk is ervoor een andere benadering gekozen. Men heeft hier besloten om een link te leggen tussen de corporate governance code en de listing regels. De Combined Code maakt geen deel uit van de listing regels en heeft dus niet dezelfde wettelijke kracht, maar er staan verwijzingen naar de Combined Code in de listing regels waardoor de beursgenoteerde ondernemingen aan het 'comply or explain' principe verplicht moeten voldoen. Anders volgen er sancties vanuit het beursorgaan.

In Spanje gaat men nog iets verder. Hier werd in het Aldama report een pleidooi gegeven om een minimum aantal corporate governance principes in de wet op te nemen. Ondermeer enkele basisregels in verband met transparantie en openbaarmaking met inbegrip van de 'pas toe of leg uit' regel, de introductie van een algemene vertrouwensplicht en de verplichting dat bedrijven een interne regelgeving moeten ontwikkelen over het functioneren van de raad van bestuur en de aandeelhoudersvergadering. Sinds 17 juli 2003 bevat de Spaanse vennootschapswetgeving een aantal corporate governance gerelateerde bepalingen die in het jaarverslag moeten opgenomen worden (Wymeersch, 2005). Hieronder staan enkele voorbeelden vermeld:

Artikel 116 lid 1

De Naamloze vennootschappen zijn verplicht om jaarlijks informatie over de corporate governance publiek te maken.

Artikel 116 lid 4 (f)

De graad van toepassing van de corporate governance bepalingen, en wanneer van toepassing, een uitleg voor het falen om de aanbevelingen toe te passen.

Artikel 116 lid 5

Zonder afbreuk te doen aan de sancties die opgelegd worden voor het verzuimen om de documentatie of het corporate governance rapport af te leveren, of voor het weglaten van of het geven van misleidende of onjuiste data, is het de 'Comisión Nacional del Mercado de Valores' die verantwoordelijk is voor het toezicht op de corporate governance regelgeving en voor dit doel mag zij alle nodige informatie verzamelen en alle informatie

publiceren waarvan zij denkt dat het relevant is voor de werkelijke omvang van de toepassing van een code.

(www.noticias.juridicas.com, 2008; Wymeersch, 2005; Wymeersch, 2007)

In de Verenigde Staten gaat men nog een stap verder en worden de corporate governance maatregelen in de wet vermeld. In juli 2002 werd de Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002 of beter bekend als de Sarbanes-Oxley Act (SOX) opgenomen in de wet. De Sarbanes-Oxley Act is een complexe en wijd uitgespreide regelgeving die de Amerikaanse wetgeving aanzienlijk gewijzigd heeft. De SOX bepalingen beïnvloeden accountants, advocaten en vele andere die in aanraking komen met beursgenoteerde ondernemingen. Zo behandelen SOX Sectie 201 en 203 de onafhankelijkheid van auditor, door ondermeer de auditors om de vijf jaar te laten roteren en worden er regels opgesteld over de verschillende diensten die auditkantoren mogen uitvoeren. Sectie 301 verplicht beursgenoteerde ondernemingen een audit comité op te richten en in Sectie 404 wordt ondermeer een rapport over de interne controle verplicht (Parles, O'Sullivan & Shannon, 2007).

Tot slot vestigen we onze aandacht op de steeds belangrijker wordende Europese regelgeving. Ook op het gebied van corporate governance laat deze zich niet onbetuigd. Zo zijn er verschillende richtlijnen uitgevaardigd die vooral beursgenoteerde ondernemingen moeten aanzetten tot de bekendmaking van een aantal corporate governance gerelateerde onderwerpen (Van der Elst, 2006).

Artikel 10 van de overnamerichtlijn (zie bijlage 2) verplicht de leidinggevende of het bestuursorgaan van vennootschappen die genoteerd zijn op de beurs om een toelichtend verslag voor te leggen op de jaarlijkse algemene vergadering. Dit verslag moet ondermeer inlichtingen bevatten over de kapitaalstructuur, de beperkingen van overdracht van effecten, rechtstreekse of niet rechtstreeks verworven deelnemingen in het kapitaal, effecten met bijzondere rechten, beperkingen van het stemrecht, aandeelhoudersovereenkomsten, de procedure voor aanstelling en verwijdering leidinggevende en bestuursleden, ... (www.eur-lex.europa.eu, 2004)

Volgens Artikel 4 lid 2 van de transparantierichtlijn (zie bijlage 2) moeten beursgenoteerde ondernemingen een beschrijving van hun voornaamste risico's en onzekerheden waarmee zij in aanraking komen, opnemen in het financieel verslag (www.eur-lex.europa.eu, 2004).

Recent heeft de EU commissie ook een voorstel voor een richtlijn op tafel gelegd om de vierde en zevende vennootschapsrichtlijn te wijzigen (Wymeersch, 2005; Wymeersch, 2006). Artikel 1 van het voorstel tot wijziging van artikel 46bis van de vierde vennootschapsrichtlijn wil ervoor zorgen dat beursgenoteerde ondernemingen een corporate governance statement zouden moeten publiceren in hun jaarverslag of in een afzonderlijk rapport (Van der Elst, 2006). De inhoud van dit corporate governance statement zal in de richtlijn gedefinieerd worden, maar zal ondermeer een verwijzing bevatten naar de verplicht of vrijwillig te volgen corporate governance code. Verder zal het statement alle noodzakelijke informatie bevatten over de in het bedrijf toegepaste corporate governance praktijken die verder gaan dan de vereiste van de nationale wet. Voor de code en de afzonderlijke aanbevelingen moeten het 'pas toe of leg uit' principe gebruikt worden. Ook informatie over de interne controle en de risicomanagementsystemen, informatie over de antiovername bescherming en de manier waarop aandeelhouders hun stemrechten kunnen laten gelden zullen in het corporate governance statement opgenomen moeten worden. De richtlijn vraagt ook om de leden van de raad van bestuur aansprakelijk te stellen voor het statement en sancties te voorzien voor overtredingen van de nationale richtlijnen (Wymeersch, 2005; Wymeersch, 2006; Wymeersch 2007). In artikel 39 van het voorstel om de achtste vennootschapsrichtlijn te wijzigen worden beursgenoteerde ondernemingen opgeroepen om een auditcomité op te richten of om ten minste aan te geven dat de aan dit comité toegewezen bevoegdheden door het management of de raad van bestuur worden opgenomen. In de bevoegdheden van dit comité zitten de controle van de doeltreffendheid van het interne controlesysteem, de risicomanagementsystemen, de wettelijke accountantscontrole, enzovoorts bevat (Van der Elst, 2006).

Hoofdstuk 3 Determinanten van corporate governance

3.1 De verspreiding van corporate governance codes - efficiëntie en wettiging

Richtlijnen en corporate governance codes zijn belangrijk als mechanisme voor het adopteren van goede corporate governance praktijken. Het identificeren van factoren die de ontwikkeling en verspreiding van goede corporate governance in de hand werken, geven ons een betere kijk op impact van deze richtlijnen en codes (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004).

In de literatuur over de verspreiding van nieuwe praktijken wordt voor de adoptie van deze gebruiken verwezen naar twee theoretische bronnen, het efficiëntie principe (the efficiency of rational rationale) en de sociale wettiging (social legitimation of institutional rationale). Het efficiëntie principe verwijst naar de stijging in efficiëntie of doeltreffendheid die voortkomen uit innovatie of de adoptie van een gebruik. Hier worden organisaties gezien als rationele acteurs, die vervolgens doordachte beslissingen nemen. De tweede benadering beschouwt organisaties als gevangenen van de institutionele omgeving waarin zij opereren. Sociale wettiging suggereert dat gebruiken worden overgenomen omdat de adoptie ervan, omwille van zijn bewezen voordelen, vanuit de maatschappij verwacht wordt. In het geval van de corporate governance codes worden de principes nagestreefd over de landgrenzen heen omdat ze door de samenleving gezien worden als geschikt en efficiënt. (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004; Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004; Zattoni & Cuomo, 2008). Tolbert en Zucker (1983) definiëren institutionalisering als het proces waardoor componenten van formele structuren breed geaccepteerd worden, als geschikt en noodzakelijk, en voor de erkenning van organisaties zorgt. Wanneer gebruiken geïnstitutionaliseerd worden, brengt de adoptie ervan dus erkenning voor de organisatie of het sociale systeem die het gebruik aanneemt, ongeacht deze adoptie geïnspireerd werd door symbolische redenen dan wel taakgerelateerde redenen (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004; Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004; Zattoni & Cuomo, 2008).

Efficiëntie en wettiging worden vaak voorgesteld als elkaar uitsluitende categorieën. In het begin van het verspreidingsproces worden gebruiken ingevoerd omwille van het onmiskenbare effect op de doeltreffendheid of efficiëntie, later wordt het overnemen ervan gekenmerkt als sociaal wettiging ongeacht eventuele voordelen. Aguilera en Cuervo-Cazurra verdedigen hier het standpunt dat efficiëntie en wettiging met elkaar wedijveren maar ook elkaar

complementeren, omdat organisaties om verschillende uiteenlopende redenen een praktijk kunnen adopteren. Hierdoor is de wereldwijde verspreiding van gebruiken voor rekening van het efficiëntie principe en de sociale wettiging. Deze bewering wordt ook gestaafd door de empirische resultaten van het onderzoek van Aguilera en Cuervo-Cazurra (2004).

Er wordt ook een onderscheid gemaakt tussen twee mechanismen, endogene en exogene bronnen, die adoptie teweegbrengen. Eén van de grote verschillen tussen endogene en exogene bronnen is dat efficiëntie geneigd is om endogeen gestuurd te zijn, terwijl sociale wettiging gemotiveerd wordt door exogene bronnen. Deze tweeledige krachten kunnen de wereldwijde ontwikkeling van corporate governance codes verklaren. Vanuit de theorie kan men stellen dat er een endogene mogelijkheid zal zijn om de doeltreffendheid van het corporate governance systeem in een land te verhogen wanneer het systeem gebreken vertoont, maar het kan ook noodzakelijk zijn om sociale wettiging door te voeren naar het corporate governance systeem van een land wanneer dit land onderworpen is aan exogene krachten (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004; Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004).

3.2 Endogene krachten om de doeltreffendheid of efficiëntie van het corporate governance systeem te verhogen

Corporate governance codes hebben de capaciteit om gebreken in een corporate governance systeem op te lossen, hier denken we vooral aan de werking van de raad van bestuur die als vertegenwoordiger van de aandeelhouders als corporate governance mechanisme direct toezicht houdt op het management. Eén van de functies van de corporate governance code is dus het compenseren voor de gebreken in het wettelijke systeem met betrekking tot de bescherming van de minderheidsaandeelhouders. Minderheidsaandeelhouders zijn het meest kwetsbaar om uitgebuit te worden in hun relatie met het bedrijf. Wanneer we deze redenering volgen, verwachten we dat minder doeltreffende wettelijke governance systemen corporate governance codes gaan ontwikkelen (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004; Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004). De sterkte van een corporate governance systeem kunnen we volgens La Porta e.a. (1997, 1998, 1999) koppelen aan de oorsprong van het wettelijke systeem van een land. We kunnen de wettelijke traditie van een land onderverdelen in twee families, common law en civil law. Beide rechtssystemen lezen de wet op een verschillende manier. In het civil law systeem, die zijn oorsprong kent in de Romeinse wet Corpus Juris Civilis, vullen de rechters de wet niet aan wanneer deze onvolledig blijkt te zijn. Waar een rechter uit het common law systeem, vooral aanwezig in de Angelsaksische wereld, deze onvolledigheden wel invult. Zo zal een rechter in het civil law systeem zich over zaken die niet expliciet in de wet zijn behandeld onbekwaam verklaren, terwijl de common law rechter hier zal oordelen op basis van precedentes waardoor een uitgebreid wettelijk systeem ontstaat (Roe, 2006). Dit wordt ook bevestigd door het onderzoek van La Porta, e. a. (1998) waaruit blijkt dat het common law systeem de investeerders een betere bescherming biedt dan het civil law systeem. Hierdoor argumenteren we dat een corporate governance code wordt ontwikkeld om het gebrek aan bescherming van de minderheidsaandeelhouder te compenseren, en dat dit meer waarschijnlijk is in landen met een civil law systeem.

Hypothese 1: Het is meer waarschijnlijk dat goede corporate governance systemen ontwikkeld worden in landen met een civil law systeem dan in landen met een common law systeem.

