

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: Interactieve visualisatie van klassendiagrammen

Richting: master in de informatica - Human Computer Interaction

Jaar: 2008

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,

DUPONT, Tim

Datum: 20.11.2008

Wat is de waarde van externe bestuurders?

Een empirisch onderzoek naar externe bestuurders met veel bestuursmandaten in beursgenoteerde bedrijven.

Koen BRUSTEN

promotor :
Prof. dr. Wim VORDECKERS

Woord Vooraf

Het schrijven van een thesis is een werk van lange adem. In de loop van twee jaren rijpt de finale tekst langzaam in de geest van de auteur. De uitdaging is om de resultaten van dit denkproces aan de lezer door te geven. Deze verhandeling met als onderwerp: 'Wat is de waarde van externe bestuurders? Een empirisch onderzoek naar externe bestuurders met veel bestuursmandaten in beursgenoteerde bedrijven', werd geschreven als het sluitstuk van mijn studies aan de Universiteit Hasselt, om de graad 'master in de Toegepaste Economische Wetenschappen' te behalen.

In de loop van de voorbije twee jaren heb ik kunnen rekenen op veel steun en professionele begeleiding bij het voltooien van mijn eindwerk. Nu de opdracht achter de rug is, wil ik een aantal mensen graag bedanken voor hun hulp.

In de eerste plaats mijn promotor, Prof. Dr. Wim Voordeckers, voor het op zich nemen van het promotorschap, zijn begeleiding, voor zijn advies, zijn kennis en zijn goedkeuring. Daarnaast ook mijn ouders en mijn vriendin die me tijdens het uitwerken van deze verhandeling en gedurende mijn hele studieloopbaan enorm gesteund hebben.

December 2007

Koen Brusten

Samenvatting

Het bekleden van (te) veel bestuursmandaten in, vooral beursgenoteerde, bedrijven heeft recentelijk heel wat aandacht en kritiek gekregen. Eén van de problemen kan zijn dat de bestuurders te veel bestuursmandaten op zich nemen en hierdoor hun verantwoordelijkheid niet zouden kunnen nemen. De bestuurders zetelen in meer dan één Raad van Bestuur waardoor ze minder tijd zouden hebben om hun taken degelijk uit te voeren en misschien hun onafhankelijkheid verliezen. Het hebben van meerdere bestuursmandaten kan leiden tot te drukke bestuurders zodat die geen effectieve adviseurs meer kunnen zijn in elke Raad van Bestuur. Een mogelijke oorzaak van het aantal toegenomen bestuurders met meerdere bestuursmandaten is de toegenomen druk om externe bestuurders op te nemen in de Raad van Bestuur. Maar ook het aanbod van goede externe bestuurders neemt niet gelijk toe met de vraag. De bedoeling van deze thesis is dan ook na te gaan of deze externe bestuurders nog een toegevoegde waarde betekenen voor het bedrijf indien ze teveel mandaten op zich nemen. De meerdere mandaten hebben misschien ook een impact op de rol van de externe bestuurder. Het onderzoek naar eventuele gevolgen richt zich in deze thesis enkel naar de bestuurders in beursgenoteerde bedrijven.

De samenstelling van de Raad van Bestuur verschilt van onderneming tot onderneming, en dit op vier vlakken: (1) het aantal bestuurders, (2) het relatief belang van externe bestuurders, (3) het relatief belang van interne bestuurders en (4) het aantal bestuurders met meer als drie, vier, vijf of zes bestuursmandaten. De verschillen in de samenstelling van de Raad van Bestuur bleken niet significant te zijn met de prestaties van de onderneming tijdens een univariate analyse. De conclusie van de multipelle regressies is dat de variabele in verband met het percentage aan externe bestuurders in de Raad van Bestuur een significante invloed heeft op de rentabiliteitsmaatstaven van de onderneming, zij het wel een negatief effect. Voor de Return on Equity (ROE) is het significant met een betrouwbaarheid van 95 %, voor de Return on Assets (ROA) met een

betrouwbaarheid van 90 %. Deze uitkomsten gaan wel in tegen de resultaten van de univariate analyse waar deze variabele geen significante invloed vertoonde. Voor de multivariate analyse bleken verschillen in de samenstelling van de Raad van Bestuur echter niet significant in verband te staan met de marktgerelateerde maatstaf Tobin's Q.

Concluderend kan gesteld worden dat er geen significant verband werd gevonden tussen de samenstelling van de Raad van Bestuur en de waarde van de ondernemingen in de steekproef. De waarde van de onderneming verandert dus niet naargelang het aantal externe bestuurders of naargelang het aantal mandaten dat de bestuurders van de Raad van Bestuur hebben in een ander bedrijf. De samenstelling van de Raad van Bestuur heeft dus geen beïnvloedende impact op de prestaties van de onderneming.

Inhoudsopgave

WOORD VOORAF	- 2 -
SAMENVATTING	- 3 -
INHOUDSOPGAVE	- 5 -
HOOFDSTUK 1 : PROBLEEMSTELLING EN ONDERZOEKSOPZET	- 7 -
1.1 Praktijkprobleem en centrale onderzoeksvraag	- 7 -
1.2 Onderzoeksdoelen	- 8 -
1.3 Onderzoeksopzet	- 9 -
HOOFDSTUK 2 CORPORATE GOVERNANCE	- 11 -
2.1 Inleiding	- 11 -
2.2 Wetenschappelijke definities van corporate governance	- 15 -
2.3 De scheiding tussen het management en de aandeelhouders	- 16 -
2.4 Internationale verschillen in corporate governance modellen	- 17 -
2.5 De (Belgische) corporate governance code	- 19 -
HOOFDSTUK 3 RAAD VAN BESTUUR	- 24 -
3.1 Inleiding	- 24 -
3.2 De samenstelling van de Raad van Bestuur	- 25 -
3.2.1 Soorten bestuurders	- 27 -
3.2.2 De opname van bestuurders in de Raad van Bestuur	- 31 -
3.2.3 Aantal bestuurders	- 35 -
3.3 Empirisch onderzoek naar de rol van interne en externe bestuurders	- 36 -
3.4 De rollen van de Raad van Bestuur	- 39 -
3.5 Besluit	- 44 -
HOOFDSTUK 4 BESTUURDERS MET VEEL BESTUURSMANDATEN	- 46 -
4.1 Inleiding	- 46 -
4.2 Literatuurstudie	- 48 -
4.3 Besluit	- 54 -
HOOFDSTUK 5 PRAKTIJKONDERZOEK	- 55 -
5.1 Inleiding	- 55 -
5.2 Formulering van hypothesen	- 57 -
5.3 Gegevensverzameling	- 61 -
5.3.1 De steekproef	- 61 -
5.3.2 De variabelen	- 64 -
5.4 Empirische resultaten en interpretatie	- 70 -
5.4.1 Gebruik statistische methoden	- 70 -
5.4.2 Beschrijvende statistiek	- 72 -
5.4.3 Normale verdeling	- 74 -
5.4.4 Toetsen van de hypothesen	- 76 -
5.4.5 Multipele regressie	- 87 -
5.5 Besluit	- 92 -

HOOFDSTUK 6	ALGEMEEN BESLUIT.....	- 95 -
6.1	Overzicht	- 95 -
6.2	Richtlijnen en opmerkingen	- 99 -
LIJST VAN FIGUREN.....		- 100 -
LIJST VAN TABELLEN.....		- 100 -
LIJST VAN GERAADPLEEGDE WERKEN.....		- 101 -
BIJLAGEN	- 109 -
Bijlage 1	Lijst van ondernemingen in de steekproef	- 109 -
Bijlage 2	Overzicht van de variabelen.....	- 112 -

Hoofdstuk 1 : Probleemstelling en onderzoeksopzet

In dit eerste hoofdstuk wordt het praktijkprobleem en de bijhorende onderzoeksvragen voorgesteld en uitgelegd. Vervolgens worden de onderzoeksdoelen en de onderzoeksopzet besproken.

1.1 Praktijkprobleem en centrale onderzoeksvraag

Elk bedrijf moet een Raad van Bestuur hebben om goed te kunnen functioneren. De Raad van Bestuur is namelijk het controleorgaan van het management. Het is dus van groot belang dat deze Raad van Bestuur degelijk werkt. Om deze werking te bevorderen en voor de meeste bedrijven aan dezelfde voorwaarden te laten voldoen, zijn er een aantal regels opgesteld. In België is dit voor de beursgenoteerde bedrijven de Code Lippens, in andere landen bestaat er een soortgelijke code. In Nederland bestaat er de code Tabaksblat, in de Verenigde Staten de Sarbanes-Oxley wet en in Groot-Brittannië de Combined Code (met het Cadbury en het Greenbury Report). Een van de richtlijnen in de Code Lippens is om externe bestuurders in de Raad van Bestuur op te nemen. Voor meer informatie omtrent deze Code Lippens en waarom deze codes nuttig zijn, verwijzen we naar paragraaf 2.5. Waarom externe bestuurders belangrijk zijn en wat het verschil is met andere soorten bestuurders, wordt aan de hand van een literatuuronderzoek besproken in hoofdstuk 3.

Fama en Jensen (1983b) schreven: "Most outside directors of open corporations are either managers of other corporations or important decision agents in other organizations". Het bekleden van (te) veel bestuursmandaten in, vooral beursgenoteerde, bedrijven heeft recentelijk heel wat aandacht en kritiek gekregen. Een probleem in verband met die bestuurders is dat de externe bestuurders te veel bestuursmandaten op zich nemen en hierdoor hun verantwoordelijkheid niet zouden kunnen nemen (HARRIS en SHIMIZU (2004)). De bestuurders zetelen in meer dan één Raad van Bestuur (**overboarded**

directors) waardoor ze minder tijd zouden hebben om hun taken degelijk uit te voeren en misschien hun onafhankelijkheid verliezen. Het hebben van meerdere bestuursmandaten kan leiden tot te drukke bestuurders zodat die geen effectieve adviseurs meer kunnen zijn in elke Raad van Bestuur (FICH en SHIVDASANI (2006)). Een oorzaak van het aantal toegenomen bestuurders met meerdere bestuursmandaten is de toegenomen druk om externe bestuurders op te nemen in de Raad van Bestuur. Maar ook het aanbod van goede externe bestuurders neemt niet gelijk toe met de vraag. De bedoeling van deze thesis is dan ook na te gaan of deze externe bestuurders nog een toegevoegde waarde betekenen voor het bedrijf indien ze teveel mandaten op zich nemen. De meerdere mandaten hebben misschien ook een impact op de rol van de externe bestuurder. Het onderzoek naar eventuele gevolgen richt zich in deze thesis enkel naar de bestuurders in beursgenoteerde bedrijven.

De centrale onderzoeksvraag luidt dan ook : ***Wat is de waarde van een externe bestuurder met veel bestuursmandaten in beursgenoteerde bedrijven?***

Deelvragen zijn onder meer:

- Wie wordt beschouwd als een externe bestuurder?
- Wanneer is een externe bestuurder niet meer onafhankelijk?
- Hoeveel bestuursmandaten zijn optimaal?
- Lijden de prestaties van de bedrijven hieronder?

1.2 Onderzoekdoelen

Het doel van deze thesis is het uitvoeren van een onderzoek naar de toegevoegde waarde van externe bestuurders die meerdere bestuursmandaten op zich hebben genomen.

Zoals uit de volgende hoofdstukken zal blijken, bestaat er geen algemene beschrijving voor een externe bestuurder en zijn er verschillende betekenissen aan gegeven. In dit onderzoek gaan we dus gebruik maken van één definitie die later nog duidelijk wordt uitgelegd.

De beursgenoteerde bedrijven zijn verplicht een jaarverslag in te dienen en dit moet ook openbaar gemaakt worden. In dit jaarverslag dient een hoofdstuk te staan over corporate governance wat het makkelijker maakt om gegevens over bestuurders te achterhalen. Natuurlijk verschijnen in het jaarverslag ook de financiële prestaties zodat we deze data ook vrij makkelijk kunnen bestuderen. Doordat de jaarverslagen van beursgenoteerde ondernemingen verplicht openbaar dienen gemaakt te worden, is het vrij eenvoudig om deze te raadplegen. Men kan ze opzoeken op de website van het bedrijf, opvragen aan de bedrijven zelf (via mail of brief) maar ook opzoeken via cd-roms en andere databases.

1.3 Onderzoeksopzet

De bedoeling van deze thesis is om na te gaan of externe bestuurders een meerwaarde betekenen voor een bedrijf indien ze meerdere bestuursmandaten bezitten. Deze thesis is opgebouwd uit twee grote delen.

In deel 1 worden de begrippen beschreven die in deze thesis gebruikt zullen worden. Hoofdzakelijk zullen de begrippen 'bestuurder', 'Raad van Bestuur' en 'corporate governance' besproken worden. Deze begrippen worden uitgelegd aan de hand van een literatuuronderzoek dat meer achtergrondinformatie geeft zodat het uiteindelijke onderzoek makkelijker te plaatsen valt. Eventuele relaties kunnen hier gesitueerd worden, de belangen van het management en de aandeelhouders blijken immers niet steeds gelijk te lopen. Verder vermelden we kort de internationale verschillen in bestuurssystemen. Er zijn een paar belangrijke verschilpunten tussen de twee grote strekkingen in ondernemingsmodellen: het

Angelsaksische model en het Continentaal Europese model. We bespreken deze verschillen bondig omdat we in het empirisch onderzoek enkel Belgische beursgenoteerde bedrijven onderzoeken. In deze thesis komt dus eigenlijk alleen het Continentaal Europese model (hetgeen Belgische bedrijven volgen) ter sprake en daarom willen we even vermelden dat er internationale verschillen zijn in corporate governance modellen.