Echter is er ook variatie tussen landen en binnen de rechtssystemen in de bekwaamheid om minderheidsaandeelhouders te beschermen en de mogelijkheid om de raad van bestuur en het

managementteam ter verantwoording te roepen. Vooral belangrijk voor de adoptie van corporate governance codes is het bestaan van wetten die de relatie tussen aandeelhouders en raad van bestuur al regelen (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004; Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004). La Porta e. a. (1998) construeerde een anti-director index om de mate van bescherming van de rechten van de minderheidsaandeelhouders in een land te meten. Hierbij worden zes mechanismen beoordeeld die voorhanden zijn voor de aandeelhouders om zichzelf te beschermen tegen de uitbuiting door de raad van bestuur. Deze mechanismen zijn respectievelijk het stemmen via de post, obstakels voor het uitoefenen van het stemrecht zoals het neerleggen van de aandelen voor de algemene vergadering, de vertegenwoordiging van de minderheidsaandeelhouders in de raad van bestuur door het cumulatief stemmen of proportionele vertegenwoordiging, de mogelijkheid voor minderheidsaandeelhouders om op te komen tegen de onderdrukking door de raad van bestuur, het percentage kapitaal dat nodig is om een buitengewone algemene vergadering te laten bijeenroepen en de regel dat bestaande aandeelhouders als eerste de mogelijkheid hebben om nieuw uitgegeven aandelen te kopen. In landen met sterke anti-director rechten hebben minderheidsaandeelhouders meer mechanismen tot hun beschikking om het beslissingsproces te beïnvloeden en hun rechten te beschermen. In landen met zwakke anti-director rechten daarentegen zijn de aandeelhouders minder beschermd en zijn de bestuursleden minder rekenschap verschuldigd aan de aandeelhouders. Daarom zou de adoptie van corporate governance codes kunnen dienen als compensatiemiddel voor de zwakkere anti-director rechten in het wettelijke systeem. Dit wordt bereikt door het ontwikkelen van instrumenten die de doeltreffendheid van de corporate governance van een land versterken zoals het promoten van transparantie en het rekenschap van de raad van bestuur ten opzichte van de aandeelhouders (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004; Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004).

Hypothese 2: Het ontwikkelen van goede corporate governance systemen is meer waarschijnlijk in landen met zwakke anti-director rechten dan in landen met sterke anti-director rechten.

De anti-director index van La Porta e.a. is onderhevig geweest aan hevige kritiek vanwege het ad hoc karakter, fouten in de codering en voor conceptuele dubbelzinnigheid in de definities van sommige componenten (Djankov, e.a., 2006; Roe, 2006). Door deze kritiek gedreven heeft Djankov, e.a. (2006) een meer robuuste index gecreëerd, waarbij de sterkte van de

minderheidsaandeelhouderbescherming wordt gemeten ten opzichte van de self-dealing of tunnelling van de controlerende aandeelhouders (Zattoni & Cuomo, 2008). Hierbij worden de obstakels gemeten die de controlerende aandeelhouders moeten overwinnen om de tunnelling te doen slagen. Hoe groter de obstakels, hoe groter de anti-self-dealing index van een land zal zijn (Djankov, e.a., 2006). Self-dealing of tunnelling wordt omschreven als het transfereren van activa en winsten uit het bedrijf ten voordele van de controlerende aandeelhouders van het bedrijf (Johnson e.a., 2000). In landen met een zwakke anti-self-dealing index zijn de minderheidsaandeelhouders minder beschermd tegen het self-dealing gedrag van de controlerende aandeelhouders dan in de landen met een sterke anti-self-dealing index. Om deze reden verwachten we dat corporate governance codes als compensatie instrument kunnen fungeren voor de zwakke anti-self-dealing rechten voor de minderheidsaandeelhouders in het wettelijke systeem.

Hypothese 3: Het is meer waarschijnlijk dat goede corporate governance systemen ontwikkeld worden in landen met zwakke anti-self-dealing rechten dan in landen met een sterke anti-self-dealing rechten.

In het implementeren van corporate governance praktijken speelt ook bij de kredietverstrekkers een steeds belangrijkere rol. Zo moeten bedrijven steeds vaker aan bepaalde corporate governance criteria voldoen om een lening te kunnen bemachtigen (Wymeersch, 2006). Kredietverstrekkers zullen meer nadruk leggen op het corporate governance systeem van een bedrijf wanneer zij door het wettelijke systeem niet goed beschermd worden. Daarom gaan we ervan uit dat corporate governance codes gebruikt worden om de gebreken in de wet met betrekking tot de bescherming van de kredietverschaffers te compenseren.

Hypothese 4: Het is meer waarschijnlijk dat goede corporate governance systemen ontwikkeld worden in landen waar de rechten van de kredietverschaffers zwak zijn, dan in landen met een sterke wettelijke bescherming van kredietverschaffers.

3.3 Exogene krachten die de sociale wettiging van het corporate governance systeem stimuleren

De ontwikkeling van corporate governance codes wordt niet alleen beïnvloed door de endogene nood om de doeltreffendheid te vergroten en dus te compenseren voor de gebreken in het corporate governance systeem. Maar er zijn ook exogene krachten aan het werk die aanzetten tot sociale wettiging van corporate governance codes (Tolbert & Zucker, 1983; Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004; Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004).

De media kan een belangrijke rol spelen in de adoptie van corporate governance praktijken. Sinds de schandalen, die wereldwijd een fenomeen vormde, heeft de media veel aandacht voor grove tekortkomingen in het corporate governance systeem van een bedrijf (Wymeersch, 2006). Een vrije en rechtvaardige maatschappij heeft baat bij pluralistische media die vrij en onafhankelijk is. De media speelt een belangrijke rol in het verspreiden van informatie waardoor burgers onderricht worden en een onderwezen mening hebben. Hoe groter de verscheidenheid aan informatie is die burgers ontvangen, hoe beter ze een accurate mening kunnen vormen. Maar wanneer een kwestie in de pers wordt verdraaid of verzwegen onder invloed van druk vanwege de bedrijfswereld of onder invloed van propaganda vanwege de overheid, kan een land geen correcte inschatting maken van het probleem en ook geen oplossing voorstellen (Jackson & Stanfield, 2004). Vrije media kan onethische en illegale activiteiten blootleggen en iedereen hierover informeren, maar ze kan ook de loftrompet steken over voorbeeldige corporate governance. Zo legt de media een dwingende druk op om zaken op vrije en eerlijke manier uit te voeren (Judge, Douglas & Kutan, 2006).

Hypothese 5: Het is meer waarschijnlijk dat goede corporate governance systemen worden ontwikkeld in landen met veel persvrijheid dan in landen waar de vrijheid van de media wordt belemmerd.

In sommige landen wordt de overheid sterk verantwoordelijk gesteld voor de welvaart van de maatschappij. Ze wordt vervolgens afgestraft wanneer ze faalt en beloont wanneer ze succesvol is. In andere landen wordt de overheid niet verantwoordelijk gesteld voor zijn falingen of successen. Eén van de voornaamste mechanismen waardoor een overheid verantwoording aflegt voor zijn daden is een vrij en eerlijk democratisch verkiezingsproces (Keohane, 2005). Schandalen in de bedrijven beïnvloeden ook de welvaart van de burgers van

een land en wanneer de overheid hierop kan afgerekend worden, zal deze meer aandacht schenken aan corporate governance. Daarom vormt democratische aansprakelijkheid, gedefinieerd als de mate waarin de burgers van een land vrij en eerlijk hun overheid kunnen kiezen, onze volgende determinant van goede corporate governance (Judge, Douglas & Kutan, 2006).

Hypothese 6: Het is meer waarschijnlijk dat goede corporate governance systemen zullen ontwikkeld worden in landen met een grote democratische aansprakelijkheid dan in landen met een zwakke democratische aansprakelijkheid.

De integratie van de nationale economie in de wereldhandel verkleint de mogelijkheden om inefficiënties te verbergen achter handelsbarrières, deze inefficiënties verwijzen niet alleen naar het productieproces maar ook naar de corporate governance. Wanneer binnenlandse bedrijven niet beschermd worden tegen buitenlandse import zijn ze verplicht om competitiever te worden op de binnenlandse markt om te overleven. Eén manier om dit te doen is door het verbeteren van de corporate governance. Door de globalisatie worden de binnenlandse bedrijven ook blootgesteld aan corporate governance praktijken van andere landen en deze worden ook gemakkelijker verspreid in de verschillende landen (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).

Hypothese 7: Het is meer waarschijnlijk dat goede corporate governance systemen ontwikkeld worden in landen die sterk geïntegreerd zijn in de wereldhandel dan in landen die zwak geïntegreerd zijn in de wereldhandel.

Ook door het lidmaatschap van internationale niet gouvernementele organisaties (INGO) komen landen in aanraking met corporate governance systemen van andere landen. Recente studies van ondermeer Teegen e.a. tonen ook aan dat INGOs een positieve invloed hebben op de corporate governance van een land. Eén van de succesverhalen van de INGOs is de Wereldhandelsorganisatie (WTO). Hoewel corporate governance praktijken geen formele eisen zijn voor het toetreden tot de WTO, is er wel een informele standaard die aanspoort tot meer transparantie en globaal beste praktijken binnen de WTO. Daarom zal hoe langer een land lid is van de WTO de kans groter zijn dat dit land corporate governance praktijken heeft geïmiteerd of gedwongen is deze over te nemen (Judge, Douglas & Kutan, 2006).

Hypothese 8: Het is meer waarschijnlijk dat goede corporate governance systemen ontwikkeld worden in landen die reeds een hele tijd lid zijn van de Wereldhandelsorganisatie dan landen die nog niet zo lang lid zijn van de Wereldhandelsorganisatie.

Wanneer religieuze en etnische spanningen geminimaliseerd worden, dan zullen professionele normen de bovenhand nemen in de zakenwereld. Maar als religieuze en etnische spanningen overheersen, worden professionele normen buiten werking worden gesteld in de zakenwereld (Judge, Douglas & Kutan, 2006). Volgens onderzoekswerk van Pratt, Rockmann en Kaufmann (2006) is de professionele zienswijze ondergeschikt wanneer professionele normen botsen met persoonlijke normen. Dit onderzoek suggereert dat de professionele normen van corporate governance aanzienlijk variëren in de verschillende landen door de variatie in sociale identiteit structuren. Wanneer er etnische of religieuze spanningen zijn, vermindert ook de sociale cohesie waardoor de druk om te voldoen aan de professionele standaarden van goede corporate governance vermindert (Judge, Douglas & Kutan, 2006).

Hypothese 9: Het is meer waarschijnlijk dat goede corporate governance systemen ontwikkeld worden in landen die niet lijden onder etnische spanningen dan in landen die te maken hebben met etnische spanningen.

Hypothese 10: Het is meer waarschijnlijk dat goede corporate governance systemen ontwikkeld worden in landen die niet lijden onder religieuze spanningen dan in landen die lijden onder religieuze spanningen.

Ook de belangrijkheid van de kapitaalmarkt speelt een rol bij de ontwikkeling van corporate governance systemen. Men kan verwachten dat corporate governance problemen eerder voorkomen bij beursgenoteerde bedrijven, waar managers en grote aandeelhouders meer mogelijkheden hebben om minderheidsaandeelhouders uit te buiten. In privé ondernemingen is de concentratie van aandelen en het toezicht op de manager groter, waardoor deze minder afhankelijk zijn van goede corporate governance systemen (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004). Landen met grote kapitaalmarkten zullen meer geneigd zijn om regels en normen te genereren om de bescherming van aandeelhouders te versterken en de corporate governance te verbeteren (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).

Hypothese 11: Het is meer waarschijnlijk dat goede corporate governance systemen ontwikkeld worden in landen met een grote kapitaalmarkt dan in landen met een kleine kapitaalmarkt.

Landen met rijke populaties zullen ook meer geneigd zijn om corporate governance systemen te ontwikkelen omdat het waarschijnlijker is dat deze mensen sparen en investeren ofwel direct als onderdeel van een persoonlijke strategie door hun kapitaal direct in investeringen op de kapitaalmarkt onder te brengen, ofwel indirect via premies van een pensioenfonds op de kapitaalmarkt (Cuervo-Cazurra & Aguilera, 2004).

Hypothese 12: Het is meer waarschijnlijk dat goede corporate governance systemen ontwikkeld worden in landen met rijke burgers dan in landen met arme burgers.

La Porta e.a. (1996) suggereren dat een groter vertrouwen tussen mensen geassocieerd kan worden met een betere samenwerking. Dit impliceert dat vertrouwen belangrijker is voor een succesvolle samenwerking tussen vreemden of mensen die elkaar maar sporadisch ontmoeten, dan voor het ondersteunen van samenwerking van mensen die elkaar regelmatig treffen en dus weten wat ze van elkaar kunnen verwachten. Hieruit volgt dat vertrouwen belangrijker is om samenwerking te ondersteunen in grote organisaties. De link naar corporate governance bestaat erin dat dit onderlinge vertrouwen tussen de aandeelhouders enerzijds en het bestuur en het management anderzijds in grote organisaties vergroot wordt door de ontwikkeling van corporate governance codes. Hierdoor zullen beide partijen beter samenwerken om een gemeenschappelijk doel te bereiken, het maximaliseren van aandeelhouderswaarde.

Hypothese 13: Het is meer waarschijnlijk dat goede corporate governance systemen ontwikkeld worden in landen met grote bedrijven dan in landen met kleine bedrijven.

Corruptie is een wereldwijd probleem, dat een negatief effect heeft op de economische ontwikkeling van een land. In het ontbreken van goede corporate governance ligt de oorsprong van corruptie. Corruptie komt vanuit twee kanten, een aanbodsijde en een vraagzijde. Corruptie kan dus niet alleen verweten worden aan de vraagzijde, vertegenwoordigd door ambtenaren van de overheid, want er moet ook iemand zijn die het geld of de geschenken levert. Corporate governance richt zich op deze aanbodsijde van corruptie, de privésector. Corporate governance vormt dan ook het belangrijkste mechanisme

om corruptie te lijf te gaan Er wordt een systeem gecreëerd waar corruptie snel wordt ontdekt waardoor het onhoudbaar wordt (The Center for International Private Enterprise, 2002). De toename van het aantal onafhankelijke bestuurders, transparante structuren in de raad van bestuur en strikte regels voor de selectie van bestuursleden zijn enkele voorbeelden hoe corporate governance corruptie kan bestrijden (Tarimo, 2006). Er zal dus dus meer aandacht zijn voor corporate governance systemen in landen die zwaar te lijden hebben onder corruptie.

Hypothese 14: Het is meer waarschijnlijk dat goede corporate governance systemen ontwikkeld worden in landen met hoge corruptie dan in landen met lage corruptie.

Hoofdstuk 4 Hypothesetoetsing

4.1 Dataverzameling

Als startpunt vertrekken we van de 49 landen die ook door Aguilera en Cuervo-Cazurra geselecteerd werden omdat dit werk voortvloeit uit hun onderzoek. Zij hebben op hun beurt gekozen voor de landen die voorkomen in de dataset van La Porta e.a. (1998). De reden hiervoor is dat zo een aantal berekeningen kunnen overgenomen worden en het maken van vergelijkingen mogelijk is. De dataset wordt dus gevormd door de volgende landen: Argentinië, Australië, België, Brazilië, Canada, Chili, Colombia, Denemarken, Duitsland, Ecuador, Egypte, Filippijnen, Finland, Frankrijk, Griekenland, Hongkong, Ierland, India, Indonesië, Israël, Italië, Japan, Jordanië, Kenia, Maleisië, Mexico, Nederland, Nieuw-Zeeland, Nigeria, Noorwegen, Oostenrijk, Pakistan, Peru, Portugal, Singapore, Spanje, Sri Lanka, Taiwan, Thailand, Turkije, Uruguay, Venezuela, Verenigd Koninkrijk, Verenigde Staten, Zimbabwe, Zuid-Afrika, Zuid-Korea, Zweden en Zwitserland.

De afhankelijke variabele “goede corporate governance systemen” wordt gevormd door het aantal corporate governance codes die in het betreffende land ontwikkeld zijn in de periode van 1992 tot en met 2007. Het aantal ontwikkelde corporate governance codes vormt een goede waardemeter van de corporate governance systemen omdat hierin de aandacht voor corporate governance weerspiegeld wordt. We bekijken de periode vanaf 1992 omdat vanaf toen het aantal corporate governance codes en het aantal landen dat een code ontwikkelt sterk is beginnen stijgen. We zullen hiervoor de database van het European Corporate Governance Institute (2008) gebruiken. Vervolgens gaan we op basis van de mediaan deze variabele opdelen in twee groepen, landen met goede corporate governance systemen en landen met slechte corporate governance systemen. De landen met goede corporate governance krijgen de waarde 1 en de landen met slechte corporate governance krijgen de waarde 0.

De eerste onafhankelijk variabele is het “rechtssysteem”. We coderen deze variabelen als een dummy variabele die weergeeft of het rechtssysteem een civil law systeem is of een common-law systeem. De landen met een civil law systeem coderen we als 1 en de landen met een

common law systeem coderen we als 0. De classificatie van de landen in een rechtssysteem wordt bekomen uit de data van Emmons en Schmid (1999).

We meten de variabele “mate van anti-director rechten” met de herziene anti-director index ontwikkeld door Djankov e.a. (2006). Deze herziene versie is actueler omdat deze gebaseerd is op de situatie in 2003 terwijl de originele index van La Porta e.a. (1998) gebaseerd is op de situatie in 1993. Ook werd er bij deze index rekening gehouden met de kritieken op de originele index. Deze index meet de sterkte van de anti-director rechten beschikbaar voor de aandeelhouders van een land. De index geeft scores weer van 0 tot 6, waar 0 de zwakste anti-director rechten vertegenwoordigt en 6 de sterkste anti-director rechten.

De volgende onafhankelijke variabele is de “mate van anti-self-dealing rechten” in een land. Deze variabele wordt gemeten door de anti-self-dealing index van Djankov, e.a. (2006). De index geeft scores weer tussen 0 en 1, waarbij 0 de zwakste anti-self-dealing rechten weergeeft en de waarde 1 de sterkste anti-self-dealing rechten weergeeft.

De variabele “mate van de rechten van kredietverschaffers” wordt gemeten door de wettelijke rechten index van de Wereldbank (2008). Deze index meet de mate van bescherming van kredietverschaffers in 2006/2007. Er wordt een beoordeling gegeven van 0 tot 10, waarbij 0 de zwakste rechten voor kredietverschaffers vertegenwoordigt en 10 de sterkste rechten.

De “mate van persvrijheid” variabele is ontwikkeld door Freedom House (2007). Elk jaar wordt de mate van persvrijheid van een land beoordeeld door een panel van experts. Zij doen dit op 3 niveaus: (1) de wetten en regelgeving die de media-inhoud beïnvloeden, (2) politieke druk en controle op de inhoud en (3) economische invloeden op de media-inhoud. De persvrijheid score heeft een bereik van 0 tot 100, de landen met scores van 0 tot 30 worden als vrij beoordeeld, die met scores van 31-60 zijn gedeeltelijk vrij en de landen met een beoordeling van 61 tot 100 worden niet vrij genoemd (Judge, Douglas & Kutan, 2006). We draaien deze variabele om zodat hoe hoger de score van de index is, hoe groter de persvrijheid is.

Verder wordt de onafhankelijke variabele “mate van democratische aansprakelijkheid” gemeten door de data van de Political Risk Services Group (PRS Group) (2007). Hun score van de democratische aansprakelijkheid van een land geeft een waarde weer van 0 tot 6. De nul score verwijst naar zwakke democratische aansprakelijkheid en de zes score verwijst naar sterke aansprakelijkheid.

Om de variabele “mate van integratie in de wereldhandel” te kwantificeren gebruiken we de import en export van goederen en diensten in 2006 uitgedrukt als een percentage van het Bruto Binnenlands Product. Deze data werd ter beschikking gesteld door de Wereldbank (2006).

De “lengte van lidmaatschap van de Wereldhandelsorganisatie” wordt bekomen door het aantal maanden lidmaatschap tot en met 2007 te berekenen. Deze informatie staat meegedeeld op de website van de Wereldhandelorganisatie (2007).

De “mate van etnische spanningen” en “mate van religieuze spanningen” krijgen beide een score gaande van 0 tot 6. Deze data werd berekend door de PRS Group (2007). Een hoge score wijst op grote spanningen en een lage score wijst op weinig spanningen.

De variabele “grootte van de kapitaalmarkt” bekomen we van data beschikbaar gesteld door de Wereldbank (2006). We gebruiken hier de marktkapitalisatie van beursgenoteerde ondernemingen in 2006 als een percentage van het Bruto Binnenlands Product (BBP).

Vervolgens wordt de variabele “mate van rijkdom van burgers” gekwantificeerd via het Bruto Nationaal Inkomen (BNI) per capita koopkrachtpariteit. De koopkrachtpariteit theorie stelt de koopkracht van verschillende valuta gelijk door het verschil in prijsniveaus tussen landen te elimineren. Deze maatstaf wordt gebruikt om de economische welvaart van de burgers te meten en om vergelijkingen tussen verschillende landen mogelijk te maken (OECD, 2008). Wederom bekomen we deze van de Wereldbank (2006).

De onafhankelijke variabele “grootte van bedrijven” wordt berekend door het gemiddelde te nemen van de verkopen van de 5 grootste beursgenoteerde bedrijven van een land. We bekomen deze data van de The Forbes Global 2000 lijst (2007).

Onze laatste onafhankelijke variabele “mate van corruptie” wordt weergegeven door de Corruption Perceptions Index 2007 van Transparency International (2007). Deze index is gerelateerd aan de waarneming van de mate van corruptie door zakenmensen en analisten. De index geeft scores weer van 0 tot 10, waarbij 0 voor zeer corrupt staat en de waarde 10 voor zeer zuiver of vrij van corruptie. We draaien deze variabele om zodat hoe hoger de waarde van de index is hoe groter de corruptie is.

4.2 Statistische methoden

Voor de hypothesetoetsing zullen we gebruik maken van twee soorten analyses, de univariate en de multivariate analyse. Bij een univariate analyse wordt telkens slechts één hypothese getest, waarbij de relatie tussen de afhankelijke variabele en één onafhankelijke variabele wordt nagegaan. Bij een multivariate analyse wordt echter de gezamenlijke invloed van een groep onafhankelijke variabele gemeten op de afhankelijke variabele.

Bij de univariate analyse kan men gebruik maken de van een parametrische test, de t-test of van een niet parametrische test, de Mann-Whitney test om te onderzoeken of er verschillen zijn tussen de twee afhankelijke groepen, landen met goede corporate governance systemen en landen met slechte corporate governance systemen.

Wanneer de t-test wordt toegepast, maakt men de assumptie dat de groepen normaal verdeeld zijn. Een t-test kan ook misleidende resultaten voortbrengen door haar gevoeligheid voor uitschieters wat de resultaten kan vervormen. Het niet parametrische alternatief van deze t-test is de Mann-Whitney of Wilcoxon-Mann-Whitney Rank Sum test. Bij deze test maakt men niet de assumptie dat de groepen normaal verdeeld zijn en ze is ook minder gevoelig voor uitschieters. Hierdoor worden de resultaten minder beïnvloed en bekomen we een correcter resultaat. De Mann-Whitney test is gebaseerd op het bepalen van rangsommen (medianen) van twee testgroepen en niet op het bepalen van gemiddelden zoals bij de parametrische t-test (Kinnear & Colin, 2006).

Omwille van deze redenen gaat onze voorkeur naar de Mann-Whitney test om de verschillen te zoeken tussen de landen met goede corporate governance systemen en landen met slechte corporate governance systemen.

Van belang is of uit deze analyse geconcludeerd kan worden of de hypothese moet aanvaard of verworpen worden. Dat kan men afleiden uit de p-waarde die door SPSS berekend wordt. Hierbij maakt SPSS bij het uitvoeren van de Mann-Whitney test gebruik van een betrouwbaarheidsinterval van 95% en een alpha van 5% . Op basis van de toetsgrootheid U wordt vervolgens de kans p bepaald (Euronet, 2008).

Om de verschillende determinanten te beoordelen gaan we eerst onderzoeken of er een verschil waarneembaar is tussen de mean rank van de landen met goede corporate governance

systemen en de landen met slechte corporate governance systemen. Vervolgens kijken we naar de p-waarde om te zien of dit verschil statistisch significant is en dus een p-waarde heeft die kleiner is dan 0.05.

Wanneer we de multivariate analyse gaan uitvoeren, doen we dit met behulp van de logistische regressie of het logit model. De logistische regressie is een voorbeeld van een kwalitatief regressie model. Hierbij is de afhankelijke variabele kwalitatief van aard. Voor ons onderzoek gaan we uit van een tweedelige of binaire afhankelijke variabele, dit betekent dat deze variabele slechts twee waarden kan aannemen (Gujarati, 2003). Onze afhankelijke variabele "goede corporate governance systemen" krijgt de waarde 0 wanneer we spreken over landen met slechte corporate governance systemen en de waarde 1 als het over landen met goede corporate governance systemen gaat. Bij de berekeningen wordt uitgegaan van een betrouwbaarheidsinterval van 95% en een alpha van 5%. De invloed van een onafhankelijke variabele zal bijgevolg statistisch significant zijn bij een p-waarde kleiner dan 0.05.

4.3 Bespreking empirische resultaten van de univariate analyse

We gaan nu de resultaten van de Mann-Whitney test bespreken. We hebben de afhankelijke variabele “goede corporate governance systemen” dus in twee groepen verdeeld op basis van de mediaan, die gelijk is aan 2 (zie bijlage 3). De landen met twee of minder corporate governance codes krijgen de waarde 0 toegewezen, de landen met meer dan twee codes krijgen de waarde 1. We gaan eerst kijken naar de mean rank (tabel 2). Deze kunnen het best zo ver mogelijk uit elkaar liggen want dit wijst op een groot verschil tussen de landen met goede corporate governance systemen en landen met slechte corporate governance systemen. Vervolgens zien we in tabel 3 of dit verschil statistisch significant is.