Dit eerste deel bestaat uit verschillende hoofdstukken. Het eerste hoofdstuk dient als uitwerking van het praktijkprobleem, de onderzoeksvraag en de onderzoeksofzet. Vervolgens zal in hoofdstuk 2 corporate governance besproken worden. Dit zal uitgebreid gebeuren met zowel het ontstaan van dit begrip als de verschillende benaderingen van corporate governance. In hoofdstuk 3 zullen de Raad van Bestuur en de verschillende soorten bestuurders worden besproken. Eveneens zal er in de hoofdstukken 2 en 3 een literatuurstudie gebeuren betreffende de studies die verschillende auteurs in de loop van de jaren hebben geschreven betreffende dit onderwerp. In hoofdstuk 4 wordt het praktijkprobleem verder toegelicht en worden 5 studies die nauw aansluiten met het onderwerp van deze thesis besproken. Deze literatuurstudie is bedoeld als achtergrondinformatie voor het uiteindelijke onderzoek in hoofdstuk 5.

In het tweede deel (hoofdstuk 5 en 6) zullen de resultaten van een eigen empirisch onderzoek worden gerapporteerd. In hoofdstuk 5 zal er door een studie van de mandaten van externe bestuurders in verschillende Belgische beursgenoteerde bedrijven, getracht worden na te gaan of de ondernemingsprestaties nog hetzelfde blijven. Tenslotte worden in hoofdstuk 6 alle bevindingen samengevat in een algemeen besluit.

Hoofdstuk 2 Corporate Governance

In dit hoofdstuk wordt het begrip corporate governance uitgelegd aan de hand van een aantal wetenschappelijke definities die nog kunnen worden aangevuld met praktische omschrijvingen. Vermits dit een heel uitgebreid begrip is beginnen we met een inleiding (paragraaf 2.1) waarna we in paragraaf 2.2 nog enkele wetenschappelijke definities aanhalen. Daarna volgt een bespreking van enkele randverschijnselen. Eén daarvan is het probleem van de scheiding tussen het management en de aandeelhouders (paragraaf 2.3), het andere handelt over de internationale verschillen in corporate governance modellen (paragraaf 2.4). Tenslotte schrijven we iets over de oorsprong van de corporate governance codes en natuurlijk stellen we de Belgische corporate governance code voor (paragraaf 2.5).

2.1 Inleiding

Denis en McConnell (2003) definiëren corporate governance als een set van mechanismen, zowel institutionele als marktgebaseerde, die de zelfzuchtige controllers van een onderneming aanspoort om beslissingen te nemen die de waarde van de onderneming maximaliseert voor de eigenaars. Shleifer en Vishny (1997) formuleren het anders: corporate governance betreft de handelswijzen waarop leveranciers van financiële middelen zichzelf verzekeren van het krijgen van een beloning voor hun investering. De mechanismen waarover Denis en McConnell (2003) spreken kunnen zowel intern als extern zijn voor de onderneming. De voornaamste interne mechanismen zijn de Raad van Bestuur, de beloning van bestuurders en de aandeelhoudersstructuur van een onderneming. De belangrijkste externe mechanismen zijn de overnamemarkt en het wettelijke systeem. De Raad van Bestuur is in deze thesis het belangrijkste mechanisme, daarom wordt er een volledig hoofdstuk aan gewijd (hoofdstuk 3). In

dit hoofdstuk wordt er dan ook niet verder op in gegaan, de andere mechanismen worden in deze paragraaf wel even kort toegelicht.

De aandeelhouders van een onderneming hebben niet altijd de volledige controle over hun onderneming, zij laten deze controle deels over aan de managers. En omgekeerd, de leiders van een onderneming zijn niet altijd de eigenaars. Hier is dus sprake van een agency probleem omdat deze beide partijen tegenstrijdige belangen kunnen nastreven. Hierover wordt in paragraaf 2.2 meer uitleg gegeven. Een onderneming kan verschillende eigenaars hebben: managers, banken, institutionele beleggers, de overheid, aandeelhouders met een klein aantal aandelen (minderheidsaandeelhouders) en aandeelhouders met een groot percentage van de aandelen (referentieaandeelhouders of **blockholders**). Deze verschillende soorten eigenaars hebben elk hun kenmerken en kunnen op verschillende manieren druk uitoefenen op elkaar en op het management van het bedrijf. Omdat dit ons te ver van het onderwerp van deze thesis zou brengen, gaan we er niet verder op in.

Managers krijgen compensaties voor het leiden van een onderneming en deze beloning kan bestaan uit (te) hoge lonen, aandelen of stockopties. De aandeelhouders moeten proberen een correcte beloning te zoeken om er voor te zorgen dat de managers de waarde van de onderneming maximaliseren en dat de managers niet hun eigen gaan verrijken ten koste van deze aandeelhouders.

De overnamemarkt is van belang omdat een verandering in controle van bedrijven waarde kan creëren voor de aandeelhouders van het overgenomen bedrijf. Een mogelijke verandering in controle kan er ook voor zorgen dat managers de waarde een bedrijf hoog houden. Zo kan er een agency probleem ontstaan waarbij managers de grootte van hun bedrijven willen maximaliseren door het verspillen van bedrijfsmiddelen door te veel te betalen bij overnames en te weinig geld uit te keren aan de aandeelhouders.

Het wettelijk systeem is volgens La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer en Vishny (1998) een fundamenteel corporate governance mechanisme. Zij vinden dat de mate waarin een land in zijn wetten de rechten van de investeerders verdedigt en de mate waarin deze wetten worden uitgevoerd zijn de meest belangrijke determinanten om corporate finance en corporate governance te laten evolueren. Het heeft namelijk effect op de structuur van de markten in dat land, op de governance structuren die de bedrijven aannemen en op de effectiviteit van deze governance systemen. Voorbeelden van regels zijn de bescherming van de rechten van minderheidsaandeelhouders en wettelijke verboden van managers die voor hun eigen handelen.

Volgens Shleifer en Vishny (1997) zijn corporate governance mechanismen economische en juridische instituten die kunnen veranderd worden door het politiek proces. Zij zijn van mening dat we ons niet druk moeten maken over de omvorming van het bestuur omdat, op lange termijn, de competitie in de productmarkt de bedrijven verplicht om hun kosten te minimaliseren. Om deze minimalisatie door te voeren moeten ze regels aanvaarden, inclusief de corporate governance mechanismen, die het hun mogelijk maakt om extern kapitaal aan de laagste kost te verkrijgen. Ook blijkt uit recent onderzoek dat politieke druk even belangrijk is in de evolutie van corporate governance systemen als de economische druk.

De belangstelling voor corporate governance is vanuit de Angelsaksische landen naar Continentaal Europa overgewaaid. Getuige daarvan de groeiende aandacht in de financiële pers voor de thematiek die in het Nederlands als 'deugdelijk bestuur' wordt vertaald. Om de definitie van Van Hulle (1996) te parafraseren kunnen wij het doel van corporate governance omschrijven als het creëren van een structuur waarbinnen de individuele belangen van de belanghebbenden (**stakeholders**) van de onderneming optimaal in evenwicht worden gebracht zodanig dat in een competitieve omgeving allen overleven. Corporate governance is in deze visie ruimer dan louter de regeling van de relatie tussen management en

aandeelhouders. Deugdelijk bestuur moet er in dit geval voor zorgen dat het topmanagement niet het eigenbelang nastreeft maar wel de maximalisatie van de waarde van de onderneming. De hoofdzakelijk Angelsaksische literatuur gaat doorgaans uit van de onderliggende hypothese van een verspreid aandeelhouderschap, zodanig dat er een scheiding ontstaat tussen de kapitaalverschaffers van de onderneming (de aandeelhouders) en de leiding (het management). Deze veronderstelling gaat meestal niet op in Continentaal Europa, waar de eigendomsstructuur, zelfs van beursgenoteerde ondernemingen, meestal sterk geconcentreerd is. In België, Frankrijk en Nederland worden bedrijven meestal gecontroleerd door familiale aandeelhouders of financiële holdings. Dit schuift meteen het belangenconflict tussen referentieaandeelhouders en kleine aandeelhouders meer op de voorgrond. Het ontluikende corporate governance denken in Continentaal Europa moet daarom met de eigenheid van haar economieën rekening houden en mag zich niet a priori spiegelen aan het Angelsaksische model. Dit is de grote uitdaging voor de Continentaal Europese onderzoekers die zich over de thematiek buigen.

Deugdelijk bestuur (**corporate governance**) is een moeizame vertaling van een term die een hele lading dekt. Corporate governance is het denken over de optimale beslissingsstructuur binnen een onderneming. Vermits ieder bedrijf verschillend is, is het weinig waarschijnlijk dat er ideale bestuursregels bestaan die altijd en overal gelden. Vandaar wellicht het gebrek aan eensgezindheid over de thematiek. Het domein van het corporate governance denken is niet duidelijk afgebakend. Veel hangt af van de invulling die men geeft aan het begrip 'onderneming'. In de moderne economische theorie wordt een onderneming doorgaans beschouwd als een knooppunt van contracten tussen verschillende belanghebbenden (zie bijvoorbeeld AOKI et al. (1989), CHEUNG (1983), FAMA (1980), JENSEN en MECKLING (1976)). De vraag is dan hoe er een evenwicht kan gecreëerd worden tussen alle betrokken partijen (management, aandeelhouders, klanten, leveranciers, personeel, overheid...). De regeling van de relatie tussen management en aandeelhouders is uiteindelijk slechts één aspect

van het denken over deugdelijk bestuur, zij het wellicht het voornaamste. Deugdelijk bestuur moet er in dit geval voor zorgen dat het management niet het eigenbelang nastreeft maar wel de maximalisatie van de waarde van de onderneming.

2.2 Wetenschappelijke definities van corporate governance

Zoals in de inleiding staat, omschrijft Van Hulle (1998) corporate governance als “het ontwikkelen van behoorlijke beslissingsstructuren en processen aan de top van de onderneming of het realiseren van een systeem dat leidt tot behoorlijk ondernemingsbestuur.”

Bouma (1996) omschrijft corporate governance als “ het geheel van wettelijke, culturele en institutionele conventies die bepalend zijn voor het bestuur van vennootschappen. “

Volgens Bloch en Kremp (1997) zijn de twee voornaamste karakteristieken van corporate governance: de graad van concentratie van aandeelhouderschap en de informatie over de structuur van het aandeelhouderschap. De graad van concentratie van de aandelen bij één aandeelhouder is voornamelijk afhankelijk van het al dan niet op de beurs genoteerd zijn. Nog andere karakteristieken zijn de grootte van de onderneming, het direct of geïntegreerd bezitten van pakketten aandelen en het soort aandeelhouder.

Monks en Minow (2004) hanteren een bredere definitie door te zeggen dat corporate governance als volgt kan bepaald worden: “ The relationship among various participants in determining the direction and performance of corporations. The primary participants are the shareholders, the management (led by the CEO) and the board of directors (...) Other participants include the employees, customers, suppliers, creditors and the community.”

Dit zijn allemaal wetenschappelijke omschrijvingen van corporate governance, maar het is allemaal nog te theoretisch om dit degelijk toe te passen. Daarom dat er in verschillende landen rapporten en codes zijn opgesteld om bedrijven te helpen dit vakgebied te doorgronden. In paragraaf 2.5 zullen we oorsprong van deze codes en de Code Lippens, dit is de Belgische Corporate Governance Code voor beursgenoteerde bedrijven bespreken.

2.3 De scheiding tussen het management en de aandeelhouders

Berle en Means (1932) wezen erop dat de scheiding tussen de eigenaars van een onderneming en de managers ervan noodzakelijk wordt naarmate een onderneming groter wordt. In complexe, open vennootschappen is het totale risico te groot om door een beperkt aantal personen gedragen te worden. Daarom treedt elke aandeelhouder toe tot een grote groep van mede-eigenaars. Het dragen van risico is de enige taak die zij vervullen. De dagdagelijkse leiding van het bedrijf wordt waargenomen door een beperkte groep van beheerders (het management). Een ondernemer of manager werft fondsen van investeerders omdat hij zelf niet over voldoende financiële middelen beschikt. Een financier heeft het human capital nodig van de gespecialiseerde manager om winsten op zijn fondsen te realiseren. Maar de investeerders moeten er zeker van zijn dat hun geld goed beheerd wordt en dat managers het geld niet voor zich houden of onaantrekkelijke projecten uitvoeren (SHLEIFER en VISHNY (1997)). Beide groepen moeten zich volgens Fama en Jensen (1983a, 1983b) specialiseren in de functie die zij op zich nemen. In ruil voor het dragen van risico krijgen de aandeelhouders de status van residuele rechthebbenden (**residual claimants**). Zij hebben recht op het overschot aan positieve kasstromen boven wat nodig is om alle verplichtingen van de onderneming na te komen en alle rendabele investeringsprojecten uit te voeren. De residuele rechten worden gematerialiseerd in aandelen. De mate waarin een aandeelhouder bereid is risico te dragen bepaalt het aantal aandelen dat hij van een bepaald bedrijf aanhoudt. Berle en Means (1932) wezen al op

potentiële belangenconflicten tussen beide groepen. Jensen en Meckling (1976) formaliseerden de problematiek in hun agency theorie. Een manager is de vertegenwoordiger (**agent**) van de aandeelhouder (**principal**) binnen de onderneming. Het gevaar bestaat dat het management de waarde van de onderneming niet maximaliseert, maar zich tevreden stelt met suboptimaal gedrag. In de redenering van Jensen (1986) betekent dit dat het management het overschot aan kasmiddelen niet uitkeert aan de aandeelhouders of verspilt aan investeringen waarvan het rendement lager is dan de kapitaalkost. Dit staat in de economische literatuur bekend als het agency probleem. De kosten die de aandeelhouders maken om de handelingen van de agents te controleren en hen van de gepaste prikkels (**incentives**) te voorzien worden agency kosten (**agency costs**) genoemd. De oorzaak van het agency probleem ligt in de uiteenlopende belangen die de aandeelhouders en het topmanagement hebben. Naast deze agency theorie bestaan er nog vijf andere theorieën die worden besproken in paragraaf 3.4 in het volgende hoofdstuk.