Mann-Whitney test

Corporate Governance Systeem		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Rechtssysteem	0	25	25,18	629,50
	1	24	24,81	595,50
	Total	49		
Anti-Director	0	25	22,04	551,00
	1	24	28,08	674,00
	Total	49		
Anti-Self-Dealing	0	25	21,36	534,00
	1	24	28,79	691,00
	Total	49		
Rechten van Kredietverschaffers	0	25	18,46	461,50
	1	24	31,81	763,50
	Total	49		
Persvrijheid	0	25	17,72	443,00
	1	24	32,58	782,00
	Total	49		
Democratische Aansprakelijkheid	0	25	19,04	476,00
	1	24	31,21	749,00
	Total	49		
Integratie Wereldhandel	0	24	24,60	590,50
	1	24	24,40	585,50
	Total	48		
WTO Lidmaatschap	0	25	21,68	542,00
	1	24	28,46	683,00
	Total	49		

Etnische Spanning	0	25	26,12	653,00
	1	24	23,83	572,00
	Total	49		
Religieuze Spanning	0	25	22,72	568,00
	1	24	27,38	657,00
	Total	49		
Kapitaalmarkt	0	24	19,62	471,00
	1	24	29,38	705,00
	Total	48		
Rijkdom Burgers	0	23	15,87	365,00
	1	24	31,79	763,00
	Total	47		
Grootte Bedrijven	0	17	12,65	215,00
	1	24	26,92	646,00
	Total	41		
Corruptie	0	25	33,16	829,00
	1	24	16,50	396,00
	Total	49		

Tabel 2 Mann-Whitney test
Bron Eigen creatie

Significantie test

	Rechtssysteem	Anti-Director	Anti-Self-Dealing	Rechten Krediet-verschaffers	Persvrijheid
Mann-Whitney U	295,500	226,000	209,000	136,500	118,000
Wilcoxon W	595,500	551,000	534,000	461,500	443,000
Z	-,108	-1,504	-1,821	-3,301	-3,644
Asymp. Sig. (2-tailed)	,914	,132	,069	,001	,000

	Democratische Aansprakelijkheid	Integratie Wereldhandel	WTO Lidmaatschap	Etnische Spanning	Religieuze Spanning
Mann-Whitney U	151,000	285,500	217,000	272,000	243,000
Wilcoxon W	476,000	585,500	542,000	572,000	568,000
Z	-3,147	-,052	-2,458	-,566	-1,160
Asymp. Sig. (2-tailed)	,002	,959	,014	,571	,246

	Kapitaalmarkt	Rijkdom Burgers	Grootte Bedrijven	Corruptie
Mann-Whitney U	171,000	89,000	62,000	96,000
Wilcoxon W	471,000	365,000	215,000	396,000
Z	-2,413	-3,980	-3,758	-4,083
Asymp. Sig. (2-tailed)	,016	,000	,000	,000

Tabel 3 **Significantie test**
Bron **Eigen creatie**

Bij de variabele "rechtssysteem" (hypothese 1) zien we geen duidelijk verschil tussen de landen met een civil law systeem en een common law systeem. Dus we kunnen op basis van deze resultaten geen conclusie trekken over de invloed van het rechtssysteem op de kwaliteit van het corporate governance systeem. Het verschil is tevens niet significant.

Vervolgens hebben de variabelen "mate van anti-director rechten" (hypothese 2), "mate van anti-self-dealing rechten" (hypothese 3) en "mate van rechten van de kredietverschaffers" (hypothese 4) een groot verschil in mean rank tussen de landen met een goed corporate governance systeem en een zwak corporate governance systeem. Maar de statistische resultaten wijzen op een omgekeerde relatie dan dat we verwacht hadden. Zo hebben de landen met sterke anti-director rechten, sterke anti-self-dealing rechten en sterke rechten van de kredietverschaffers ook goede corporate governance systemen. Enkel de variabele "mate van rechten van de kredietverschaffers" is statistisch significant met p-waarde van 0.001.

De volgende variabele "mate van persvrijheid" (hypothese 5) blijkt volgens de resultaten van de Mann-Whitney test wel een goede determinant voor goede corporate governance. Er is een

groot verschil in mean rank tussen goede en slechte corporate governance en dit verschil is tevens statistisch significant met een p-waarde kleiner dan 0.05.

Met een verschil in mean rank van 12,17 en een significantie van 0.002 is ook de "mate van democratische aansprakelijkheid" (hypothese 6) een goede determinant. Onze hypothese, dat landen met een grote democratische aansprakelijkheid ook goede corporate governance systemen hebben, wordt hier bevestigd.

De variabele "mate van integratie in de wereldhandel" (hypothese 7) bevestigt onze nulhypothese niet, maar de "lengte van lidmaatschap van de Wereldhandelsorganisatie" (hypothese 8) blijkt met een mean rank verschil van 6,78 en een p-waarde kleiner dan 0.05 wel een goede determinant voor een goed corporate governance systeem.

Verder zien we dat de etnische spanningen groter zijn in landen met zwakke corporate governance systemen waardoor onze nulhypothese (hypothese 9) bevestigd wordt, maar dit verschil blijkt met een p-waarde van 0,571 niet statistisch significant. De variabele "mate van religieuze spanningen" (hypothese 10) heeft daarentegen een tegengestelde richting dan de hypothese waarin we stelden dat goede corporate governance systemen ontwikkeld worden in landen die niet te lijden hebben onder religieuze spanningen. Met een significantie van 0,246 blijkt ook deze variabele geen goede determinant van corporate governance.

De "grootte van de kapitaalmarkt" (hypothese 11) speelt wel een belangrijke rol in het corporate governance verhaal. We zien dat landen met een goed corporate governance systeem ook een grote kapitaalmarkt hebben waardoor onze hypothese wordt bevestigd. Deze variabele is ook statistisch significant met een p-waarde die duidelijk onder de norm van 0.05 blijft.

Bij de volgende variabele "mate van rijkdom van de burgers" (hypothese 12) wordt onze hypothese bevestigd door de resultaten van de Mann-Whitney test. Met een onderling verschil van 15,92 in de mean rank en een significantie van 0,000 vormt deze variabele een zeer goede determinant voor een goed corporate governance systeem.

Ook de "grootte van bedrijven" (hypothese 13) is een goede determinant. Deze variabele bevestigt de nulhypothese dat landen met grotere bedrijven betere corporate governance systemen ontwikkelen met een mean rank van 12,65 voor landen met zwakke governance

systemen en een mean rank van 26.92 voor landen met een goed governance systeem. Deze relatie is ook statistisch significant met een p-waarde van 0.000.

Onze laatste afhankelijke variabele "mate van corruptie" (hypothese 14) is statistisch significant met een waarde van 0.000 maar de richting van de relatie tussen de kwaliteit van een corporate governance systeem en de mate van corruptie in onze hypothese wordt niet bevestigd. Volgens de resultaten van de Mann-Whitney test hebben landen die te kampen hebben met veel corruptie slechtere corporate governance systemen en de landen met goede corporate governance systemen scoren dan weer slecht op onze corruptie index.

4.4 Controle van de robuustheid van de univariate analyse

Vervolgens gaan we de robuustheid van onze analyse testen door de twee meest extreme groepen in de variabele “goede corporate governance systemen” met elkaar te vergelijken. Hiervoor maken we gebruik van het eerste kwartiel en het derde kwartiel (zie bijlage 3). Dit betekent dat we de landen met één of geen corporate governance code de waarde 0 toekennen en de landen met vijf of meer codes de waarde 1 geven. Opnieuw gaan we eerst kijken naar de mean rank in tabel 4 en beoordelen we de statistische significantie aan de hand van tabel 5.

Mann-Whitney test - robuustheid

Corporate Governance Systeem		N	Mean Rank	Sum of Ranks
Rechtssysteem	0	18	17,06	307,00
	1	14	15,79	221,00
	Total	32		
Anti-Director	0	18	15,19	273,50
	1	14	18,18	254,50
	Total	32		
Anti-Self-Dealing	0	18	14,03	252,50
	1	14	19,68	275,50
	Total	32		
Rechten van Kredietverschaffers	0	18	11,78	212,00
	1	14	22,57	316,00
	Total	32		
Persvrijheid	0	18	10,25	184,50
	1	14	24,54	343,50
	Total	32		
Democratische Aansprakelijkheid	0	18	11,44	206,00
	1	14	23,00	322,00
	Total	32		
Integratie Wereldhandel	0	17	17,97	305,50
	1	14	13,61	190,50
	Total	31		
WTO Lidmaatschap	0	18	13,39	241,00
	1	14	20,50	287,00
	Total	32		

Etnische Spanning	0	18	17,22	310,00
	1	14	15,57	218,00
	Total	32		
Religieuze Spanning	0	18	13,86	249,50
	1	14	19,89	278,50
	Total	32		
Kapitaalmarkt	0	17	12,06	205,00
	1	14	20,79	291,00
	Total	31		
Rijkdom Burgers	0	16	9,31	149,00
	1	14	22,57	316,00
	Total	30		
Grootte Bedrijven	0	11	7,55	83,00
	1	14	17,29	242,00
	Total	25		
Corruptie	0	18	22,72	409,00
	1	14	8,50	119,00
	Total	32		

Tabel 4 Mann-Whitney test – robuustheid
Bron Eigen creatie

Significantie test - robuustheid

	Rechtssysteem	Anti-Director	Anti-Self-Dealing	Rechten Krediet-verschaffers	Persvrijheid
Mann-Whitney U	116,000	102,500	81,500	41,000	13,500
Wilcoxon W	221,000	273,500	252,500	212,000	184,500
Z	-,473	-,909	-1,692	-3,261	-4,280
Asymp. Sig. (2-tailed)	,636	,363	,091	,001	,000

	Democratische Aansprakelijkheid	Integratie Wereldhandel	WTO Lidmaatschap	Etnische Spanning	Religieuze Spanning
Mann-Whitney U	35,000	85,500	70,000	113,000	78,500
Wilcoxon W	206,000	190,500	241,000	218,000	249,500
Z	-3,719	-1,331	-2,798	-,500	-1,841
Asymp. Sig. (2-tailed)	,000	,183	,005	,617	,066

	Kapitaalmarkt	Rijkdom Burgers	Grootte Bedrijven	Corruptie
Mann-Whitney U	52,000	13,000	17,000	14,000
Wilcoxon W	205,000	149,000	83,000	119,000
Z	-2,660	-4,115	-3,285	-4,256
Asymp. Sig. (2-tailed)	,008	,000	,001	,000

Tabel 5 **Significantie test – robuustheid**
Bron **Eigen creatie**

De resultaten die we bekomen in deze robuustheidtest wijzen in dezelfde richting als de resultaten van de Mann-Whitney test op onze volledige dataset. Zo geven de mean ranks van de variabelen “mate van anti-director rechten”, “mate van anti-self-dealing rechten” en “mate van rechten van kredietverschaffers” opnieuw een tegengesteld verband weer dan onze hypothesen. En ook nu is van deze variabelen enkel het resultaat van de variabele “mate van rechten van de kredietverschaffers” statistisch significant.

Bij de variabele “rechtssysteem” zien we dit keer een iets groter, maar nog steeds een zeer klein verschil in mean rank. We kunnen uit de mean rank concluderen dat vooral common landen corporate governance codes ontwikkelen wat in tegenspraak is met onze hypothese. Met een p-waarde van 0.636 is dit verschil niet statistisch significant.

De afhankelijke variabelen “mate van persvrijheid” en “mate van democratische aansprakelijkheid” bevestigen beide onze nulhypotesen. Zo hebben landen met veel persvrijheid goede corporate governance systemen en ook landen met een grote

democratische aansprakelijkheid ontwikkelen goede corporate governance systemen. Beide zijn statistisch significant met een p-waarde van 0.000.

Vervolgens zien we opnieuw dat de variabelen “mate van integratie in de wereldhandel”, “mate van etnische spanningen” en “mate van religieuze spanningen” niet statistisch significant zijn.

De geformuleerde hypothesen met betrekking tot de “lengte van het WTO lidmaatschap”, “grootte van de kapitaalmarkt”, “mate van rijkdom van de burgers” en de “grootte van de bedrijven” worden wederom bevestigd door de resultaten van de Mann-Whitney test. In tabel 5 kunnen we zien dat deze verbanden statistisch significant zijn met een p-waarde van respectievelijk 0.005, 0.008, 0.000 en 0.001.

Voor de variabele “mate van corruptie” vinden we dat landen met goede corporate governance systemen laag scoren op onze corruptie index en dat landen met slechte corporate governance systemen hoog scoren op de index. Dit verband is statistisch significant met een p-waarde van 0.000, die duidelijk onder de norm van 0.05 blijft.

We kunnen dus besluiten dat onze univariate analyse voldoende robuust is.

4.5 Bespreking empirische resultaten van de multivariate analyse

Voor de samenstelling van ons logistische regressie model zijn die variabele gekozen die onderling weinig samenhang vertonen (Schreuder, 1993). Na het raadplegen van de correlatietabel (zie bijlage 4) hebben we gekozen voor de variabelen “mate van persvrijheid” (hypothese 5), “mate van integratie in de wereldhandel” (hypothese 7), “lengte van lidmaatschap van de Wereldhandelsorganisatie” (hypothese 8) en “mate van etnische spanningen” (hypothese 9) (zie tabel 6).

Correlatietabel – variabelen logistische regressie

		Persvrijheid	Integratie Wereldhandel	WTO Lidmaatschap	Etnische Spanning
Persvrijheid	Correlation Coeff.	1,000	,040	,159	,169
	Sig. (2-tailed)	.	,695	,170	,106
	N	49	48	49	49
Integratie Wereldhandel	Correlation Coeff.	,040	1,000	-,094	,067
	Sig. (2-tailed)	,695	.	,425	,523
	N	48	48	48	48
WTO Lidmaatschap	Correlation Coeff.	,159	-,094	1,000	,022
	Sig. (2-tailed)	,170	,425	.	,856
	N	49	48	49	49
Etnische Spanning	Correlation Coeff.	,169	,067	,022	1,000
	Sig. (2-tailed)	,106	,523	,856	.
	N	49	48	49	49

Tabel 6 Correlatietabel variabelen logistische regressie
Bron Eigen creatie

Vervolgens hebben we de logistische regressie toegepast op deze variabelen. Het doel van de logistische regressie is nagaan of deze groep onafhankelijke variabelen een statistisch significante invloed hebben op de afhankelijke variabele “goede corporate governance systemen”.

Wanneer we onderstaande tabel consulteren, zien we dat de variabelen “mate van persvrijheid”, “mate van integratie in de wereldhandel” en “mate van etnische spanningen” een statistisch significante invloed hebben op het ontwikkelen van goede corporate governance systemen. Dit kunnen we enerzijds afleiden uit de lage p-waarden waarbij ruim onder norm van 0.05 wordt gebleven en anderzijds uit de hoge waarden voor de Wald statistiek voor deze onafhankelijke variabelen.

Variabelen in het logistische regressiemodel

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Persvrijheid	,137	,043	9,974	1	,002	1,147
WTO Lidmaatschap	,570	,342	2,779	1	,095	1,769
Integratie Wereldhandel	,019	,007	6,411	1	,011	1,019
Etnische Spanning	-1,132	,484	5,460	1	,019	,323
Constant	-94,882	54,098	3,076	1	,079	,000

Tabel 7 Variabelen in het logistische regressiemodel
Bron Eigen creatie

De waarden in de tweede kolom geeft de richting van de invloed van de betreffende variabelen aan. Zo wijst de negatieve waarde voor “mate van etnische spanning” op een negatief verband met de afhankelijke variabele “goede corporate governance systemen”. Dit wil zeggen dat grote etnische spanningen een negatieve invloed hebben op de kwaliteit van de governance systemen en dat het afwezig zijn van deze spanningen leidt tot goede corporate governance systemen. Hiermee wordt onze eerder geformuleerde hypothese bevestigd. De positieve waarden voor de twee andere significante variabelen wijst op een omgekeerd effect. Hoe groter de persvrijheid en hoe meer geïntegreerd in de wereldhandel, hoe beter de corporate governance systemen van een land zullen zijn.

Vervolgens gaan we de waarde van dit regressiemodel beoordelen via verschillende maatstaven. Eerst gaan we kijken naar de Hosmer en Lemeshow test (zie tabel 8). Met een p-waarde van 0.674 waardoor de norm van 0.05 wordt overschreden, kunnen we concluderen dat het model niet significant is voor de Hosmer en Lemeshow test. Dit impliceert dat de schattingen van het logit model voor de data op een acceptabel niveau juist zijn, want voor goede modellen verwachten we een significantieniveau groter dan 0.05.

Hosmer en Lemeshow test

Chi-square	Df	Sig.
5,760	8	,674

Tabel 8 Hosmer en Lemeshow test van de logistische regressie
Bron Eigen creatie

De volgende maatstaf die we gaan toepassen is de omnibus test, wat een alternatief is voor bovenstaande Hosmer en Lemeshow test. Deze test gaat na of het model met de variabelen verschillend is van het model met enkel het intercept. De omnibus test kan geïnterpreteerd worden als een test van het vermogen van alle variabelen in het model om gezamenlijk de afhankelijke variabele te voorspellen. Met een statistische significantie zoals in tabel 9, kunnen we besluiten dat ons logistische regressiemodel de data voldoende passend kan voorspellen.

Omnibus test van de coëfficiënten

	Chi-square	df	Sig.
Step	29,652	4	,000
Block	29,652	4	,000
Model	29,652	4	,000

Tabel 9 Omnibus test van de coëfficiënten van de logistische regressie
Bron Eigen creatie

Verder zien we in tabel 10 dat ons regressiemodel in 81.2 percent van de gevallen een correcte voorspelling maakte of een land goede of slechte corporate governance systemen ontwikkeld heeft.

Classificatietabel

Observed		Predicted		
		Corporate Governance System		
		0	1	Correct %
Corporate Governance Systeem	0	20	4	83,3
	1	5	19	79,2
	Overall %			81,2

Tabel 10 Classificatietabel van de logistische regressie
Bron Eigen creatie

Al laatste maatstaf voor de beoordeling van ons logit model gebruiken we een pseudo-R², meer bepaald de Nagelkerke's R². We maken gebruik van een pseudo-R² omdat we bij een logistische regressie geen gebruik kunnen maken van de normale R² maatstaf. We zien in tabel 11 dat 61.4 percent van de variatie in corporate governance systemen kan verklaard worden door ons logistische regressiemodel.

Nagelkerke R²

Nagelkerke R Square
,614

Tabel 11 **De pseudo-R² - Nagelkerke**
Bron **Eigen creatie**

Hoofstuk 5 Besluit

In dit laatste hoofdstuk wordt een kort overzicht gegeven van de resultaten die voortkomen uit het uitgevoerde onderzoek naar determinanten van goede corporate governance.

Wanneer we de empirische resultaten bekijken valt het op dat de meerderheid van onze determinanten gericht op het verbeteren van de doeltreffendheid of efficiëntie van het corporate governance systeem een verband vertonen in de omgekeerde richting van wat we in onze hypothesen verwacht hadden. Tevens is er buiten de variabele die de rechten van de kredietverschaffers weergeeft, geen statistisch significant verband tussen deze variabelen en de kwaliteit van de corporate governance systemen. In de hypothesen van variabelen “mate van anti-director rechten”, “mate van anti-self-dealing rechten” en “de rechten van kredietverschaffers” wordt ervan uitgegaan dat in de landen waar deze rechten zwak zijn, er goede corporate governance systemen bestaan. Een mogelijke verklaring voor het verband in de omgekeerde richting, zoals gevonden door de Mann-Whitney test, zou kunnen zijn dat de landen die veel interesse tonen in het ontwikkelen van sterke anti-director rechten, anti-self-dealing rechten en rechten van kredietverschaffers ook veel aandacht hebben in het ontwikkelen van een goed corporate governance systeem via het uitbrengen van corporate governance codes. Ook tussen de corruptie in een land en goede corporate governance systemen vinden we een omgekeerd verband dan dat we vooropgesteld hadden. Hier zouden we kunnen stellen dat in landen waar corruptie hoog tij viert, zowel op het niveau van de overheid als op het niveau van de bedrijfswereld, het weinig waarschijnlijk is dat men hier goede corporate governance systemen gaat ontwikkelen waarmee men zichzelf in het nauw drijft.

Het zijn dus bijgevolg vooral de determinanten vanuit de sociale wettiging die een voorspellend karakter hebben. Als antwoord op onze centrale onderzoeksvraag, “Welke factoren dragen bij tot goede corporate governance in een wereldwijde context”, kunnen we stellen dat een grote vrijheid van de pers, een grote democratische aansprakelijkheid, een grote kapitaalmarkt, een hoge welvaartsstatus van de burgers, grote ondernemingen en een lang lidmaatschap van een internationale niet gouvernementele organisatie zoals de Wereldhandelsorganisatie belangrijke factoren zijn van een land om tot goede corporate governance systemen te komen.

Om te besluiten stellen we vast dat er vooral vanuit de sociale omgeving van een onderneming druk is om een goed corporate governance systeem te ontwikkelen en dat efficiëntie redenen hier ondergeschikt lijken.

Voor institutionele investeerders kunnen de geïdentificeerde determinanten belangrijke selectiecriteria vormen om in bepaalde landen al dan niet te investeren. Voorts zijn factoren zoals de welvaartstatus, de aanwezigheid van grote ondernemingen en een lang lidmaatschap van de Wereldhandelsorganisatie gemakkelijk en snel te controleren en vereisen zij geen ingewikkelde berekeningen of modellen. Hierdoor kunnen de institutionele investeerder korter op de bal spelen en potentieel gevaarlijke investeringen ontwijken. Omdat uit ons onderzoek blijkt de sociale wettiging een belangrijke rol speelt bij het niveau van corporate governance kunnen investeerders hun kosten, die gepaard gaan met het toezichthouden op hun investeringen, verkleinen door onder andere te vertrouwen op de rol van de media en de aansprakelijkheid van de overheid bij het controleren van de toegepaste praktijken in bedrijven.

Ook voor de wetgever kunnen onze resultaten een toegevoegde waarde zijn. Zo zal het niet nodig zijn om een allesomvattende regelgeving te ontwikkelen die het hele corporate governance systeem van een land vormgeeft. De overheid doet er beter aan om een positief klimaat te ontwikkelen voor de sociale wettiging van corporate governance. Zo kan de overheid een directe rol spelen in de mate van persvrijheid en de mate van democratische aansprakelijkheid die aanwezig is in een land en het lidmaatschap van internationale niet gouvernementele organisaties zoals de Wereldhandelsorganisatie. Verder kan zij ook door maatregelen de aantrekkelijkheid van de kapitaalmarkt vergroten en de aanwezigheid van grote ondernemingen stimuleren.

Het zou ook interessant kunnen zijn voor supranationale organisaties zoals de OECD en de CACG om een soort van corporate governance code te ontwikkelen die niet gericht is op het bedrijf, maar die eerder gericht is op het macroniveau. Deze code zou ondermeer bepalingen kunnen bevatten die de persvrijheid en de democratische aansprakelijkheid in een land bevorderen.

Voor de ontwikkeling van corporate governance codes zijn de gevolgen dat er geen allesomvattende code ontwikkeld moet worden. Zodat het gevaar om teveel te willen regelen met een corporate governance code, zoals eerder in de tekst aangehaald, uit de weg wordt

gegaan. Men zou in plaats hiervan kunnen vertrouwen op de door dit onderzoek aan het licht gebrachte indicatoren van goede corporate governance.

De one-size-fits-all mentaliteit die aan de basis ligt van een Europese corporate governance code krijgt ook een flinke deuk. Want elk land verschilt in de mate van persvrijheid, de mate van democratische aansprakelijkheid, de grootte van ondernemingen, de welvaartsstatus van de burgers en het lidmaatschap van een internationale niet gouvernementele organisatie. Hierdoor zal de ontwikkeling van een dergelijke code nog meer obstakels moeten overwinnen om zich tot een succesverhaal te kunnen ontpoppen.

Ten slotte hebben we nog even aandacht voor een aanbeveling met betrekking tot verder onderzoek. Dit onderzoek heeft getracht om een aantal determinanten van goede corporate governance systemen bloot te leggen. Hierbij zijn we opzoek gaan naar factoren die op macroniveau spelen. Het zou bijgevolg voor verder onderzoek interessant kunnen zijn om na te gaan welke factoren op microniveau of met andere woorden op het niveau van het bedrijf een invloed hebben op goede corporate governance. Deze resultaten zouden vervolgens gekoppeld kunnen worden aan de determinanten op macroniveau.

Lijst van geraadpleegde werken

Aguilera, R. V. & Cuervo-Cazurra (2004), Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?, *Organization Studies*, Volume 24:3, Sage Publications, p. 29.

Aktiengesetz (online) (geraadpleegd op 2 mei 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<<http://www.aktiengesetz.de>>

Baelden, T. & Darville, C. (2006), Naleving van de Belgische Corporate Governance Code: een stand van zaken, *Belgian Governance Institute*, p. 27.

Barlyn, S. (2008), From Teddy Roosevelt to Enron: How corporate governance has evolved over 100 Years, *The Wall Street Journal*.

Berle, A. & Means G. (1932), *The modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World Inc., New York.

Cadbury, A. (1999), *Corporate Governance: A Framework for Implementation - Overview*, World Bank Report, p. 37.

Cadbury Commission (1992), *Code of Best Practice: Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Gee & Co, Londen.

Coombes, P. & Watson, M. (2000), Three surveys on corporate governance, *The McKinsey Quarterly*, volume 4, p. 74 – 77.

Coombes, P. & Wong, S. (2004), Why codes of governance work, *McKinsey Quarterly*, Volume 2, p. 5.

Commissie Corporate Governance (online) (geraadpleegd op 4 november 2007).

Dit document is consulterbaar op het volgende webadres

<<http://www.corporategovernancecommittee.be/library/attachments/press/4352c77f-56ad-4d82-89c5-db615d861988/nl/C01.01-NL1.pdf>>

Company Law Review Steering Group (1993), *Modern Company Law For a Competitive Economy – The Strategic Framework*, p. 224.

Corporate Governance Forum of Japan (1999), *Corporate Governance Principles – a Japanese view*, *Corporate Governance an International Review*, Volume 7:2, p. 209 – 214.

Cuervo, A. (2002), *Corporate Governance Mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control*, *Corporate Governance*, Volume 10:2, p. 84- 93.

Cuervo-Cazurra, A. & Aguilera, R. V. (2004) *The Worldwide Diffusion of Codes of Good Governance*, In Grandori, A. (ed.) *Corporate Governance and Firm Organization*, p. 318-348.