2.4 Internationale verschillen in corporate governance modellen

In de vorige paragraaf bleek dat het type agency problemen tussen het management en de aandeelhouders vooral aan de orde zijn in ondernemingen met een wijd verspreid aandeelhouderschap. Dergelijke eigendomsstructuur is typisch voor Angelsaksische bedrijven maar verschilt in sterke mate van het Continentaal Europese model van de onderneming, waar het vaak één belangrijke referentieaandeelhouder is die het bedrijf controleert. Maar er kan ook een agency probleem ontstaan tussen deze enige referentieaandeelhouder en de minderheidsaandeelhouders. De resultaten van het (Angelsaksisch) wetenschappelijk onderzoek naar de manier waarop de beslissingen van het management worden gestuurd in het belang van de aandeelhouders, kan dan ook niet zomaar worden veralgemeend tot de Belgische ondernemingen. Daarom is het nodig voorafgaandelijk te wijzen op een aantal wezenlijke verschilpunten

tussen de twee grote strekkingen in ondernemingsbestuur: het Angelsaksische model en het Continentaal Europese model.

In de corporate governance literatuur wordt doorgaans een onderscheid gemaakt tussen het Angelsaksische en het Continentaal Europese model van de onderneming. De Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Canada worden in de eerste groep geplaatst. In de tweede categorie horen landen thuis zoals Duitsland, Nederland en ook België. Het Japanse Keiretsu-systeem, gekenmerkt door verstrengelingen binnen industrieel-financiële groepen, neemt een aparte plaats in.

In het licht van wat volgt gaat de aandacht vooral naar de belangrijkste verschilpunten tussen het Angelsaksische en het Continentaal Europese systeem. Franks en Mayer (1994) spreken van het *outsider*-systeem in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten en het *insider*-systeem in Continentaal Europa en Japan.

Het *outsider-systeem* wordt gekenmerkt door een groot aantal beursgenoteerde bedrijven, waarvan de aandelen verspreid zitten onder een groot aantal (institutionele) aandeelhouders, waartussen weinig relaties bestaan. Het *outsider-systeem* is een *marktgeoriënteerd* systeem. In het *insider-systeem* zijn er slechts weinig ondernemingen waarvan de aandelen publiek verhandeld worden. De kapitaalmarkten zijn er vaak weinig liquide en er bestaan complexe relaties tussen de verschillende holdings. We kunnen het *insider-systeem* als *netwerkgeoriënteerd* (MOERLAND (1996)) of als *relatiegeoriënteerd* (KAPLAN (1994)) bestempelen.

Uiteraard heeft dit implicaties voor de governance structuren in beide systemen. Voornamelijk de klemtoon inzake disciplineringsmechanismen verschilt. Het management in de Angelsaksische omgeving wordt in hoofdzaak gecontroleerd door de (externe) openbare overnamemarkt (**market for corporate control**) en

door Raden van Bestuur (**boards of directors**) die overwegend uit bedrijfsexterne bestuurders bestaan (KAPLAN (1994), PROWSE (1994)). In de Continentaal Europese visie staat het management in een duurzame en stabiele relatie tot één of een paar belangrijke grootaandeelhouders (GRAZELL (1992)). Het grote voordeel hiervan is dat de (interne) Raad van Bestuur, waarin de voornaamste eigenaars zijn vertegenwoordigd, op die manier gemakkelijker controle kan uitoefenen op het management. Door de nauwe relaties en de toegang tot bedrijfsinterne informatie kunnen deze aandeelhouders de prestaties van het management beter opvolgen en zo nodig ingrijpen (GARVEY en SWAN (1994)).

In de houding van managers zijn er ook verschillen terug te vinden. Zo zullen bijvoorbeeld Japanse managers voluit de belangen van het bedrijf nastreven. Davis et al. (1997) halen dit aan onder de noemer van collectivisme. Daartegenover staat volgens hen het eerder Westerse individualisme, waarbij de managers minder aan het bedrijf en meer aan zichzelf denken. Dit individualisme wordt vaak aan de agency theorie gelinkt en het collectivisme aan de stewardship theorie (deze theorieën worden in de paragraaf 3.4 besproken).

2.5 De (Belgische) corporate governance code

De corporate governance codes zijn een set van 'best practice' aanbevelingen, betreffende het gedrag en de structuur van een Raad van Bestuur van een onderneming, uitgebracht als compensatie voor de gebreken wat de bescherming van de rechten van aandeelhouders betreft in het corporate governance systeem van een land (AGUILERA en CUERVO-CAZURRA (2004)). De ontwikkeling en acceptatie van een code voor goed bestuur is gedefinieerd als een innovatie dat het engagement van een land toont om zijn corporate governance systeem te verbeteren. Een code is een snelle manier om gaten in het wettelijke systeem op te vullen zonder dit wettelijke systeem te veranderen en is dus complementair.

In een corporate governance code staan aanbevelingen in de vorm van normen over de rol en de samenstelling van de Raad van Bestuur, de relaties tussen de aandeelhouders en het top management, het openbaar maken van informatie, de audit en de selectie, de vergoeding en het ontslag van bestuurders en top managers. Er kunnen lichte verschillen zijn in de inhoud van de codes tussen landen maar twee doelen die in elke code staan, zijn de verbetering van de kwaliteit van het bestuur van de Raad en de verhoging van de verantwoordelijkheid van bedrijven om de waarde van de aandeelhouder en elke betrokkene te maximaliseren. Ten slotte proberen codes voor goed bestuur het gehele corporate governance denken van het bedrijf te verbeteren, zeker wanneer andere mechanismen zoals overnamemarkten en het wettelijke kader er niet in slagen om de rechten van de aandeelhouders te garanderen.

Voorbeelden van aanbevelingen zijn het opnemen van onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur, het vertegenwoordigen van de aandeelhouders en de opname van onafhankelijke bestuurders in de subcomités van de Raad van Bestuur (audit-, remuneratie- en benoemingscomité) (AGUILERA en CUERVO-CAZURRA (2004)). De aanbevelingen op zich zijn niet expliciet verplicht maar het is wel verplicht in het jaarverslag op te nemen waarom er dan niet aan de aanbevelingen wordt voldaan. Dit is het principe van 'pas toe of leg uit' ('**comply or explain**').

Uit een onderzoek in 49 landen van Aguilera en Cuervo-Cazurra (2004) blijkt dat codes voor goed bestuur eerder voorkomen wanneer er in een land rechten ter bescherming van de aandeelhouders ontbreken. De codes zullen ook eerder voorkomen in landen waar er een grote vrijheid is voor de overheid en waar er veel buitenlandse institutionele investeerders zijn. Ook merken de auteurs op dat elke code zich aanpast aan de economische cultuur van het land en aan de belangrijkste corporate governance problemen van dat land.

Het OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) heeft ook richtlijnen opgesteld in een poging om alle lidstaten van een basisidee voor een code te voorzien en heeft deze richtlijnen ingedeeld volgens vijf categorieën: de rechten van de aandeelhouders, de verantwoordelijkheden van de aandeelhouders, de rechten van andere belanghebbenden (**stakeholders**), openbaarheid en transparantie en de rol en de structuur van de Raad van Bestuur (MONKS en MINOW (2004)).

In België had men in 1998 drie afzonderlijke documenten met aanbevelingen voor deugdelijk ondernemingsbestuur opgesteld door diverse instanties. Omdat dit onduidelijk was moesten die drie documenten geactualiseerd en gebundeld worden. In deze context en op initiatief van de Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (CBFA), Euronext Brussel en het Verbond van Belgische Ondernemingen (VBO), werd op 22 januari 2004 een Commissie Corporate Governance opgericht onder voorzitterschap van Maurice Lippens om één code inzake deugdelijk bestuur voor alle beursgenoteerde vennootschappen uit te werken. De Commissie heeft ten doel deze aanbevelingen bij te werken via de redactie van een unieke referentiecode voor de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Daarin moeten een aantal principes van goed bestuur en transparantie worden vastgelegd die de ontwikkeling van de ondernemingen en hun imago bij de beleggers en het publiek moeten bevorderen. Het streefdoel van de Commissie was een code uit te werken die in lijn is met de internationale praktijk en de Europese aanbevelingen. (www.commissiecorporategovernance.be)

De Code Lippens is opgesteld aan de hand van 9 corporate governance principes:

PRINCIPE 1. De vennootschap past een duidelijke governancestructuur toe.

PRINCIPE 2. De vennootschap heeft een doeltreffende en efficiënte Raad van Bestuur die beslissingen neemt in het vennootschapsbelang.

PRINCIPE 3. Alle bestuurders dienen blijk te geven van integriteit en toewijding.

PRINCIPE 4. De vennootschap heeft een rigoureuze en transparante procedure voor de benoeming en de beoordeling van haar raad en zijn leden.

PRINCIPE 5. De Raad van Bestuur richt gespecialiseerde comités op.

PRINCIPE 6. De vennootschap legt een duidelijke structuur vast voor het uitvoerend management.

PRINCIPE 7. De vennootschap vergoedt de bestuurders en de leden van het uitvoerend management op een billijke en verantwoorde wijze

PRINCIPE 8. De vennootschap respecteert de rechten van alle aandeelhouders en moedigt hun betrokkenheid aan.

PRINCIPE 9. De vennootschap waarborgt een passende openbaarmaking van haar corporate governance.

In deze eindverhandeling is het derde principe vooral van toepassing. Er zijn regels of aanbevelingen opgesteld die zeggen dat er externe bestuurders moeten worden opgenomen in de Raad van Bestuur. Bedrijven moeten dus op zoek gaan naar externe bestuurders om aan die eisen te voldoen. Dit kan een reden zijn waarom sommige externe bestuurders meerdere mandaten op zich nemen. Er bestaat ook een kans dat bedrijven geen geschikte externe bestuurder vinden en daarom reeds bestaande externe bestuurders in hun bedrijf opnemen. Verder staat in de Code Lippens dat er verscheidene comités moeten opgericht worden waarin ook telkens externe bestuurders moeten zetelen. In het volgende hoofdstuk wordt uitgelegd wat een bestuurder is en meer in het bijzonder wat een externe en een onafhankelijke bestuurder is.

Uit een onderzoek van de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA) is gebleken dat het grootste deel van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen aan de aanbevelingen van de Belgische corporate governance code voldoet. Deze commissie heeft onderzocht in welke mate 70 genoteerde vennootschappen in de praktijk reeds tegemoet komen aan de verschillende aanbevelingen van de corporate governance code. De basis voor dit onderzoek waren de jaarverslagen van 2003. Ten eerste beschikken zo goed als alle bedrijven over een hoofdstuk in verband met corporate governance in het jaarverslag. Dit duidt er op dat ondernemingen toch een zeker belang hechten aan

de problematiek rond corporate governance. Ten tweede werd er ook gemeten hoeveel bestuurders een Raad van Bestuur gemiddeld telt. Het resultaat schommelt tussen acht en elf al naargelang het soort bedrijf. De Raden van Bestuur hebben gemiddeld dus een vrij beperkt aantal leden. Verder werd er ook onderzocht hoeveel onafhankelijke bestuurders de Raad van Bestuur telt. Dit is moeilijk te onderzoeken want niet elk bedrijf geeft aan welke bestuurder onafhankelijk is of niet. Wel is het duidelijk dat de meeste bedrijven drie of meer onafhankelijke bestuurders hebben (vereist voor een aantal beslissingen of verrichtingen zoals bepaald in artikel 524 van het Wetboek van vennootschappen). Het lijkt er ook op dat vele Raden van Bestuur in hun midden comités hebben opgericht. Tenslotte blijkt dat in ongeveer 90% van de bedrijven de niet-uitvoerende bestuurders minstens de helft van het totale aantal bestuurders uitmaken. We vermelden nog dat de studie aantoont dat vele vennootschappen globale cijfergegevens over de vergoedingen van bestuurders en/of senior management publiceren, maar dat slechts een kleine minderheid individuele cijfergegevens bekendmaakt.

Hoofdstuk 3 Raad van Bestuur

3.1 Inleiding

De Raad van Bestuur is een belangrijk corporate governance mechanisme. Omdat de Raad van Bestuur in deze thesis van groot belang is, wordt dit mechanisme in dit hoofdstuk uitvoerig besproken. De andere mechanismen in verband met corporate governance kan u terug vinden in het vorige hoofdstuk.

De instelling van de Raad van Bestuur als controle- of toezichtsorgaan is ten dele een oplossing voor het hoger beschreven agency probleem tussen de aandeelhouders en het management van de moderne open onderneming (FAMA en JENSEN (1983a, 1983b)). Alleen voor beslissingen die het wezen van de vennootschap raken, is de uitdrukkelijke instemming van de aandeelhouders vereist. Zij kiezen een Raad van Bestuur. Aan deze komt de beslissingsbevoegdheid toe voor de strategische beslissingen (zie art. 54 Ven. W.). Op haar beurt delegeert de Raad van Bestuur beslissingsbevoegdheid voor de lopende zaken aan een beperkt managementteam, dat het dagelijks bestuur waarneemt (zie art. 63 Ven. W.). De Raad van Bestuur sluit de overeenkomst met het topmanagement af en legt de vergoeding vast. De Raad van Bestuur kan ook repressief optreden door slecht presterende managers te ontslaan. Ook al is de taak van de Raad van Bestuur ruimer dan louter het toezicht op het management (MINTZBERG (1983), WALDO (1985)), toch is vooral van belang hoe de Raad van Bestuur het evenwicht bewaart tussen de eigenaars van de onderneming en het management. In eerste instantie wordt de vraag gesteld hoe een Raad van Bestuur het best wordt samengesteld om deze taak te vervullen.