Deakin, S. & Konzelmann, S. J. (2004), *Learning from Enron*, *Corporate Governance*, Volume 12:2, p. 134 – 142.

Denis, D. K. & McConnell, J. (2003), *International Corporate Governance*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Volume 38:1, p. 36.

Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (2006), *The Law and Economics of Self-Dealing*, Working Paper, p. 80.

European Corporate Governance Institute (ECGI) (online) (geraadpleegd op 25 februari 2008)

Dit document is consulterbaar op het volgende webadres

<http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php>

Eisenhardt, K. M. (1989), *Agency Theory: An Assessment and Review*, *Academy of Management Review*, Volume 14:1, p. 57 – 74.

Emmons, W. R. & Schmid, F. A. (1999), Corporate Governance And Corporate Performance, The Federal Reserve Bank, Working Paper Series, nr. 1999-018A, p. 46.

Fontrodona, J. & Sison, A. J. (2006), The Nature of the Firm, Agency Theory and Shareholder Theory: A Critique from Philosophical Anthropology, Journal of Business Ethics, Volume 66, p. 33 – 42.

Forbes (2007), The Global 2000 (online) (geraadpleegd op 14 mei 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<http://www.forbes.com/lists/2008/18/biz_2000global08_The-Global-2000_Counrty.html>

Freedom House (2007), Freedom of the Press 2007: Press Freedom Rankings by Region (online) (geraadpleegd op 12 mei 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<<http://www.freedomhouse.org/uploads/Chart112File157.pdf>>

FSA handbook – Listing Rules LR 9.8.6R (online) (geraadpleegd op 2 maart 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<<http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/9/8>>

Governance rating zijn slechts een begin van goede informatie (online)

(geraadpleegd op 3 maart 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<http://www.ey.nl/?pag=788&nieuws_id=2022>

Gregory, H. J. & Simmelkjaer, R. T. (2002), Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States, Weil Gotshal & Manges, p. 806.

Gujarati, D. N. (2003), Basic Econometrics Fourth Edition – International edition, McGrawHill, New York.

Hansmann, H. & Kraakman, R. (2004), The Anatomy of Corporate Law: Agency Problems and Legal Strategies, Yale Law School, Research Paper nr. 301, p. 13.

Hansmann, H., Kraakman, R. & Squire, R. (2006), Law and the rise of the firm, Harvard Law Review, Volume 119, p. 1333 – 1403.

Holstrom, B. & Kaplan, S. N. (2001), Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s, Journal of Economic Perspectives, Volume 15:2, p. 121 - 144.

Hung, H. (1998), A typology of the theories of the roles of governing boards, Corporate Governance, Volume 6:2, p. 101 – 111.

International Chamber of Commerce (online) (geraadpleegd op 4 november 2007).

Dit document is consulterbaar op het volgende webadres

<<http://www.iccwbo.org/corporate-governance/id3074/index.html>>

Jackson, P. T. & Stanfield, J. R. (2004), The Role of the Press in a Democracy: Heterodox Economics and the Propaganda Model, Journal of Economic Issues, Volume 38:2, p. 475 – 482.

Jensen, M. C. & Chew, D. H. (1995), U.S. Corporate Governance: Lessons from the 1980s, John Wiley and Sons, p. 46.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Volume 3:4, p. 78.

Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R., Tunnelling, American Economic Review, p. 14.

Judge, W. Q., Douglas, T. J. & Kutan, A. M. (2006), Institutional predictors of corporate governance legitimacy, Journal of Management, p. 38.

Keasey, K., Thompson, S. & Wright, M. (2005), Corporate Governance: Accountability, Enterprise and International Comparisons, John Wiley & Sons Ltd. , West Sussex

Keohane, R. (2005), Abuse of Power: Assessing Accountability in World Politics, Harvard International Review – Defining Power, Volume 27:2, p. 48 – 53.

Kinnear, P. R. & Colin, D. G. (2006), SPSS 14 made simple, Psychology Press NY, p. 569.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1996), Trust in Large Organizations, NBER Working Paper Series, nr. 5864, p. 14.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1997), Legal Determinants of External Finance, NBER Working Paper Series, nr. 5879, p. 30.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998), Law and Finance, Journal of Political Economie, p. 53.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A. (1998), Corporate Ownership Around The World, Harvard University, p. 69.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1999), Agency Problems and Dividend Policies Around the World, Harvard University, p. 50.

Litvak, K. (2007), The effects of the Sarbanes-Oxley act on non-US companies cross listed in the US, Journal of Corporate Finance, Volume 13, p. 34.

MacNeil, I. & Li, X. (2006), Comply or Explain: market discipline and non-compliance with the Combined Code, Corporate Governance, Volume 14:5, p. 486 – 496.

Mann-Whitney-test & Student Two-Sample-Test (online) (geraadpleegd op 13 mei 2008)

Dit document is consulterbaar op het volgende webadres

<<http://euronet.nl/users/warnar/demostatistiek/stat/mwutwo.htm>>

McCahery, J. A. & Vermeulen, E. P.M. (2006), Corporate Governance and Innovation: Venture Capital, Joint Ventures, and Family Businesses, ECGI, Law Working Paper nr. 65/2006, p. 73.

Monitoring Commissie Corporate Governance Code (2007), Derde rapport over de naleving van de Nederlandse corporate governance code, Commissie Corporate Governance, p. 116.

Noticias Juridicas (online) geraadpleegd op 7 mei 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

< http://noticias.juridicas.com/base_datos/Fiscal/l24-1988.t10.html#a116>

OECD (online) (geraadpleegd op 10 mei 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<http://www.oecd.org/faq/0,3433,en_2825_495691_1799281_1_1_1_1,00.html#1799063>

Overnamerichtlijn (online) (geraadpleegd op 9 mei 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

< <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:142:0012:0023:NL:PDF>>

Parles, L. M., O'Sullivan, S. A. & Shannon, J. H. (2007), Sarbanes-Oxley: An Overview of Current Issues and Concerns, Review of Business, Volume 27:3, p. 38 – 46.

Political Risk Services Group (2008), International Country Risk Guide

Pratt, M., Rockmann, K. & Kaufmann, J. (2006), Constructing professional identity: The role of work and identity learning cycles in the customization of identity among medical residents, Academy of Management Journal, Volume 49:2, p.235 – 262.

Rittenberg, L. E. & Schweiger, B. J. (2005), Auditing – Concepts for a changing environment, Thomson, p. 787.

Roe, M. J. (2006), Legal Origins, Politics and Modern Stock Markets, Harvard Law Review, Volume 120, p. 460 – 527.

Schleifer, A. & Vishny, R.W. (1997), A Survey of Corporate Governance, The Journal of Finance, volume 52, p. 737-777.

Schreuder, F. (1993), Handboek gegevensanalyse met SPSS/PC+, Academic Service, Schoonhoven.

Siems, M. M. (2006), Legal Origins: Reconciling Law & Finance and Comparative Law, CBR Research Programme on Corporate Governance Working Paper nr. 321, p. 32.

Smith, A. (1776), An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, Methuen & Co Ltd., Londen.

Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden 2004 -747 (online)

(geraadpleegd op 3 mei 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<<http://wet-online.nl/BW2/391.html>>

Tarimo, J. (2006), Corruption linked to poor corporate governance (online)

(geraadpleegd op 12 mei 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<<http://www.ipp.co.tz/ipp/guardian/2006/04/05/63599.html>>

The Center for International Private Enterprise (2002), Corporate Governance: An Antidote to Corruption, International Anti Corruption Conference, p. 45.

Tolbert, P. S. & Zucker, L. G. (1983), Institutional Sources of Change in the Formal Structure of Organizations: The Diffusion of Civil Service Reform¹ 1880 – 1935, Administrative Science Quarterly, Volume 28, p. 21 – 39.

Transparency Internationaal (2007), Corruption Perceptions Index (online)

(geraadpleegd op 14 mei 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<http://www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/cpi/2007/regional_highlights_factsheets>

Tricker, B. (2000), Corporate Governance – the subject whose time has come, Corporate Governance, Volume8:4, p. 289 -296.

Transparantierichtlijn (online) (geraadpleegd op 7 mei 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2004:390:0038:0057:NL:PDF>>

Van der Elst, C. (2006), De Code Lippens versus de Code Buysse: van degelijk besturen over naleven of uitleggen tot afdwingen?, Financial Law Institute Working Paper Series, WP 2006-02, p. 12.

Wet online (online) (geraadpleegd op 2 mei 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<<http://wet-online.nl/BW2/391.html>>

Wolfensohn, J. (1999) (online) (geraadpleegd op 4 november 2007).

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<<http://www.encycogov.com/whatisgorpgov.asp>>

Worldbank (2008), Doing Business 2008: Comparing Regulation in 178 Economies, p. 208.

Worldbank (2006), Key Development Data & Statistics – Country Profiles (online) (geraadpleegd op 14 mei 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<<http://www.freedomhouse.org/uploads/Chart112File157.pdf>>

World Trade Organizaton (2007), Members and Observers (online)

(geraadpleegd op 14 mei 2008)

Dit document is consulteerbaar op het volgende webadres

<http://www.wto.org/english/thewto_e/whatis_e/tif_e/org6_e.htm>

Wymeersch, E. (2005), Enforcement of Corporate Governance Codes, ECGI, Law Working Paper nr. 46/2005, p. 24.

Wymeersch, E. (2006), Corporate Governance Codes and their Implementation, Financial Law Institute Working Paper Series, WP 2006-10, p.11.

Wymeesch, E. (2007), The Corporate Governance "Codes of Conduct" between states and private law, Financial Law Institute Working Paper Series, WP 2007-07, p. 30.

Zafirova, Z. (2007), A uniform European Corporate Governance Code?, SSRN Working Paper Series, p. 3.

Zattoni, A. & Cuomo, F. (2008), Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives, Corporate Governance, Volume 16:1, p. 1 – 15.

Lijst van tabellen

Tabel 1 Bron	Wereldwijde corporate governance codes ECGI (2008), Gregory en Simmelkjaer (2002), La Porta (1998), Siems (2006)
Tabel 2 Bron	Mann-Whitney test Eigen creatie
Tabel 3 Bron	Significantie test Eigen creatie
Tabel 4 Bron	Mann-Whitney test – robuustheid Eigen creatie
Tabel 5 Bron	Significantie test – robuustheid Eigen creatie
Tabel 6 Bron	Correlatietabel variabelen logistische regressie Eigen creatie
Tabel 7 Bron	Variabelen in het logistische regressiemodel Eigen creatie
Tabel 8 Bron	Hosmer en Lemeshow test van de logistische regressie Eigen creatie
Tabel 9 Bron	Omnibus test van de coëfficiënten van de logistische regressie Eigen creatie
Tabel 10 Bron	Classificatietabel van de logistische regressie Eigen creatie
Tabel 11 Bron	De pseudo-R ² - Nagelkerke Eigen creatie

Lijst van Figuren

- | | |
|------------------|--|
| Figuur 1
Bron | Relatieve premie: De waarde van goede corporate governance in 3 regio's
McKinsey investor opinion survey 1999-2000 (2000) |
| Figuur 2
Bron | Type ontwikkelaar van de eerste corporate governance code
Cuervo-Cazurra & Aguilera (2004) |
| Figuur 3
Bron | Type ontwikkelaar van de corporate governance codes
Cuervo-Cazurra & Aguilera (2004) |
| Figuur 4
Bron | Type ontwikkelaar van de eerste corporate governance code naargelang het rechtssysteem
Cuervo-Cazurra & Aguilera (2004) |
| Figuur 5
Bron | Type ontwikkelaar van corporate governance codes naargelang het rechtssysteem
Cuervo-Cazurra & Aguilera (2004) |

Bijlagen

Bijlage 1 Wereldwijd ontwikkelde corporate governance codes

Bijlage 2 Europese corporate governance regelgeving

Bijlage 3 Mediaan en kwartielen

Bijlage 4 Correlatietabel

Bijlage 5 SPSS-output multivariate analyse

Bijlage 1

Wereldwijd ontwikkelde corporate governance codes

Wereldwijd ontwikkelde corporate governance codes

Land	Jaar	Naam van de code
Argentinië	2004	Argentinië Código de Mejores Practica de Gobierno de las Organizaciones para la Republica Argentina
Australië	2007	Revised Corporate Governance Principles and Recommendations
	2003	Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations
	2002	Corporate Governance: A guide for fund managers and corporations
	2002	Horwath 2002 Corporate Governance Report
	1999	Corporate Governance: A guide for Investment Managers and Corporations
	1997	Corporate Governance – Volume Two: In Practice
	1997	Corporate Governance – Volume One: In Principle
	1995	AIMA Guide & Statement of Recommended Practice
	1995	Bosch Report
Bangladesh	2004	The Code of Corporate Governance for Bangladesh
België	2005	Code Buysse: Corporate Governance for non-listed companies
	2004	Belgian Corporate Governance Code (Code Lippens)
	2004	Draft Belgian Corporate Governance Code
	2000	Director's Charter
	1999	Guidelines on Corporate Governance Reporting
	1998	Corporate governance for Belgian listed companies (The Cardon Report)
	1998	Corporate Governance – Recommendations
Brazilië	2004	Code of Best Practice of Corporate Governance
	2002	Recomendacoes sobre Governanca Corporativa
	1999	Code of Best Practice of Corporate Governance