3.2 De samenstelling van de Raad van Bestuur

Daar de Raad van Bestuur in het algemeen beschouwd wordt als het belangrijkste en meeste gebruikte disciplineringsmechanisme, zal deze in de volgende paragraaf uitgebreid besproken worden.

Volgens Ballon, Geens en Stuyck (2001) heeft de Raad van Bestuur een residuaire bevoegdheid: 'hij mag alles doen wat strekt tot bevordering van het statutaire doel en wat niet expliciet aan de Algemene Vergadering is voorbehouden. De omvang van de bestuursbevoegdheid is een wettelijke kwestie, het is slechts wat de wet voorbehoudt aan de Algemene Vergadering dat niet kan worden gedaan door de Raad van Bestuur. Brengen de statuten toch meer beperkingen aan, kan de vennootschap zich niet op deze statutaire beperkingen beroepen ter attentie van derden wanneer de Raad van Bestuur namens de vennootschap zou gehandeld hebben zonder zich aan de grenzen ervan te hebben gehouden.'

Verder is de Belgische Raad van Bestuur een collegiaal orgaan dat minstens drie bestuurders telt. Dit wettelijk minimumaantal is oneven om staking van stemmen en blokkering van de besluitvorming te vermijden. Dit orgaan moet beraadslagen volgens de regels voor vertegenwoordigende lichamen (zie art. 521 Ven. W.). Collegialiteit betekent niet dat er unanimiteit dient te zijn, maar dat de minderheid zich bij beslissingen van de meerderheid dient neer te leggen. De algemene vergadering bestaat in principe uit alle aandeelhouders, maar in de praktijk wonen enkel grote aandeelhouders deze bij. De bevoegdheden van de algemene vergadering bestaan onder andere uit de goedkeuring van de jaarrekening, het benoemen en ontslaan van bestuurders, het verlenen van decharge aan de bestuurders, de bestemming van de winst, enz.

Wat de Raad van Bestuur betreft, kan een opdeling gemaakt worden tussen het one-tier en het two-tier systeem. In het one-tier systeem bestaat er maar één

enkel orgaan, namelijk de Raad van Bestuur. Het two-tier systeem wordt vooral in Nederland gebruikt en heeft naast een orgaan van toezicht, dat meestal bestaat uit externen, ook een orgaan van bestuur. Omdat in België vooral het one-tier systeem gebruikt wordt, zal er aan het two-tier systeem verder geen aandacht geschonken worden. Wel dient opgemerkt te worden dat de wet van 2 augustus 2002 via de installatie van een directiecomité toelaat een soort duale structuur te creëren. Volgens Maasen en Van den Bosch (1997) bestaat de Raad van Bestuur in het one-tier systeem zowel uit interne als uit externe bestuurders en heeft de Raad van Bestuur vooral tot doel om het bedrijf te besturen en het management te controleren, wat vaak gebeurt met behulp van comités van die Raad van Bestuur.

De wijze waarop de Raad van Bestuur is samengesteld, verschilt sterk van onderneming tot onderneming. Er zijn verschillen in de 'afkomst' van de bestuurders. Sommige bestuurders vervullen naast hun bestuursmandaat geen actieve rol binnen de onderneming. Men spreekt in dit geval van *externe bestuurders* (**outsiders**). Andere bestuurders zetten zich wel permanent in binnen de onderneming. Het zijn de zogenaamde *interne of actieve bestuurders* (**insiders**). De gedelegeerd bestuurder (**CEO, Chief Executive Officer**) is hier een goed voorbeeld van. Byrd en Hickman (1992b) beklemtonen dat men een onderscheid moet maken tussen externe bestuurders die volledig onafhankelijk zijn (**independent outside directors**) en outsiders die in zekere zin in relatie staan tot het management zoals familieleden, kennissen, banken, ... (**affiliated outside directors**). Deze laatsten zijn uiteraard meer aan het management gebonden maar nog altijd niet-uitvoerende bestuurders (**non-executive directors**).

De vraag is hoe een Raad van Bestuur het best wordt samengesteld om het management te disciplineren. Omwille van de vaak tegenstrijdige opinies, kan hier vooralsnog geen definitief antwoord op worden gegeven. Bovendien moet rekening worden gehouden met de specifieke situatie van ieder individueel bedrijf. Zo is het in kleine, open vennootschappen evident dat de oprichter-eigenaar zowel

het dagelijkse bestuur waarneemt als de Raad van Bestuur voorzit. Ook zal het aantal bestuurders in een dergelijk bedrijf wellicht afwijken van bijvoorbeeld een grote beursgenoteerde onderneming.

Wanneer er gesproken wordt over bestuurders kan het gaan over internen, externen, grijze of verbonden, uitvoerenden, onafhankelijken, etc. In deze paragraaf zullen deze benamingen verder toegelicht worden. Het zijn dan ook deze definities die bij deze studie in het achterhoofd moeten zitten wanneer deze termen gebruikt worden. Het zijn tevens deze definities die het vaakst in de literatuur gebruikt worden.

3.2.1 Soorten bestuurders

Bestuurders kunnen verschillende banden hebben en kunnen daarom verschillende motivaties en een verschillend gedrag hebben (VAN NUYS (1993)). Het combineren van verschillende types van bestuurders in een Raad van Bestuur kunnen de onderliggende relaties verbergen tussen de samenstelling en het gedrag van de Raad van Bestuur (JOHNSON et al. (1996)). In het bijzonder kan het de verschillen in gedrag tussen bestuurders die onafhankelijk zijn van de invloed van de CEO en die afhankelijk zijn vervlakken. Fiegener et al. (2000) delen de bestuurders in op basis van deze afhankelijkheid. Zo definiëren zij drie categorieën van afhankelijke bestuurders en twee categorieën van onafhankelijke bestuurders. Afhankelijke bestuurders omvatten *family directors* (familie van de CEO, tewerkgesteld in het bedrijf of niet), *inside directors* (managers van het bedrijf die geen familie zijn van de CEO) en *affiliated directors* (bestuurders die figuren als zaakwaarnemer van het bedrijf zoals bankiers, advocaten en accountants die geen andere relatie heeft met het bedrijf). Onafhankelijke bestuurders zijn *outside owner directors* (externe bestuurders die aandelen bezitten) en *outside non-owner directors* (externe bestuurders zonder aandelen en dus helemaal onafhankelijk). In de tekst hieronder gaan we de belangrijkste soorten bestuurders (op basis van afhankelijkheid) uitgebreider bespreken.

Bestuurders die buiten hun mandaat als bestuurder tewerkgesteld zijn in de onderneming, vroegere personeelsleden of naaste familie van werknemers worden beschouwd als interne bestuurders (**inside directors**). Onder de definitie van internen vallen zeker de uitvoerende bestuurders. Uitvoerende bestuurders zijn personeelsleden van de onderneming die meestal een hoge managementfunctie bezitten en in die hoedanigheid vaak lid zijn een directie- of managementcomité van de onderneming.

Grijze of verbonden (**affiliated**) bestuurders, zijn personen met een significante relatie met de onderneming, en die niet beschouwd worden als internen. Hierbij wordt gedacht aan leveranciers, advocaten, bankiers, externe consultants en auditors. Internen en verbonden bestuurders zijn van nature uit dus afhankelijk.

Ten slotte nemen we aan dat er externe personen zijn die niet vallen onder één van de hierboven vermelde categorieën en automatisch onafhankelijk zijn. Onafhankelijke (**independent**) bestuurders hebben geen substantieel zakelijk belang in de onderneming, hun enige relatie met de onderneming is hun benoeming tot bestuurslid. We kunnen ruw stellen dat onder interne bestuursleden de bestuurders die actief zijn in het huidige management van de onderneming wordt verstaan en externe bestuursleden zijn personen die niet direct in dienst zijn van de onderneming.

Volgens Finkelstein en Hambrick (1996) zullen onafhankelijke bestuurders in het algemeen meer waakzaam zijn aangezien:

- 1) hun focus op financiële prestaties centraal staat bij het toezicht
- 2) zij meer geneigd zijn een CEO te ontslaan na slecht presteren van de onderneming
- 3) zij hun persoonlijke reputatie als bestuurder willen beschermen
- 4) zij objectiever kunnen optreden aangezien ze minder betrokken zijn bij de CEO

Anderzijds zou een teveel aan onafhankelijken de efficiëntie van de Raad van Bestuur kunnen hinderen omdat de onafhankelijke bestuurder minder bedrijfsspecifieke expertise heeft. Een effectieve Raad van Bestuur bestaat best uit zowel onafhankelijke als afhankelijke bestuurders (ANDERSON en REEB (2004)). De onafhankelijke bestuurders zijn namelijk afhankelijk van de CEO en de andere uitvoerende bestuurders voor het krijgen van informatie.

In België heeft, naast de code Lippens, ook de corporate governance code voor niet-beursgenoteerde bedrijven (code Buysse) een eigen definitie van wat een externe bestuurder juist moet inhouden. Deze formulering is goed vergelijkbaar met die van een externe bestuurder voor beursgenoteerde bedrijven. Ook de code Buysse beveelt aan om niet-uitvoerende of externe bestuurders in de Raad van Bestuur op te nemen. Volgens de code zijn externe bestuurders uiteraard volwaardige bestuurders die collegiaal met de overige bestuurders de taken waarnemen die aan de Raad van Bestuur zijn toevertrouwd. Deze collegialiteit brengt met zich mee dat – met uitzondering van de comités – vergaderingen, waarop niet alle bestuurders aanwezig zijn, moeten worden vermeden.

Externe bestuurders:

- zorgen voor een objectieve kijk op de onderneming;
- geven op onpartijdige wijze raad;
- zijn een klankbord voor de ondernemer;
- doen discipline en verantwoordelijkheidszin op het vlak van rapportering toenemen;
- kunnen een belangrijke rol spelen in crisissituaties;
- waken over de opvolging van de gedelegeerd bestuurder;
- delen met de onderneming hun netwerken en relaties;
- zorgen voor ervaring en kennisoverdracht.

Idealiter dient iedere onderneming meerdere externe bestuurders in de Raad van Bestuur op te nemen. Hierbij moet echter steeds rekening worden gehouden met

de omvang, structuur en groeifase van de onderneming. Externe bestuurders zijn bestuurders die niet tot het management behoren en evenmin tot de controlerende aandeelhouder. In het algemeen kunnen zij als onafhankelijk beschouwd worden, tenzij hun relatie met het management of de aandeelhouders van dien aard zou zijn om daaraan te twijfelen. Zeker in kleine en middelgrote ondernemingen is hun competentie nochtans belangrijker dan hun onafhankelijkheid in strikte zin. Cruciaal is het gezag dat zij op grond van die competentie en hun vertrouwdheid met de ondernemingsleiding kunnen laten gelden in het belang van de vennootschap. De Raad van Bestuur evalueert jaarlijks haar eigen werking, met inbegrip van haar samenstelling, in het bijzonder de aanwezigheid en de onafhankelijke opstelling van externe bestuurders.

Guberna oftewel het Instituut voor Bestuurders heeft zelfs een concrete leidraad ontwikkeld. De leidraad geeft aanbevelingen en geeft een definitie van wat een onafhankelijke bestuurder is. In het geval van een beursgenoteerde onderneming is de "onafhankelijkheid" sinds de wet van 2 augustus 2002 wettelijk gedefinieerd. (Artikel 32 van de "wet van 2 augustus 2002 houdende wijziging van het Wetboek van Vennootschappen alsook van de wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen" herschrijft het artikel 524 van de Vennootschappenwet (BS van 22 augustus 2002)).

Een onafhankelijke bestuurder mag

1. geen 10% of meer van het aandelenkapitaal vertegenwoordigen;
2. gedurende minstens twee jaar voorafgaand aan zijn benoeming als onafhankelijk bestuurder geen mandaat van bestuurder, zaakvoerder, lid van het directiecomité of kaderlid bij de vennootschap of één met haar verbonden vennootschap hebben uitgeoefend;
3. geen echtgenoot of bloedverwant tot de tweede graad van één van de vorige twee categorieën zijn;

4. geen andere banden met de vennootschap hebben die zijn onafhankelijkheid in het gedrang brengen ("catchall").

Aangezien alle zogenaamde "onafhankelijke" bestuurders noodzakelijkerwijs ook "externe" bestuurders zijn, kunnen de bestuurders zich bijzonder aangesproken voelen door deze aanbevelingen. Uiteraard kunnen ook interne of uitvoerende bestuurders kennis nemen van de aanbevelingen, om deze waar mogelijk zelf toe te passen of te laten toepassen. (<http://www.ivb-ida.com>)

3.2.2 De opname van bestuurders in de Raad van Bestuur

Fama (1980) en Fama en Jensen (1983a, 1983b) stellen zich de vraag wie in de Raad van Bestuur moet zetelen. Een Raad van Bestuur die enkel uit aandeelhouders bestaat is volgens hen niet optimaal. Daarom neemt men vaak één of meer topkaderleden op in de Raad van Bestuur (in het bijzonder de gedelegeerd bestuurder). Interne bestuurders zijn van nabij bij het dagelijkse beleid betrokken en kunnen nuttige toelichting geven. Zo wijzen Baysinger en Hoskisson (1990) erop dat insiders in een betere positie zijn om informatie door te geven over de prestaties van andere managers. De opname van insiders in de Raad van Bestuur kadert volgens Hermalin en Weisbach (1988) ook in het opvolgingsproces voor de functie van gedelegeerd bestuurder. Ondernemingen voegen nieuwe interne bestuurders toe als de gedelegeerd bestuurder de pensioenleeftijd nadert. Interne bestuurders zijn immers potentiële kandidaten om de toekomstige topman van het bedrijf te worden. De opname van interne kaderleden in de Raad van Bestuur is in dit opzicht op tweeërlei wijze nuttig. Ten eerste krijgt de toekomstige topmanager op die manier meer ervaring. Ten tweede kunnen de externe bestuurders zo beter de bekwaamheid van de kandidaten beoordelen (WEISBACH (1988)). Het nadeel van een Raad van Bestuur die door internen wordt gedomineerd is dat daardoor de controlefunctie van de Raad van Bestuur in het gedrang komt. Persoonlijke relaties verminderen de kans dat de

andere bestuurders het beleid kritisch in vraag stellen. Om dit probleem te verhelpen is het nuttig één of meer externen in de Raad van Bestuur op te nemen. Zij zijn immers het best geplaatst om een objectieve beoordeling te geven. In tegenstelling tot interne of actieve bestuurders, vervullen onafhankelijke of externe bestuurders naast hun bestuursmandaat geen actieve functie binnen de onderneming. Ook de fiscale wetgeving maakt dit onderscheid, de bezoldiging van actieve bestuurders wordt anders belast dan de bezoldiging van niet-actieve bestuurders (VAN BRUYSTEGEM (1994)).

Vaak worden externe bestuurders gekozen omwille van hun specifieke reputatie of kennis. Er bestaat geen consensus in de literatuur over de vraag of het opnemen van outsiders in de Raad van Bestuur leidt tot betere ondernemingsprestaties. Vance (1968) en Pfeffer (1972) vinden dat een relatief groot aantal externe bestuurders negatief geassocieerd is met de ondernemingsprestaties. Baysinger en Butler (1985) kwamen daarentegen tot de bevinding dat ondernemingen waarvan de Raad van Bestuur hoofdzakelijk uit externen bestaat beter presteren dan ondernemingen waarvan het merendeel van de bestuurders internen zijn. Zoals gezegd benadrukken Byrd en Hickman (1992b) dat men een onderscheid moet maken tussen externe bestuurders die volledig onafhankelijk zijn en outsiders die in zekere zin in relatie staan tot het management. Enkel de opname van volledig onafhankelijke bestuurders blijkt de waarde van de onderneming voor de aandeelhouders te verhogen. Rosenstein en Wyatt (1990) melden een gemiddeld positieve koersreactie bij de aankondiging van de opname van externe bestuurders in de Raad van Bestuur. Dit betekent dat de disciplinerende invloed van onafhankelijke bestuurders positief wordt ingeschat.

De instelling van een orgaan als de Raad van Bestuur creëert eigenlijk een nieuw agency probleem. De vraag is of (externe) bestuurders wel voldoende incentives hebben om het management kritisch te beoordelen. De sanctie bij slechte prestaties is de ontzetting uit hun bestuursmandaat. Dit gebeurt wanneer de Algemene Vergadering hen geen kwijting (décharge) verleent. De effectiviteit van

dit mechanisme hangt voornamelijk af van de aandeelhoudersstructuur van de onderneming. Als de bestuurders naar voren worden geschoven door een referentieaandeelhouder, dan zal hun positie zelden in het gedrang komen. Er moeten een aantal voorwaarden vervuld zijn opdat onafhankelijke bestuurders bevorderlijk zouden zijn voor de ondernemingsprestaties. In dit verband leggen Lorsch en MacIver (1989) en Stiles (1993) een aantal zwakke punten bloot van de werking van de Raad van Bestuur als intern controlemechanisme, zij het in de Verenigde Staten.

Ten eerste wijzen zij erop dat de externe bestuurders geen hechte groep vormen. Ze ontmoeten elkaar op onregelmatige basis en hebben voor de rest geen contact met elkaar. Nochtans zijn regelmatige contacten tussen outsider-bestuurders en insider-managers essentieel voor de efficiënte werking van de Raad van Bestuur als controleorgaan. Ten tweede kunnen outsiders hun taak pas goed vervullen als zij over degelijke informatie beschikken over de ontwikkelingen binnen het bedrijf. Enkel dan kunnen ze gefundeerde beslissingen nemen (FRANÇOIS (1997)). Een probleem is dat het vaak de gedelegeerd bestuurder is die de agenda opstelt en bepaalt welke informatie vooraf aan de bestuurders wordt meegedeeld. De aanwijzingsprocedure voor externe bestuurders moet tenslotte voldoende objectief zijn. Bestuurders mogen hun mandaat niet uitsluitend te danken hebben aan hun persoonlijke relaties met andere bestuurders of het management. Als de gedelegeerd bestuurder de bevoegdheid heeft om nieuwe bestuurders aan te trekken, dan zal de drempel om het beleid in vraag te stellen hoger worden (WADE, O'REILLY en I. CHANDRATAT (1990)).

De onafhankelijkheid van de externe bestuurders is duidelijk de kern van het vraagstuk. Een belangrijke voorwaarde voor het goed functioneren van de Raad van Bestuur als controlemechanisme is ook volgens Fama en Jensen (1983a, 1983b) dat de onafhankelijke bestuurders niet samenspannen met de insiders om de aandeelhouders buiten te sluiten. Volgens de auteurs is dit gevaar eerder beperkt. Externe bestuurders beseffen dat de waarde van hun menselijk kapitaal

afhangt van de reputatie die zij hebben opgebouwd in de ogen van andere ondernemingen. Hun reputatie hangt in hoofdzaak af van de prestaties van de organisaties waarvoor zij zich inzetten. Die reputatie zal dan ook aangetast worden als de onderneming faalt (SUTTON en CALLAHAN (1987)) of als aandeelhouders aansprakelijkheidsvorderingen instellen tegen bestuurders (KESNER en JOHNSON (1990)). Precies dit laatste mechanisme doet Mallette en Hogler (1995) twifelen aan de onafhankelijkheid van externe bestuurders. Zij vinden immers dat de kans dat de onderneming bescherming tracht te geven tegen aansprakelijkheidsvorderingen toeneemt naarmate de Raad van Bestuur meer externe bestuurders telt. Door die indekking ontlopen outsiders volgens Mallette en Hogler (1995) hun verantwoordelijkheid en verliezen ze hun onafhankelijkheid. De motivatie van bestuurders is echter niet enkel ingegeven door reputatieoverwegingen. Aandelenbezit door bestuurders en het bekleden van meer dan één bestuursmandaat verhogen eveneens de incentives van bestuurders om het management te controleren (BYRD en HICKMAN (1992b)). Het aanhouden van aandelen brengt de belangen van de bestuurders direct in overeenstemming met die van de aandeelhouders. En een bestuurder die zetelt in de Raad van Bestuur van meer dan één onderneming, zal ongetwijfeld meer ervaring hebben.

Bepaalde onderzoekers geloven sterk in de rol die onafhankelijke bestuurders kunnen spelen. Firstenberg en Malkiel (1994) zijn zelfs voorstander van een Raad van Bestuur die louter uit outsiders bestaat. Alleen de gedelegeerd bestuurder heeft in hun visie ook nog recht op een plaats in de Raad van Bestuur. Deze voorstanders van meer externe bestuurders pleiten ervoor om regulerend op te treden en het opnemen van onafhankelijke externe bestuurders verplicht te maken. Anderen zijn het hier niet mee eens (DEMSETZ (1983), HART (1983)). Zij geloven dat regulering van de Raad van Bestuur de prestaties van het management niet zal verbeteren, integendeel. Weisbach (1988) merkt op dat een Raad van Bestuur die uitsluitend uit externen bestaat zeker niet optimaal is. Outsiders zullen bij financiële moeilijkheden misschien wel minder aarzelen om

het management te ontslaan. Toch zijn het de insiders die het beste weten wie geschikte opvolgers zijn. Het optimum is dus waarschijnlijk een combinatie van zowel interne als externe bestuurders. We spreken in dit geval van een gemengde Raad van Bestuur.

3.2.3 Aantal bestuurders

In december van 1996 formuleerde het Verbond der Belgische Ondernemingen (VBO) een aantal "Aanbevelingen voor een Goede Werking van de Raad van Bestuur van een Vennootschap" (Verbond der Belgische Ondernemingen (1996)). Het VBO stelt daarin: "*Rekening houdend met het belang van een actieve beraadslaging vooraleer de beslissingen worden genomen, hoeft de Raad van Bestuur niet te uitgebreid te zijn. Een beperkt aantal bestuurders is een factor die het overleg en de collegialiteit bevordert.*"

Volgens verschillende auteurs telt een Raad van Bestuur best een tiental leden. Het aantal mag niet te groot zijn, om efficiënt overleg en besluitvorming mogelijk te maken, en niet te klein, om een voldoende variëteit van belangen en expertises te verenigen. Ook Firstenberg en Malkiel (1994) dringen erop aan dat de Raad van Bestuur een gepaste grootte heeft. Een kleine Raad van Bestuur (niet meer dan acht personen) zou vlotter functioneren en minder te manipuleren zijn door de gedelegeerd bestuurder. De keerzijde van de medaille is dan wel dat de verscheidenheid aan opinies eerder beperkt is. De vraag naar het gewenste aantal bestuurders hangt ook samen met de taken die zij moeten vervullen. Gilson (in BREEDEN et al. (1993)) pleit voor full time/professionele bestuurders, die hun tijd verdelen over een beperkt aantal ondernemingen waarvan zij in de Raad van Bestuur zetelen. Hij noemt dit nog beter dan externe bestuurders. In zo'n context, waarin de bestuurders nauw bij de werking van het bedrijf betrokken zijn, is een kleine Raad van Bestuur wellicht voldoende. De kans is dan wel groot dat de controlefunctie van de Raad van Bestuur in het gedrang komt. Het lijkt aannemelijk dat de grootte van de onderneming bepalend is voor de omvang van

de Raad van Bestuur. Een meer genuanceerde veronderstelling is dat vooral het aantal grote aandeelhouders determinerend is.

3.3 Empirisch onderzoek naar de rol van interne en externe bestuurders

Er werden inmiddels al talrijke relaties vastgesteld tussen de samenstelling van de Raad van Bestuur (insiders versus outsiders) en de ondernemingsprestaties (BAYSINGER en BUTLER (1985), SCHELLENGER, WOOD en TASHAKORI (1989)). Centraal hierbij staat de vraag of externe bestuurders in een betere positie verkeren dan internen om het beleid van het management in het belang van de aandeelhouders te sturen. Weisbach (1988) gaat nog een stap verder door een onderscheid te maken tussen Raden van Bestuur waar externe bestuurders in de meerderheid zijn en Raden van Bestuur waar interne bestuurders domineren. Hij stelt vast dat de kans dat de topmanager ontslagen wordt omwille van slechte ondernemingsprestaties groter is naarmate er meer externen in de Raad van Bestuur zitten. Op de aandelenmarkt wordt de ontslagbeslissing in dit geval positief onthaald. Dit komt overeen met de stelling van Fama (1980) dat de opname van buitenstaanders de werking van de Raad van Bestuur als controlemechanisme ten goede komt. Het is evident dat ook een aantal andere factoren een rol spelen bij de ontslagbeslissing, zoals het al dan niet bestaan van een grote aandeelhouder en de macht van de schuldeisers.

Franks, Mayer en Renneboog (1996) vonden empirisch bewijs dat de samenstelling van de Raad van Bestuur frequenter wijzigt in slecht presterende ondernemingen in vergelijking met goed presterende ondernemingen. Deze vaststelling blijkt sterker te zijn voor Raden van Bestuur waarin relatief veel externe bestuurders zetelen. De kans dat men outsiders opneemt in de Raad van Bestuur neemt volgens Weisbach (1988) toe als de onderneming slecht presteert. De auteur geeft hiervoor twee verklaringen. Ten eerste worden de insiders verantwoordelijk geacht voor de slechte prestaties en stelt men zijn hoop op

nieuwe, externe bestuurders. Ten tweede wil men volgens Weisbach de controle op het management opvoeren door externe bestuurders aan te trekken, omdat men ervan uitgaat dat de slechte prestaties te wijten zijn aan slecht management.

Het relatieve belang van externen in de Raad van Bestuur is bij een aantal gebeurtenissen van belang. Uit een onderzoek van Byrd en Hickman (1992a) blijkt dat de aandelenkoers van een biedende onderneming meer positief reageert bij de bekendmaking van een overname wanneer minstens de helft van de bestuurders volledig onafhankelijke bestuurders zijn. Deze vaststelling is in overeenstemming met de hypothese dat dergelijke Raden van Bestuur meer selectief te werk gaan bij het zoeken naar overnamedoelwitten. Lee et al. (1992) rapporteren dat de belangen van de aandeelhouders beter behartigd worden bij een management buy out wanneer overwegend onafhankelijke bestuurders in de Raad van Bestuur zetelen. Een aantal onderzoekers gaan tenslotte nog verder en onderzoeken de verscheidenheid binnen de groep van externe bestuurders (DAILY en DALTON (1994), KESNER (1988) en KOSNIK (1990)).

In een studie van Dalton en Daily (1998) wordt specifiek de relatie onderzocht tussen de samenstelling van de Raad van Bestuur en de prestaties van het bedrijf. In totaal bespreekt men 159 studies van in totaal 40.160 bedrijven over een periode van meer dan veertig jaar. Men vergelijkt naargelang er boekhoudkundige of marktgebaseerde prestatie maatstaven gebruikt zijn. Om de samenstelling van de Raad van Bestuur te bepalen meet men de proporties van het aantal interne, externe, niet-uitvoerende en onafhankelijke bestuurders. Ook met andere invloeden wordt rekening gehouden, bijvoorbeeld met de grootte van de onderneming. Het resultaat van deze studie is dat er op geen enkele manier kan aangetoond worden dat er een relatie bestaat tussen de samenstelling van de Raad van Bestuur en de financiële prestaties van het bedrijf. Een verklaring voor deze bevindingen wordt door de auteurs niet gegeven. Ze denken wel dat ongeacht hun studie grote aanpassingen in de Raad van Bestuur, gebaseerd op de huidige onafhankelijkheidsrichtlijnen (cfr. proportie uitvoerende, niet-

uitvoerende en onafhankelijke bestuurders), waarschijnlijk geen positieve invloed zullen hebben op de financiële prestaties.