Bulgarije	2007	Bulgarian National Code For Corporate Governance
Canada	2006	Corporate Governance: Guide to Good Disclosure
	2003	Corporate Governance: A Guide to Good Disclosure
	2002	Corporate Governance Policy-Proposed New Disclosure Requirement and Amended Guidelines
	2001	Beyond Compliance: Building a Governance Culture (Saucier Report)
	1999	Five Years to the Dey
	1999	Building on Strength: Improving Governance and Accountability in Canada's Voluntary Sector
	1994	Where Were The Directors? Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada (The Toronto Report)
China	2004	Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies
	2001	The Code of Corporate Governance for Listed Companies in China
Commonwealth	1999	CACG Guidelines: Principles for Corporate Governance in the Commonwealth
Cyprus	2006	Cyprus Corporate Governance Code
	2003	Addendum of the Corporate Governance Code
	2002	Corporate Governance Code
Denemarken	2005	Revised Recommendations for Corporate Governance in Denmark
	2003	Report on Corporate Governance in Denmark
	2001	The Norby Committee's Report on Corporate Governance in Denmark
	2000	Guidelines on Good Management of a listed Company
Duitsland	2007	German Corporate Governance Code
	2006	Amendment to the German Corporate Governance Code
	2005	Amendment to the German Corporate Governance Code
	2005	Corporate Governance Code for Asset Management Companies

	2003	Amendment to the German Corporate Governance Code
	2002	The German Corporate Governance Code (The Cromme Code)
	2001	Baums Commission Report
	2000	German Code of Corporate Governance (GCCG)
	2000	Corporate Governance Rules for German Quoted Companies
	1998	DSW Guidelines
	1998	Gesetz sur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich
Estland	2006	Corporate Governance Recommendations
Filippijnen	2000	ICD Code of Proper Practices for Directors
Finland	2006	Improving Corporate Governance of Unlisted Companies
	2003	Corporate Governance Recommendations for Listed Companies
Frankrijk	2004	Recommandations sur le gouvernement d'entreprise
	2003	The Corporate Governance of Listed Corporations
	2002	Promoting Better Corporate Governance In Listed Companies
	1999	Vienot II Report
	1998	Recommendations on Corporate Governance
	1995	Vienot I Report
Griekenland	2001	Principles of Corporate Governance
	1999	Principles on Corporate Governance in Greece: Recommendations for its Competitive Transformation
Hongarije	2007	Corporate Governance Recommendations
	2002	Corporate Governance Recommendations
Hongkong	2004	Hong Kong Code on Corporate Governance
	2001	Model Code for Securities Transactions by Directors of Listed Companies: Basic Principles
	2001	Corporate Governance Disclosure in Annual Reports

	1999	Code of Best Practice
Ierland	1999	Corporate Governance, Share Option and Other Incentive Schemes
IJsland	2005	Guidelines on Corporate Governance 2nd edition
	2004	Guidelines on Corporate Governance
India	2000	Report of the Kumar Mangalam Birla Committee on Corporate Governance
	1999	Draft Report on the Kumar Managalam Committee on Corporate Governance
	1998	Desirable Corporate Governance in India – A Code
Indonesië	2007	Code of Good Corporate Governance 2006
	2001	Code for Good Corporate Governance
	2000	Code for Good Corporate Governance
Italië	2006	Corporate Governance Code (Codice di Autodisciplina)
	2004	Handbook on Corporate Governance Reports
	2002	Corporate Governance Code (Il Codice di Autodisciplina della società quotate rivisitato)
	1999	Report and Code of Conduct (The Preda Code)
	1998	Testo Unico sulle disposizioni in materia di intermediazione
Jamaica	2006	Code on Corporate Governance
	2005	Code of Corporate Governance
	2005	Proposed Code on Corporate Governance
Japan	2004	Principles of Corporate Governance for Listed Companies
	2001	Revised Corporate Governance Principles
	1998	Report of the Pension Fund Corporate Governance Research Committee, Action Guidelines for Exercising Voting Rights
	1997	Corporate Governance Principles: A Japanese view
	1997	Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance

Kenia	2002	Principles for Corporate Governance in Kenya
	2002	Sample Code of Best Practice for Corporate Governance
Letland	2005	Principles of Corporate Governance and Recommendations on their Implementation
Libanon	2006	Corporate Governance Code for Small and Medium Enterprises
Litouwen	2003	Corporate Governance Code for the Companies Listed on the National Stock Exchange of Lithuania
Luxemburg	2006	The Ten Principles of Corporate Governance of the Luxembourg Stock Exchange
Macedonië	2003	White paper on Corporate Governance in South-Eastern Europe
Maleisië	2007	Malaysian Code on Corporate Governance (Revised)
	2000	Malaysian Code on Corporate Governance
Malta	2005	Principles of Good Corporate Governance: Revised Code for Issuers of Listed Securities
	2005	Principles of Good Corporate Governance for Public Interest Companies
	2001	Principles of Good Corporate Governance
Mexico	1999	Codigo de Mejores Practicas Corporativas
Nederland	2004	SCGOP Handbook of Corporate Governance
	2003	The Dutch Corporate Governance Code (Code Tabaksblat)
	2003	Draft Corporate Governance Code
	2001	SCGOP Handbook of Corporate Governance
	2000	Government Governance, Corporate Governance in the public sector, why and how?
	1997	Peters Report & Recommendations, Corporate Governance in the Netherlands
Nieuw-Zeeland	2004	Corporate Governance in New Zealand: Principles and Guidelines – A Handbook for Directors, Executives and Advisers
	2004	Corporate Governance in New Zealand: Principles and Guidelines

	2003	Corporate Governance Principles
	2003	Corporate Governance in New Zealand: Consultation on Issues and Principles Background Reference
	2003	Corporate Governance in New Zealand: Consultation on Issues and Principles Questionnaire
Nigeria	2006	Code of Corporate Governance for banks in Nigeria Post Consolidation
Noorwegen	2007	The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance
	2006	The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance
	2005	The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance
	2004	The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance
OECD	2005	OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises
	2004	Draft Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises
	2004	OECD Principles of Corporate Governance
	2004	Draft Revised Text: OECD Principles of Corporate Governance
	1999	OECD Principles of Corporate Governance
Oekraïne	2003	Ukrainian Corporate Governance Principles
Oostenrijk	2007	Austrian Code of Corporate Governance
	2006	Austrian Code of Corporate Governance
	2005	Austrian Code of Corporate Governance
	2002	Austrian Code of Corporate Governance
Pakistan	2002	Code of Corporate Governance
	2002	Stock Exchange Code of Corporate Governance
Peru	2002	Principios de Buen Gobierno par alas Sociedades Peruanas
	2001	Peru:Codigo de Buen Gobierno Corporativo para Empresas Emisoras de Valores

Polen	2007	Code of Best Practice for WSE Listed Companies
	2004	Best Practices in Public Companies 2005
	2002	Best Practices in Public Companies in 2002
	2002	The Corporate Governance Code for Polish Listed Companies (The Gdansk Code)
Portugal	2007	Proposal on the Corporate Governance Code
	2006	White Book on Corporate Governance in Portugal
	2003	Recommendations on Corporate Governance
	2003	CMVM Regulation nr 11/2003: Corporate Governance
	2001	CMVM Regulation nr 07/2001: Corporate Governance
	1999	Recommendations on Corporate Governance
Roemenië	2000	Corporate Governance Code in Romania
Rusland	2002	The Russian Code of Corporate Conduct
Singapore	2005	Code of Corporate Governance 2005
	2004	Proposed Revisions to the Code of Corporate Governance
	2001	Code of Corporate Governance
Slowakije	2002	Corporate Governance Code (based on OECD Principles)
Slovenië	2007	Corporate Governance code
	2005	Corporate Governance Code
	2004	Corporate Governance Code
Spanje	2006	Code of Ethics for Companies
	2006	Draft Unified Code of Recommendations for the Good Governance
	2004	IC-A: Principles of Good Corporate Governance
	2004	Decalogo del Directivo
	2003	The Aldama Report
	1998	Codigo de Buen Gobierno

	1996	Circulo de Empresarios
Sri Lanka	2006	Draft rules on Corporate Governance for Listed Companies
Taiwan	2002	Taiwan Corporate Governance Best-Practice Principles 2002
Thailand	2006	The Principles of Good Corporate Governance For Listed Companies 2006
	2002	Code of Best Practice for Directors of Listed Companies
	1999	Best Practice Guidelines for Audit Committee
	1998	The SET Code of Best Practice for Directors of Listed Companies
Trinidad & Tobago	2006	Corporate Governance Guidelines
Tsjechië	2004	Corporate Governance Code Based on the OECD Principles
	2001	Revised Corporate Governance Code based on the OECD Principles
Turkije	2003	Corporate Governance Principles
Verenigd Koninkrijk	2007	Guidelines for Disclosure and Transparency in Private Equity
	2006	The Combined Code on Corporate Governance
	2006	Good practice suggestions from the Higgs Report
	2005	Internal Control: Revised Guidance for Directors
	2005	Corporate Governance in central government departments: Code of good practice
	2005	Pension Scheme Governance - fit for the 21 st century: A Discussion Paper from the NAPF
	2005	Good Governance: The Code of Governance for the Voluntary and Community Sector
	2004	Corporate Governance: A Practical Guide
	2003	The Combined Code on Corporate Governance
	2003	Audit Committees – Combined Code Guidance (Smith Report)
	2003	The Higgs Report: Review of the role and effectiveness of non-executive directors

	2002	The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents – Statement of Principles
	2002	The Hermes Principles
	2002	Review of the role and effectiveness of non-executive directors
	2001	Code of Good Practice
	2000	The Combined Code: Principles of Good Governance and Code of Best Practice
	1999	Hermes Statement on International Voting Principles
	1999	The KPMG Review Internal Control: A Practical Guide
	1999	Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code (Turnbull Report)
	1998	Hampel Report
	1995	Greenbury Report
	1992	Cadbury Report: The Financial Aspects of Corporate Governance
Verenigde Staten	2007	TIAA-CREF Policy Statement on Corporate Governance
	2004	Asset Manager Code of Professional Conduct
	2003	Final NYSE Corporate Governance Rules
	2003	Restoring Trust – The Breeden Report on Corporate Governance for the future of MCI, Inc.
	2003	Commission on Public Trust and Private Enterprise Findings and Recommendations: Part 2: Corporate Governance
	2002	Corporate Governance Rule Proposals
	2002	Principles of Corporate Governance
	2002	Core Policies, General Policies, Positions & Explanatory Notes
	2002	Principles of Corporate Governance: Analysis & Recommendations
	2001	Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Director Professionalism
	1999	Global Corporate Governance Principles

	1997	Statement on Corporate Governance
Zuid-Afrika	2002	King Report on Corporate Governance for South Africa (King II Report)
	1994	King I Report
Zuid-Korea	1999	Code of Best Practice for Corporate Governance
Zweden	2007	Swedish Code of Corporate Governance
	2004	Swedish Code of Corporate Governance Report of the Code Group
	2004	Swedish Code of Corporate Governance A proposal by the Code Group
	2003	The NBK Recommendations
	2001	Corporate Governance Policy
Zwitserland	2006	Governance in Family Firms
	2002	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance
	2002	Corporate Governance Directive

Bron

ECGI (2008)

Bijlage 2

Europese corporate governance regelgeving

Europese corporate governance regelgeving

Artikel 10 Overnamerichtlijn:

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat de in artikel 1, lid 1, bedoelde vennootschappen gedetailleerde inlichtingen over de volgende aspecten publiceren:

a) de kapitaalstructuur (met inbegrip van de effecten die niet in een lidstaat tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten), in voorkomend geval, onder vermelding van de verschillende soorten aandelen en, voor elke soort aandelen, van de rechten en plichten die eraan verbonden zijn en het percentage van het geplaatste kapitaal dat erdoor wordt vertegenwoordigd;

b) elke beperking van overdracht van effecten, zoals beperkingen op het effectenbezit of een door de vennootschap of andere houders van effecten te verlenen goedkeuring, onverminderd het bepaalde in artikel 46 van Richtlijn 2001/34/EG;

c) rechtstreeks of middellijk (bijvoorbeeld via piramidale structuren of kruisparticipaties) verworven belangrijke deelnemingen in het kapitaal als bedoeld in artikel 85 van Richtlijn 2001/34/EG;

d) de houders van effecten waaraan bijzondere zeggenschapsrechten verbonden zijn, en een beschrijving van deze rechten;

e) het mechanisme voor de controle van enig aandelenplan voor werknemers wanneer de zeggenschapsrechten niet rechtstreeks door de werknemers worden uitgeoefend;

f) elke beperking van stemrecht, zoals beperkingen van het stemrecht voor houders van een zeker percentage of een 30.4.2004 NL Publicatieblad van de Europese Unie L 142/19 zeker aantal stemmen, verplichte termijnen voor de uitoefening van het stemrecht of systemen waardoor, met medewerking van de vennootschap, de financiële rechten die zijn verbonden aan effecten, worden losgekoppeld van het houden van effecten;

g) de aandeelhoudersovereenkomsten die bekend zijn bij de vennootschap en welke aanleiding kunnen geven tot beperking van de overdracht van effecten en/of stemrechten, als bedoeld in Richtlijn 2001/34/EG;

h) de regels voor de benoeming en vervanging van de leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan en voor de wijziging van de statuten van de vennootschap;

i) de bevoegdheden van de leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan, met name wat de mogelijkheid tot uitgifte of inkoop van aandelen betreft;

j) belangrijke overeenkomsten waarbij de vennootschap partij is en die in werking treden, wijzigingen ondergaan of aflopen in geval van een wijziging van zeggenschap over de vennootschap na een openbaar overnamebod, alsmede de gevolgen daarvan, behalve indien zij zodanig van aard zijn dat openbaarmaking ervan de vennootschap ernstig zou schaden; deze is niet van toepassing indien de vennootschap specifiek verplicht is tot openbaarmaking van dergelijke informatie op grond van andere wettelijke vereisten;

k) tussen de vennootschap en haar bestuurders of werknemers gesloten overeenkomsten die in vergoedingen voorzien wanneer deze bestuurders of werknemers naar aanleiding van een openbaar overnamebod ontslag nemen, zonder geldige reden worden ontslagen of wanneer er een eind komt aan hun arbeidsverhouding.