Rhoades, Rechner en Sundaramurthy (2000) hebben, op basis van een meta-analyse, onderzoek gedaan naar de impact van de samenstelling van de Raad van Bestuur, meer bepaald de invloed van externe bestuursleden, op de prestaties van het bedrijf. In het onderzoek werden 37 onafhankelijke steekproeven gebruikt die in totaal 7644 bedrijven vertegenwoordigden. Ook in deze studie werd naar invloeden gezocht die een mogelijke rol zouden kunnen spelen. Voorbeelden zijn hier : grootte van de onderneming, ondernemingstype, focus van de studie, controle maatstaf en prestatie maatstaf. Voor de prestatie maatstaven werden boekhoudkundige maatstaven (ROA, ROE, EPS en PM) en marktgebaseerde maatstaven (MV en MB) gebruikt. Wanneer er tussen de prestatie maatstaven een te grote intercorrelatie was, werden samengestelde maatstaven gebruikt. De studie zegt dat er gedeeltelijk voordelen zijn voor de organisatie wanneer het overgrote merendeel van de bestuursleden internen of externen zijn, dit geldt enkel wanneer internen worden beschouwd als huidige werknemers. De resultaten tonen ook aan dat er een kleine positieve relatie is tussen de enge definitie (nooit als werknemer in het bedrijf gewerkt hebben, ook niet als consultant, advocaat,...) van externe bestuursleden en de prestaties van het bedrijf. Een ander besluit dat getrokken kan worden is dus dat de definitie die gebruikt wordt voor internen of externen een matigende invloed heeft op de relaties tussen samenstelling van Raad van Bestuur en prestaties van het bedrijf. Wat de prestatie maatstaven betreft kan gesteld worden dat ook deze een matigende invloed uitoefenen op de relatie bestuurssamenstelling en bedrijfsprestaties. Wat de boekhoudmaatstaven betreft geeft alleen de ROE, en wat de marktgebaseerde maatstaven betreft geeft alleen de market-to-bookvalue consistente relaties aan tussen studies. Tenslotte toont het onderzoek ook aan dat er een interactie effect is tussen de interne/externe bestuurders ratio's en de verschillende prestatie maatstaven.

Volgens een studie van Dehaene, De Vuyst en Ooghe (2001) over de samenstelling van de Raad van Bestuur en de gevolgen hiervan op de prestaties van Belgische ondernemingen bestaat de Raad van Bestuur gemiddeld uit 8,36 bestuursleden, waarvan gemiddeld 2,78 interne bestuurders en 5,59 externe bestuurders. Toch moet men opletten voor grote verschillen tussen de minima en de maxima aan leden in de Raad van Bestuur. Wel is het weer duidelijk dat er toch veel belang wordt gehecht aan externe bestuursleden. Het belang van externe bestuurders is volgens deze studie enkel positief gerelateerd aan de grootte van de onderneming. Wanneer de resultaten bekeken worden, wordt vastgesteld dat alleen het aantal externe bestuurders een significante positieve invloed heeft op de ROE van de betreffende onderneming. Hoe meer externe bestuurders er zijn, hoe beter de ROE van de onderneming. Op de ROA heeft het aantal externe bestuurders geen specifieke invloed. Het aantal bestuursleden blijkt geen invloed te hebben op de prestaties van de onderneming.

Het is duidelijk dat de thematiek van (al dan niet onafhankelijke) externe bestuurders nog heel wat opportuniteiten voor toekomstig onderzoek inhoudt omdat er geen duidelijkheid is in de verschillende studies.

3.4 De rollen van de Raad van Bestuur

In deze paragraaf worden de rollen en de bijhorende theorieën besproken die de Raad van Bestuur kan aannemen.

De agency theorie is de meest gekende en meest onderzochte theorie en volgens Hillman et al. (2000) is de taak van de Raad van Bestuur in deze theorie louter van controlerende aard. Hendrix, Van Gils en Voordeckers (2002) analyseren de functies van de Raad van Bestuur en verwijzen naar Johnson, Daily en Ellstrand (1996) die stellen dat er, naast deze controlefunctie, nog twee functies te onderscheiden zijn voor dit orgaan, namelijk de servicefunctie en de resource

dependence functie. Hung (1998) heeft het echter over 6 grote rollen van een Raad van Bestuur: controlerende rol, verbindende rol, coördinerende rol, strategische rol, behoudende rol en de ondersteunende rol. Deze rollen zijn consistent met en reflecteren zich in verschillende theorieën. Deze zijn respectievelijk: agency theorie, resource dependency theorie, stakeholder theorie, stewardship theorie, institutional theorie en de managerial hegemony. De agency theorie is in paragraaf 2.2 reeds besproken, de andere theorieën en rollen worden hieronder kort toegelicht.

De resource dependency theorie is gebaseerd op omstandigheden die buiten de onderneming zelf liggen. Deze theorie gaat er volgens Hung (1998) van uit dat ondernemingen afhankelijk zijn van elkaar om toegang te krijgen tot waardevolle bronnen zoals kapitaal en grondstoffen. Die afhankelijkheid ontstaat doordat bestuurders connecties opbouwen met andere ondernemingen. Door deze wederzijdse afhankelijkheid zijn ondernemingen genoodzaakt verbintenissen aan te gaan om die wederzijdse relatie in stand te houden. De Raad van Bestuur moet dus een verbindende rol vervullen en een aantal linken leggen in het complexe geheel van relaties tussen verschillende bedrijven. Een mogelijke connectie kan ontstaan wanneer een bepaalde persoon deel uitmaakt van de Raad van Bestuur van twee ondernemingen. Hierdoor krijgen beide bedrijven toegang tot informatie in verband met hun financiering en productie, waardoor de mogelijkheid kan ontstaan dat de vereiste bronnen worden aangewend op een manier die voordelig is voor beide organisaties. De Raad van Bestuur is volgens deze theorie een uitstekend mechanisme om externe relaties te onderhouden en uit te bouwen, om de onzekerheid ten opzichte van de omgeving te reduceren en om de transactiekosten gekoppeld aan de onderlinge afhankelijkheid tussen bedrijven te verminderen (HILLMAN et al. (2000)).

De stakeholder theorie houdt volgens Jensen (2001) in dat managers beslissingen moeten nemen die rekening houden met de belangen van alle belanghebbenden van een onderneming. Dit zijn niet alleen de aandeelhouders maar ook de

werknemers, leveranciers, klanten, overheidsinstellingen,.... Verondersteld wordt dat managers bij elke beslissing moeten trachten om ieders belang te optimaliseren. Dit is echter moeilijk te verwezenlijken in de praktijk, elke stakeholder heeft immers zijn eigen wensen en het is meestal onmogelijk om alle belangen tegelijkertijd te verdedigen. Vaak zal er een afweging moeten worden gemaakt waardoor uiteindelijk sommige groepen toch nadelen oplopen ten opzichte van andere. Volgens Hung (1998) moeten de doelstellingen van een onderneming bereikt worden door de ideale balans te vinden tussen de tegenstrijdige wensen van de verschillende stakeholders. De stakeholder theorie verwacht dus eigenlijk dat de Raad van Bestuur als het ware onderhandelt met de belanghebbenden en een compromis zoekt dat aansluit bij de doelstellingen van het bedrijf. De Raad van Bestuur heeft in die zin een coördinerende functie omdat die ervoor moet zorgen dat alle belangen min of meer in dezelfde richting worden afgestemd.

De stewardship theorie veronderstelt dat managers het als hun innerlijke plicht beschouwen om hun werk goed te doen. Ze hebben als het ware geen motivatieprobleem en ervaren grote moeilijkheden wanneer de belangen van de onderneming en van de eigenaars niet met elkaar overeenstemmen (HUNG (1998)). Deze theorie is volgens Davis et al. (1997) oorspronkelijk ontworpen om situaties te bestuderen waarbij managers gemotiveerd zijn om als steward te functioneren ten voordele van de belanghebbenden. Een manager zal volgens deze theorie kiezen voor het collectief handelen en zijn eigen belangen niet op de eerste plaats stellen. De stewardship theorie veronderstelt immers een sterke relatie tussen het succes van de organisatie en de voldoening van de manager. Omwille van deze relatie tracht de manager de aandeelhouderswaarde te beschermen en te maximaliseren, zodat hij uiteindelijk zijn eigen nutsfunctie verhoogt. Daardoor is volgens Hung (1998) controle door de Raad van Bestuur slechts in beperkte mate nodig en vervult die in feite alleen een strategische rol. Hij is van mening dat de hoofdrol van de Raad van Bestuur voor het grootste deel bestaat uit het streven naar goede en efficiënte bedrijfsresultaten. Turnbull (1997)

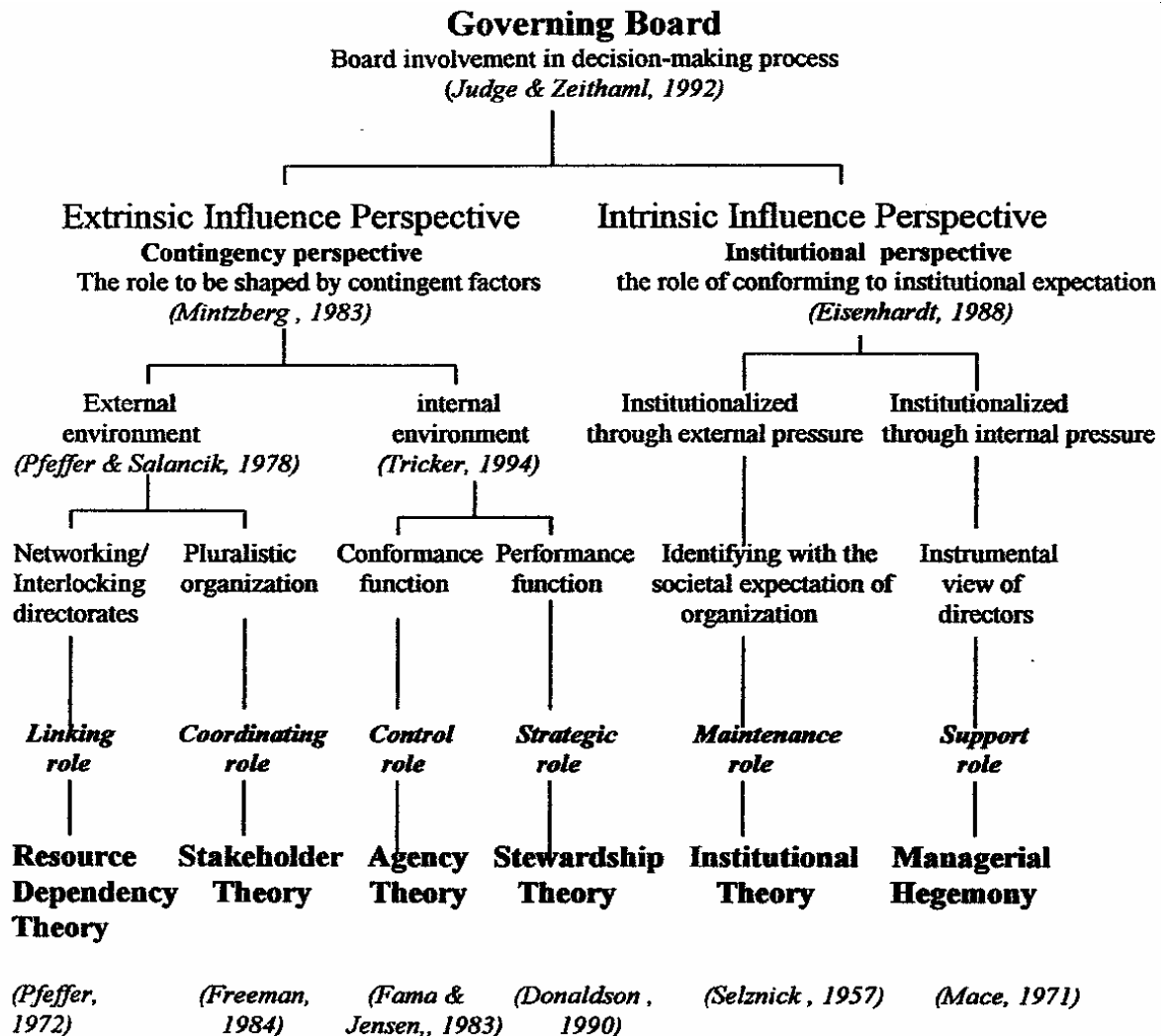
maakt de opmerking dat de stewardship theorie eerder cultuurgebonden is. Zo zal een zogenaamde steward eerder in Japan opduiken dan in het Westerse bedrijfsleven. Persoonlijk falen wordt in de Japanse cultuur als een beschamend feit ervaren en daardoor zullen Japanse managers het als een innerlijke plicht beschouwen om te handelen in het belang van het bedrijf en dus ook van de aandeelhouders.

Volgens de institutional theorie wordt de Raad van Bestuur door externe druk beperkt en gelimiteerd op het gebied van het bestuur van de onderneming (HUNG (1998)). De theorie verwacht in feite niets meer dan dat de organisatie status quo blijft en stabiliteit verkiest boven strategische innovatie. De nadruk van de institutional theorie ligt op het begrijpen en analyseren van de externe omgeving, die de organisatie als het ware indoctrineert met als doel de bestaande situatie te behouden. De Raad van Bestuur vervult in feite alleen een behoudende rol en beperkt de controle van de werknemers tot een louter symbolische functie. De eigenlijke controle van die werknemers gebeurt door middel van sociale regels. Veel criticasters hebben deze theorie verweten te sociaal gericht te zijn en economisch gezien onrealistisch.

De laatste theorie is de managerial hegemony dat staat voor het overwicht van de managers ten opzichte van het bestuur van een onderneming. Managerial hegemony houdt in dat de Raad van Bestuur zich weinig inlaat met strategische beslissingen omdat die worden gedomineerd door managers en op voorhand eigenlijk reeds vaststaan. Voorstanders van deze theorie zijn van mening dat het een universele regel is dat de Raad van Bestuur zich niet hoeft met strategische beslissingen en dat ze enkel een ondersteunende rol moeten vervullen. Managers geven ook dikwijls niet voldoende informatie aan de Raad van Bestuur waardoor die geen belangrijke invloed kan uitoefenen bij het nemen van strategische beslissingen (HUNG (1998)).

De verschillende soorten theorieën en hun kenmerken worden in figuur 1 schematisch voorgesteld:

Figuur 1. Overzicht van de theorieën gerelateerd aan de functies van de Raad van Bestuur.



Bron: Humphry Hung (1998)

Volgens de Belgische Corporate Governance Code (Code Lippens) heeft de Raad van Bestuur een dubbele rol: ondernemerschap steunen (entrepreneurial role) en voor een doeltreffend toezicht en controle zorgen (control role). Om in staat te zijn deze rol van behoeder van het vennootschapsbelang te vervullen, is het daarom

belangrijk dat de Raad van Bestuur bestaat uit zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders, met inbegrip van onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders. Alle bestuurders dienen blijk te geven van een onafhankelijk oordeel en van objectiviteit in de besluitvorming, maar de onafhankelijke bestuurders spelen in dit verband een cruciale rol. De Raad van Bestuur ziet toe op het accurate en volledige karakter van de Corporate Governance in het bedrijf (www.commissiecorporategovernance.be). In paragraaf 2.5 kan u meer vinden over deze Belgische Corporate Governance Code of Code Lippens. In dit hoofdstuk werd uitgebreid uitgelegd welke bestuurders er bestaan en wat hun nut is in een Raad van Bestuur.

3.5 Besluit

Het toezicht op het management door de Raad van Bestuur is ten dele een oplossing voor het agency probleem tussen aandeelhouders en managers. Het doel van hoofdstuk 3 was een antwoord te formuleren op de vraag hoe een Raad van Bestuur het best wordt samengesteld om haar controlefunctie te vervullen. Daarom werden de definities van de verschillende soorten bestuurders besproken. Het is duidelijk dat de wetenschappelijke literatuur vaak tegenstrijdige aanknopingspunten bevat. De manier waarop de Raad van Bestuur is samengesteld, verschilt van onderneming tot onderneming. In de eerste plaats zijn er verschillen in het relatief belang van externe bestuurders (outsiders) en interne of actieve bestuurders (insiders). Interne bestuurders zetten zich permanent in binnen de onderneming. Zij zijn van nabij bij het dagelijks beleid betrokken en kunnen hierover nuttige toelichting geven. Hun opname in de Raad van Bestuur kan andere bestuurders ook beter in staat stellen hen te beoordelen om later eventueel de gedelegeerd bestuurder op te volgen. Het nadeel van een Raad van Bestuur die door internen wordt gedomineerd, is dat daardoor de controlefunctie van de Raad van Bestuur in het gedrang komt. Daarom is het nuttig één of meer externe bestuurders in de Raad van Bestuur op te nemen. Dit zijn bestuurders die naast hun bestuursmandaat geen actieve rol binnen de onderneming vervullen. In

de academische wereld krijgen we geen overtuigend antwoord op de vraag of het opnemen van outsiders in de Raad van Bestuur leidt tot betere ondernemingsprestaties. De verwarring hangt samen met wat men onder 'externe bestuurder' verstaat. Onder de definitie die in deze scriptie wordt gebruikt, vallen ook outsiders die in zekere zin in relatie staan tot het management (familieleden, kennissen, banken...) en dus niet echt onafhankelijk zijn in de strikte zin van het woord. Enkel de opname van volledig onafhankelijke bestuurders zou de waarde van de onderneming voor de aandeelhouders verhogen. Er moeten bovendien een aantal voorwaarden zijn voldaan opdat (al dan niet onafhankelijke) externe bestuurders een impact zouden hebben op de ondernemingsprestaties: regelmatige contacten tussen outsider-bestuurders en insider-managers, degelijke informatieverstrekking en een objectieve aanwijzingsprocedure voor externen. Het optimum bestaat wellicht uit gemengde Raden van Bestuur, waarin zowel interne als externe bestuurders zetelen. Tenslotte is er een grote verscheidenheid in het aantal leden van de Raad van Bestuur. De grootte van de onderneming en het aantal grote aandeelhouders zijn wellicht bepalend voor het aantal bestuurders. Er zou ook een verband bestaan tussen de grootte van de Raad van Bestuur en de ondernemingsprestaties. Een kleine Raad van Bestuur zou immers vlotter functioneren en minder te manipuleren zijn door de gedelegeerd bestuurder. Buiten de controlefunctie kan de Raad van Bestuur ook nog andere rollen hebben. De verschillende soorten rollen werden in dit hoofdstuk beschreven.

Hoofdstuk 4 Bestuurders met veel bestuursmandaten

4.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt in het kort het praktijkprobleem verder besproken aan de hand van enkele studies die reeds eerder een soortgelijk probleem onderzochten. In de paragraaf 4.2 wordt per studie besproken wat de onderzoekers hebben gevonden en hoe ze tot dat besluit zijn gekomen. Maar in deze paragraaf gaan we het praktijkprobleem nog even verder toelichten aan de hand van een aantal bevindingen van een reeks auteurs die handelen over de bestuurders en hun mandaten.

Een externe bestuurder heeft een engagement aangegaan om zijn taak als bestuurder zo degelijk mogelijk uit te voeren. Deze zorgplicht houdt in dat de bestuurder zich engageert om de nodige aandacht te besteden aan de adequate opvolging van het beleid van de onderneming. In de eerste plaats betekent deze zorgplicht dat tegenover de rechten van de bestuurders (namelijk correcte informatievergaring en voorlichting door de directie) plichten staan van minimale zorg en competentie in het vervullen van hun opdrachten. Wat de norm van minimale zorg betreft, moet het maximale aantal bestuursmandaten dat een persoon kan cumuleren beperkt worden. In een aantal landen bestaan hieromtrent wettelijke normen, zoals in Frankrijk en Duitsland: niemand kan lid zijn van meer dan 8 Raden van Bestuur (CHARKHAM (1995)). De Belgische Corporate Governance Code (Code Lippens) meldt dat bestuurders niet meer dan vijf bestuursmandaten in beursgenoteerde vennootschappen kunnen nemen. Belangrijker dan een uniforme limiet is evenwel de interne controle op aanwezigheid, op het tijdsengagement en de graad van competentie van de bestuurders in elke specifieke onderneming. Het benoemings- en selectiecomité moet hierop toezien, maar de bestuurders moeten ook over de integriteit beschikken om aan zelfevaluatie te doen. Amerikaanse organisaties zoals de

National Association of Corporate Directors (NACD, 1996) en de Council for Institutional Investors (CII, 2003) hebben richtlijnen goedgekeurd om het aantal bestuursmandaten te limiteren voor bestuurders van beursgenoteerde bedrijven. Het Council for Institutional Investors stelt dat bestuurders niet meer dan 2 mandaten mogen hebben. Ook gespecialiseerde bedrijven in corporate governance (zoals ISS, Institutional Shareholder Services) adviseren de Raad van Bestuur om geen externe bestuurders te benoemen die meer dan 6 bestuursmandaten hebben (ISS, 2007). In studies (o.a. Core et al. (1999), Ferris et al. (2003) en Fich en Shivdasani (2006)) worden drie of meer bestuursmandaten als (te) veel beschouwd. Core et al. (1999) maakt daarin echter nog het onderscheid of de externe bestuurder werkt of niet. Een gepensioneerde bestuurder heeft te veel mandaten indien hij er 6 of meer heeft, voor een werkende bestuurder geldt dit vanaf 3 mandaten.

Uit een onderzoek van Lorsch en MacIver (1989) blijkt dat: (a) de kwaliteit van het top management team; (b) de opportuniteit om te leren; (c) de uitdagingen als een bestuurder en (d) het prestige van het bedrijf de meest belangrijke redenen zijn om toe te treden tot een Raad van Bestuur van een bedrijf. Een bestuurder heeft te maken met voor- en nadelen als het een extern mandaat opneemt. De nadelen zijn o.a. het leveren van extra inspanningen en de verplichtingen die samen hangen met het bestuurder zijn (BOOTH en DELI (1996)). De voordelen zijn o.a. de compensatie voor het mandaat (YERMACK (2004)) en niet-financiële voordelen zoals prestige, sociale status, macht en invloed (USEEM en KARABEL (1986)). Volgens Fama en Jensen (1983) is de reputatie die het mandaat van externe bestuurder met zich meebrengt een belangrijke prikkel (**incentive**) voor externe bestuurders omdat ze zich zo meer en beter kunnen profileren als een deskundige bestuurder. Ook Mace (1986) suggereerde dat externe bestuursmandaten waardevol zijn omdat daardoor de bestuurders prestige, bekendheid en commerciële contacten verwerven.

Beasley (1996) schrijft dat de kans op het begaan van fraude positief gerelateerd is aan het gemiddelde aantal bestuursmandaten van externe bestuurders. Volgens Core, Holthausen en Larcker (1999) geven bestuurders met te veel bestuursmandaten (**busy directors**) veel te hoge compensaties aan de CEO, wat leidt tot slechtere resultaten voor het bedrijf. Deze compensaties zijn hoger omdat de bestuurders de CEO tevreden willen houden. Door het aantal mandaten hebben de bestuurders minder tijd om aan de vergaderingen deel te nemen en proberen door de compensaties hun mandaat te houden. Hillman et al. (2000) zijn van mening dat een bestuurder die in meerdere ondernemingen tot de Raad van Bestuur behoort, kan zorgen voor een vermindering van de transactiekosten tussen de bedrijven. Hij is namelijk in staat om over informatie te beschikken over ondermeer bepaalde prijzen en personeel. Daarenboven kan hij invloed uitoefenen op de voorgestelde regelgeving, waaruit uiteindelijk een concurrentievoordeel kan voortvloeien. Ferris, Jagannathan en Pritchard (2003) daarentegen vinden geen relatie tussen het gemiddelde aantal bestuursmandaten van externe bestuurders en de market-to-book ratio (aandelenkoers gedeeld door de boekwaarde per aandeel) van het bedrijf.

4.2 Literatuurstudie

In de hiernavolgende tekst beschrijven we in het kort 5 studies die nauw aansluiten met het onderwerp van deze thesis en het onderzoek dat in het volgende hoofdstuk wordt gevoerd. De studies die we gaan bespreken worden in tabel 1 eerst samengevat zodat het duidelijk wordt hoe en waarover ze de studie hebben gevoerd.

Tabel 1. Overzicht van studies over bestuurders met meerdere bestuursmandaten.

Studie	Jaar van de Steekproef	Steekproef	Onderwerp van De studie	Belangrijkste bevindingen
Harris en Shimizu (2004)	1981-1989	143 Amerikaanse Bedrijven uit de Top 100 deals in Mergers & Acquisitions magazine	Meerdere bestuursmandaten en prestaties bij acquisitie	Raden van Bestuur met bestuurders met meerdere bestuursmandaten zijn bekwaam om goede beslissingen te nemen i.v.m. een acquisitie.
Conyon en Muldoon (2006)	USA: februari 2003, UK: maart 2002, Duitsland: december 2001 of 2002.	6.323 bedrijven uit de USA, de UK en Duitsland die samen 37.618 bestuurders tellen.	Het belang van grafieken om Raden van Bestuur te begrijpen. Vooral het 'small world' fenomeen.	Het random graph model is opvallend goed om de structuur van de Raad van Bestuur en de verworvenheid uit te drukken. Er is een positieve correlatie : bestuurders met meerdere mandaten blijken een bestuursmandaat te hebben in een bedrijf waar ook bestuurders zetelen die in meerdere Raden van Bestuur zitten.
Kiel en Nicholson (2006)	2003	1250 Australische beurs - genoteerde bedrijven	Hebben meerdere bestuursmandaten een effect op de prestaties van bedrijven?	Er blijkt geen verband te bestaan tussen meerdere bestuursmandaten en de resultaten van het bedrijf. Men moet de Raad van Bestuur in zijn geheel zien en de bestuurders evalueren.
Fich en Shivdasani (2006)	1989-1995	508 industriële bedrijven uit de Forbes 500 lijst die 3.366 bestuurders tellen.	De waarde van ondernemingen indien in de Raad van Bestuur een meerderheid van bestuurders met te veel bestuursmandaten zetelen.	De auteurs vinden dat bedrijven met een meerderheid van te drukke externe bestuurders lagere market-to-book ratio's vertonen.
Conyon en Read (2006)	/	/	Een theoretisch model over het optimale aantal mandaten van een bestuurder, zowel voor het bedrijf als voor de bestuurder.	Uit het model blijkt dat bestuurders voor meer externe mandaten kiezen dan optimaal is voor het eigen bedrijf. Maar er zijn voordelen die zouden kunnen opwegen tegen de opportuniteitskost van het accepteren van een extern mandaat.