2. De in lid 1 bedoelde inlichtingen moeten worden bekendgemaakt in het jaarverslag van de vennootschap als bedoeld in artikel 46 van Richtlijn 78/660/EEG (1) en artikel 36 van Richtlijn 83/349/EEG (2).

3. De lidstaten dragen er zorg voor dat het leidinggevend of het bestuursorgaan van vennootschappen waarvan de effecten in een lidstaat tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, een toelichtend verslag voorlegt aan de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders over de in lid 1 bedoelde kwesties.

Bron <http://www.eur-lex.europa.eu>

Artikel 4 Transparantierichtlijn:

2. Het jaarlijks financieel verslag omvat:

- a) de gecontroleerde financiële overzichten;
- b) het jaarverslag; en
- c) verklaringen van de bij de uitgevende instelling terzake verantwoordelijke personen, met duidelijke vermelding van naam en functie, dat, voorzover hun bekend, de financiële overzichten die zijn opgesteld overeenkomstig de toepasselijke reeks standaarden voor jaarrekeningen een juist en getrouw beeld geven van de activa, de passiva, de financiële positie en de winst of het verlies van de uitgevende instelling en de gezamenlijke in de consolidatie opgenomen ondernemingen, en dat het jaarverslag een getrouw overzicht geeft van de ontwikkeling en de resultaten van het bedrijf en van de positie van de uitgevende instelling en de gezamenlijke in de consolidatie opgenomen ondernemingen, alsmede een beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee zij geconfronteerd worden.

Bron <http://eur-lex.europa.eu>

Bijlage 3

Mediaan en kwartielen

Mediaan en kwartielen**Corporate Governance Systeem**

N	Valid	49,00
	Missing	,00
Median		2,00
Percentiles	25	1,00
	50	2,00
	75	5,00

Corporate Governance Systeem

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	0	9	18,4	18,4	18,4
	1	9	18,4	18,4	36,7
	2	7	14,3	14,3	51,0
	3	5	10,2	10,2	61,2
	4	5	10,2	10,2	71,4
	5	4	8,2	8,2	79,6
	6	3	6,1	6,1	85,7
	7	3	6,1	6,1	91,8
	9	1	2,0	2,0	93,9
	11	1	2,0	2,0	95,9
	12	1	2,0	2,0	98,0
	22	1	2,0	2,0	100,0
	Total	49	100,0	100,0	

Bron**Eigen creatie**

Bijlage 4

Correlatietabel

Correlatietabel

		Corporate Governance	Rechts systeem	Anti-Director	Anti-Self-Dealing	Krediet-verschaffers	Persvrijheid	Democratische Aansprakelijkheid	Integratie in Wereldhandel	WTO Lidmaatschap	Etnische Spanning	Religieuze Spanning	Kapitaalmarkt	Rijkdom Burgers	Grootte Bedrijven	Corruptie
Corp. Govern. Systeem	Correl. Coeff.	1,000	-,016	,191	,218	,413**	,438**	,412**	-,006	,342*	-,071	,147	,291*	,484**	,491**	-,490**
	Sig. (2-tailed)	.	,914	,132	,069	,001	,000	,002	,959	,014	,571	,246	,016	,000	,000	,000
	N	49	49	49	49	49	49	49	48	49	49	49	48	47	41	49
Rechts-systeem	Correl. Coeff.	-,016	1,000	-,467**	-,491**	-,431**	,187	,181	-,110	-,158	,281*	,203	-,185	,016	,050	-,015
	Sig. (2-tailed)	,914	.	,000	,000	,001	,119	,168	,365	,256	,025	,109	,125	,894	,700	,901
	N	49	49	49	49	49	49	49	48	49	49	49	48	47	41	49
Anti-Director	Correl. Coeff.	,191	-,467**	1,000	,529**	,322**	-,010	,025	,112	,268*	-,139	,023	,311**	,064	,088	-,133
	Sig. (2-tailed)	,132	,000	.	,000	,003	,923	,831	,293	,029	,207	,837	,003	,550	,443	,209
	N	49	49	49	49	49	49	49	48	49	49	49	48	47	41	49
Anti-Self-Dealing	Correl. Coeff.	,218	-,491**	,529**	1,000	,398**	,107	,066	,075	,169	-,024	,111	,335**	,181	-,038	-,248*
	Sig. (2-tailed)	,069	,000	,000	.	,000	,284	,547	,455	,144	,820	,292	,001	,075	,728	,013
	N	49	49	49	49	49	49	49	48	49	49	49	48	47	41	49
Krediet-verschaffers	Correl. Coeff.	,413**	-,431**	,322**	,398**	1,000	,284**	,290*	,230*	,225	,026	,114	,442**	,426**	,261*	-,498**
	Sig. (2-tailed)	,001	,001	,003	,000	.	,007	,011	,029	,062	,812	,299	,000	,000	,022	,000
	N	49	49	49	49	49	49	49	48	49	49	49	48	47	41	49
Persvrijheid	Correl. Coeff.	,438**	,187	-,010	,107	,284**	1,000	,710**	,040	,159	,169	,371**	,269**	,558**	,406**	-,631**
	Sig. (2-tailed)	,000	,119	,923	,284	,007	.	,000	,695	,170	,106	,000	,008	,000	,000	,000
	N	49	49	49	49	49	49	49	48	49	49	49	48	47	41	49
Democratische Aansprakelijkheid	Correl. Coeff.	,412**	,181	,025	,066	,290*	,710**	1,000	-,033	,193	,038	,330**	,230*	,461**	,444**	-,505**
	Sig. (2-tailed)	,002	,168	,831	,547	,011	,000	.	,763	,126	,740	,004	,036	,000	,000	,000
	N	49	49	49	49	49	49	49	48	49	49	49	48	47	41	49
Intergratie Wereldhandel	Correl. Coeff.	-,006	-,110	,112	,075	,230*	,040	-,033	1,000	-,094	,067	-,117	,230*	,188	-,014	-,176
	Sig. (2-tailed)	,959	,365	,293	,455	,029	,695	,763	.	,425	,523	,270	,022	,064	,898	,083
	N	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	47	40	48
WTO Lidmaatschap	Correl. Coeff.	,342*	-,158	,268*	,169	,225	,159	,193	-,094	1,000	,022	,126	-,014	,174	,216	-,169
	Sig. (2-tailed)	,014	,256	,029	,144	,062	,170	,126	,425	.	,856	,303	,902	,141	,088	,144
	N	49	49	49	49	49	49	49	48	49	49	49	48	47	41	49

Etnische Spanning	Correl. Coeff.	-,071	,281*	-,139	-,024	,026	,169	,038	,067	,022	1,000	,336**	,167	,291**	,062	-,222*
	Sig. (2-tailed)	,571	,025	,207	,820	,812	,106	,740	,523	,856	.	,002	,112	,006	,585	,033
	N	49	49	49	49	49	49	49	48	49	49	49	48	47	41	49
Religieuze Spanning	Correl. Coeff.	,147	,203	,023	,111	,114	,371**	,330**	-,117	,126	,336**	1,000	,125	,339**	,215	-,354**
	Sig. (2-tailed)	,246	,109	,837	,292	,299	,000	,004	,270	,303	,002	.	,236	,002	,063	,001
	N	49	49	49	49	49	49	49	48	49	49	49	48	47	41	49
Kapitaalmarkt	Correl. Coeff.	,291*	-,185	,311**	,335**	,442**	,269**	,230*	,230*	-,014	,167	,125	1,000	,418**	,262*	-,431**
	Sig. (2-tailed)	,016	,125	,003	,001	,000	,008	,036	,022	,902	,112	,236	.	,000	,017	,000
	N	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	48	47	40
Rijkdom Burgers	Correl. Coeff.	,484**	,016	,064	,181	,426**	,558**	,461**	,188	,174	,291**	,339**	,418**	1,000	,415**	-,683**
	Sig. (2-tailed)	,000	,894	,550	,075	,000	,000	,000	,064	,141	,006	,002	,000	.	,000	,000
	N	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47	47	40	47
Grootte Bedrijven	Correl. Coeff.	,491**	,050	,088	-,038	,261*	,406**	,444**	-,014	,216	,062	,215	,262*	,415**	1,000	-,323**
	Sig. (2-tailed)	,000	,700	,443	,728	,022	,000	,000	,898	,088	,585	,063	,017	,000	.	,003
	N	41	41	41	41	41	41	41	40	41	41	41	40	40	41	41
Corruptie	Correl. Coeff.	-,490**	-,015	-,133	-,248*	-,498**	-,631**	-,505**	-,176	-,169	-,222*	-,354**	-,431**	-,683**	-,323**	1,000
	Sig. (2-tailed)	,000	,901	,209	,013	,000	,000	,000	,083	,144	,033	,001	,000	,000	,003	.
	N	49	49	49	49	49	49	49	48	49	49	49	48	47	41	49

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Bron **Eigen creatie**

Bijlage 5

SPSS-output multivariate analyse

SPSS-output multivariate analyse**Case Processing Summary**

Unweighted Cases ^a		N	Percent
Selected Cases	Included in Analysis	48	98,0
	Missing Cases	1	2,0
	Total	49	100,0
Unselected Cases		0	,0
	Total	49	100,0

a. If weight is in effect, see classification table for the total number of cases.

Dependent Variable**Encoding**

Original Value	Internal Value
0	0
1	1

Block 0: Beginning Block**Classification Table^{a,b}**

Observed			Predicted		
			Corporate Governance System		
			0	1	Percentage Correct
Step 0	Corporate Governance	0	0	24	,0
	System	1	0	24	100,0
Overall Percentage					50,0

a. Constant is included in the model.

b. The cut value is ,500

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 0 Constant	,000	,289	,000	1	1,000	1,000

Variables not in the Equation

	Score	df	Sig.
Step 0 Variables			
Persvrijheid	13,825	1	,000
Integratie Wereldhandel	1,067	1	,302
WTO Lidmaatschap	1,988	1	,159
Etnische Spanning	,027	1	,869
Overall Statistics	19,857	4	,001

Block 1: Method = Enter

Omnibus Tests of Model Coefficients

	Chi-square	df	Sig.
Step 1 Step	29,652	4	,000
Block	29,652	4	,000
Model	29,652	4	,000

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	36,890 ^a	,461	,614

a. Estimation terminated at iteration number 8 because parameter estimates changed by less than ,001.

Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	df	Sig.
1	5,760	8	,674

Contingency Table for Hosmer and Lemeshow Test

	Corporate Governance Systeem = 0		Corporate Governance Systeem = 1		Total
	Observed	Expected	Observed	Expected	
Step 1 1	5	4,998	0	,002	5
2	5	4,736	0	,264	5
3	5	4,098	0	,902	5
4	2	3,427	3	1,573	5
5	3	2,858	2	2,142	5
6	1	1,972	4	3,028	5
7	2	1,181	3	3,819	5
8	1	,468	4	4,532	5
9	0	,230	5	4,770	5
10	0	,031	3	2,969	3

Classification Table^a

Observed	Predicted		
	Corporate Governance Systeem		
	0	1	Percentage Correct
Step 1 Corporate Governance Systeem 0	20	4	83,3
1	5	19	79,2
Overall Percentage			81,2

a. The cut value is ,500

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 Persvrijheid	,137	,043	9,974	1	,002	1,147
Integratie Wereldhandel	,019	,007	6,411	1	,011	1,019
WTO Lidmaatschap	,570	,342	2,779	1	,095	1,769
Etnische Spanning	-1,132	,484	5,460	1	,019	,323
Constant	-94,882	54,098	3,076	1	,079	,000

Bron **Eigen creatie**