Harris en Shimizu (2004) onderzoeken in hun studie wat de impact is van bestuurders met te veel bestuursmandaten (**overboarded directors**) in belangrijke strategische beslissingen zoals grote overnames. Ze bestudeerden 110 bedrijven met in totaal 1691 bestuurders. Ze kwamen tot de conclusie dat er een positieve relatie is tussen de proportie van bestuurders met te veel mandaten en abnormale returns. Verder stellen zij dat deze bestuurders geen nadelige impact maar een gunstig effect hebben op belangrijke strategische beslissingen. Deze resultaten spreken het idee tegen dat meerdere bestuursmandaten iemands capaciteit bedreigen om zijn/haar verplichtingen te vervullen. Het klinkt logisch dat bestuurders met meerdere bestuursmandaten verplicht worden om uitwisselingen te doen omdat ze tijdsbeperkingen en activiteitsconflicten hebben (KANFER en ACKERMAN (1989)). Nochtans wijst dit onderzoek erop dat deze drukke bestuurders toch besturen zoals het vereist is. Het kan zijn dat zij zich baseren op hun ervaringen van andere bestuursmandaten en meer efficiënte beslissingen nemen. Zij herkennen modellen en problemen die reeds eerder voorkwamen in andere bedrijven. Zo'n kennis maakt het makkelijker om sneller te leren en de voorbereidingstijd te reduceren. Bestuurders met meerdere bestuursmandaten dragen bij tot het bedrijf door goed gefundeerde informatie te leveren. De selectie van externe bestuurders voor hun onafhankelijkheid is niet zo belangrijk als het totaal aan kennis dat een bestuurder die zetelt in meerdere Raden van Bestuur met zich meebrengt. Investeerders moeten geen schrik hebben van drukke bestuurders, een goede mix van bestuurders (intern en extern) is veel belangrijker. Deze studie stelt dat bestuurders met meerdere mandaten wel degelijk een voordeel zijn voor een bedrijf. Dit is in tegenstelling met de richtlijnen van de NACD (1996). Externe bestuurders met meerdere mandaten worden verweten dat ze vergaderingen missen en dat ze onvoldoende zijn voorbereid, maar hun ervaring en kennis is een veel belangrijker voordeel. Volgens Harris en Shimizu moet men eerder kijken naar board decision making dan naar board monitoring.

Waarom laten bedrijven hun bestuurders toe om andere externe bestuursmandaten op te nemen, terwijl dat managementtalent zeldzaam is? In het artikel

van Conyon en Read (2006) proberen ze dit vraagstuk in een theoretisch model te gieten. Het model toont de effecten van een bestuurder die een extern mandaat aanvaardt. De analyse is gebaseerd op de economische kosten en opbrengsten voor zowel het bedrijf als voor de bestuurder of CEO die het mandaat opneemt. CEO's willen tijd spenderen aan een extra mandaat vermits dit niet-financiële voordelen zoals prestige, macht, status,... met zich meebrengt. In het model wordt verder rekening gehouden met de opportuniteitskost van de tijd die de bestuurder spendeert aan de andere mandaten en zo geen tijd spendeert aan het eigen bedrijf. Het model geeft weer wat optimaal is voor de bestuurder en voor het bedrijf om te komen tot het juiste aantal externe bestuursmandaten. Uit het model blijkt dat bestuurders voor meer externe mandaten kiezen dan optimaal is voor het eigen bedrijf. Het blijkt echter ook dat het aanvaarden van een extern mandaat consistent kan zijn met de belangen van de aandeelhouders en een voordelig en efficiënt kenmerk is van de arbeidsmarkt voor managers. Dit komt omdat de bestuurder aan bekwaamheid, kennis en ervaring wint door dat extra mandaat en dit kan gebruiken in zijn eigen bedrijf. Deze voordelen zouden kunnen opwegen tegen de opportuniteitskost van het accepteren van een extern mandaat. Het model volgt dus niet helemaal de richtlijnen om het aantal mandaten van bestuurders te limiteren.

In het artikel van Fich en Shivdasani (2006) wordt een Raad van Bestuur met een meerderheid van bestuurders met te veel bestuursmandaten (**busy directors**) als uitgangspunt genomen. Men gaat de waarde van de ondernemingen na indien er zo een Raad van Bestuur (**busy board**) is. Om de waarde van de ondernemingen te meten, wordt er gebruik gemaakt van de market-to-book ratio, onder meer om de resultaten te kunnen vergelijken met andere studies, en bijkomstige testen om eventuele verschillen te verduidelijken. Ook de winstgevendheid van de ondernemingen wordt getest aan de hand van de ROA, de ROS (Return on Sales) en de verhouding van sales/assets. De steekproef bestaat uit 3.366 observaties in 508 industriële bedrijven in de 7-jarige periode tussen 1989 en 1995. In dit onderzoek hebben de 2.314 externe bestuurders gemiddeld 3,11 bestuurs-

mandaten. Men spreekt hier over bestuurders met te veel bestuursmandaten in het geval dat ze in drie of meer Raden van Bestuur zetelen. Dit aantal is consistent met het aantal mandaten in andere studies (zie inleiding). Men spreekt van een drukke Raad van Bestuur (**busy board**) indien 50% of meer van de externe bestuurders drie of meer mandaten heeft. Men neemt dus niet gewoon het gemiddeld aantal mandaten van de externe bestuurders. De auteurs vonden dat bedrijven met een meerderheid van te drukke externe bestuurders lagere market-to-book ratio's vertonen. Ook vertonen deze bedrijven lagere ROA's, lagere asset turnover ratio's en lagere return on sales. Zij melden evenwel dat er ook voordelen zijn aan bestuurders met meerdere mandaten. Externe bestuurders in bedrijven met goede resultaten blijken meer mandaten te hebben, dit is consistent met het idee dat goed presterende bestuurders beloond worden in de markt voor bestuursmandaten. Hier tegenover staat dan weer een kost voor het houden van meerdere mandaten namelijk dat ze minder effectief worden en dit effect wordt belangrijk als de meerderheid van de externe bestuurders te veel bestuursmandaten heeft. De schrijvers van het artikel concluderen dat Raden van Bestuur met vooral externe bestuurders met meerdere mandaten waarschijnlijk een afname ervaren in hun kwaliteit van de corporate governance. Zij zijn geneigd om sommige bedrijven aan te raden minder te vertrouwen op externe bestuurders die zetelen in meerdere Raden van Bestuur.

Kiel en Nicholson (2006) gaan in hun studie na of meerdere bestuursmandaten een effect hebben op de prestaties van bedrijven. Dit onderzoek is enkel gericht op de Australische beursgenoteerde bedrijven. De auteurs zijn van mening dat de individuele bestuurders verschillende rollen spelen in de Raad van Bestuur en een hoofdrol voor sommige bestuurders kan juist de relatie zijn met andere Raden van Bestuur. Wel moet de Raad van Bestuur en de bestuurders er voor zorgen dat ze een goede bijdrage leveren en dat de bestuurders niet te veel bestuursmandaten opnemen. Men moet namelijk de Raad van Bestuur in zijn geheel zien en de bestuurders evalueren. Raden van Bestuur hebben een mechanisme om te waken over de prestaties van de bestuurders door regelmatig betekenisvolle en

nauwkeurige evaluaties uit te voeren (KIEL et al. (2005)). Uit het onderzoek blijkt ook dat er in de beursgenoteerde bedrijven van Australië weinig bestuurders zijn met meerdere bestuursmandaten en indien ze er toch meerdere hebben, de bedrijven waarin ze zetelen tot dezelfde groep behoren. Er blijkt ook geen verband te bestaan tussen meerdere bestuursmandaten en de resultaten van het bedrijf. De auteurs vinden dat het aantal bestuursmandaten dat een bestuurder kan hebben voorzichtig moet worden onderzocht, zodat richtlijnen en aanbevelingen de realiteit weergeven. Zo dienen investeerders meerdere bestuursmandaten niet als een bedreiging te zien, zij kunnen namelijk een meerwaarde zijn voor een bedrijf. Kiel en Nicholson zeggen dat er drie grote gebreken zijn in een beleid dat het aantal bestuursmandaten aan banden legt. Ten eerste gaat het over een verkeerde analyse. Ten tweede, het negeert academisch onderzoek dat verbanden zoekt tussen het houden van meerdere bestuursmandaten en goede prestaties. En als laatste verwaarloost het verschillende voordelen van meerdere bestuursmandaten zoals de verspreiding van kennis. Een belangrijke manier waarop Raden van Bestuur de heisa over het aantal bestuursmandaten kan bedaren is om regelmatig de Raad van Bestuur en de individuele bestuurders te evalueren. Deze evaluaties garanderen dat de Raad van Bestuur en zijn bestuurders in staat zijn om hun verwachte taken uit te voeren en ze helpen hun met het promoten van de corporate governance.

In de studie van Conyon en Muldoon (2006) presenteren de auteurs een random graph model om de structuur van het sociale netwerk van Raden van Bestuur uit te leggen. Zij hebben de condities onderzocht wanneer het sociaal netwerk van bestuurders beschreven kan worden als een 'small-world' en hoe 'small' deze wereld is. Hun resultaten tonen dat het random graph model opvallend goed is om de structuur van de Raden van Bestuur en de verworvenheid in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Duitsland uit te drukken. Kenmerken van de small-world zijn clustering en 'short-pads' maar deze komen niet meer voor in het random graph model dan bij willekeurige modellen. Hieruit blijkt dat het sociaal netwerk van corporate governance niet meer systematische structuur en geen

sterkere trend richting 'smallness' vertoont dan een willekeurige structuur. Samengevat kan men stellen dat Raden van Bestuur, voornamelijk in de Verenigde Staten, niet meer samenhangen dan verwacht. Een uitzondering hierop is een gedetailleerde vergelijking van werkelijke en voorspelde verspreidingen van 'board interlocks'. Daar is sprake van een positieve correlatie: bestuurders die in meerdere Raden van Bestuur zetelen blijken een bestuursmandaat te hebben in het bedrijf waar ook bestuurders zetelen die in meerdere Raden van Bestuur zitten. Bestuurders waarvan de diensten veel gevraagd worden, zetelen in Raden van Bestuur met soortgelijke bestuurders. Deze resultaten kunnen helpen om de distributie van board interlocks te verklaren.

4.3 Besluit

De resultaten van de meeste onderzoeken in dit verband zijn gelijk. Namelijk dat er geen negatief verband is tussen het aantal externe bestuurders met meerdere bestuursmandaten en de resultaten van het bedrijf. (Ferris en Jagannathan (2001), Ferris et al. (2003), Harris en Shimizu (2004) en Kiel en Nicholson (2006)). Een implicatie voor de Raden van Bestuur is dat het aantal bestuursmandaten gehouden door hun bestuurders niet wil zeggen dat ze al hun verplichtingen niet kunnen nakomen. Zo zeggen Harris en Shimizu (2004): " busy directors are busy for good reason – they are good contributors ".

Hoofdstuk 5 Praktijkonderzoek

5.1 Inleiding

In hoofdstuk 5 wordt concreet nagegaan in welke mate externe bestuurders met meerdere bestuursmandaten een invloed hebben op de prestaties van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. In het eerste deel van dit hoofdstuk wordt besproken hoe het empirisch onderzoek betreffende de waarde van externe bestuurders met meerdere bestuursmandaten is opgebouwd. Eerst wordt er aandacht geschonken aan de methode van informatievergaring. Vervolgens worden in paragraaf 5.2 de hypothesen geformuleerd en in paragraaf 5.3 wordt besproken welke gegevens zijn opgenomen in de databank en welke onafhankelijke en afhankelijke variabelen onderzocht worden. In paragraaf 5.4 kan u dan de empirische resultaten van dit onderzoek en hun interpretatie terugvinden. In paragraaf 5.4 wordt eveneens uitgelegd hoe de gegevens verwerkt worden met het statistisch programma SPSS 13.0. Tenslotte worden in paragraaf 5.5 de voornaamste bevindingen nog eens samengevat en wordt er een conclusie omtrent de verkregen resultaten geformuleerd.

Omdat een onderzoek verschillende vormen kan aannemen, wordt hierna in het kort even toegelicht welke soorten onderzoek er bestaan en van welke soort(en) we in deze thesis gebruik gaan maken. In deze thesis kan gesproken worden over een theoriegericht onderzoek (ZIKMUND (2000)), ook wel wetenschappelijk of fundamenteel onderzoek genoemd. Het doel van dit soort onderzoek is de kennis te vergroten die veralgemeenbaar is en die geldt voor meerdere gevallen en/of situaties. Met andere woorden wil dit soort onderzoek hypothesen en theorieën opbouwen en eventueel fenomenen beschrijven, verklaren en voorspellen. Voor het onderzoek in deze thesis houdt dit concreet in dat er nagestreefd wordt meer te weten te komen over externe bestuurders in het algemeen, maar nog belangrijker wordt getracht na te gaan of de vooropgestelde theorie al dan niet

gegrond is voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen. In een laatste stap wordt getracht verklaringen te vinden voor de gevonden resultaten.

Er zullen vier soorten theoriegericht onderzoek gebruikt worden om tot het gewenste eindresultaat te komen. Het exploratief, het descriptief, het verklarend en het hypothesetoetsend onderzoek (SAUNDERS et al. (2003)).

Het exploratief onderzoek heeft allereerst tot doel het thema, externe bestuurders met meerdere bestuursmandaten, te verkennen en om nieuwe inzichten te verwerven, op basis waarvan variabelen, relevante vragen en hypothesen worden geïdentificeerd. Literatuuronderzoek is hier zeer geschikt voor. Dit literatuuronderzoek kan men uitgebreid terug vinden in de vorige hoofdstukken.

In het descriptief onderzoek zal er een beschrijving van de populatie – Belgische beursgenoteerde ondernemingen in 2005 – gemaakt worden en zullen de afhankelijke en onafhankelijke variabelen gekozen worden (paragraaf 5.3).

Het verklarend onderzoek zal de relaties tussen variabelen vast leggen en hiervoor trachten een verklaring te vinden.

In het hypothesetoetsend onderzoek ten slotte worden nauwkeurig vooropgestelde hypothesen aan de feiten getoetst met als bedoeling die te aanvaarden of te verwerpen. Zulke hypothesen bestaan meestal uit een complex en samenhangend geheel van relaties tussen variabelen, die in het exploratief onderzoek naar boven komen. De hypothesen worden opgesteld in paragraaf 5.2 en deze hypothesen worden getoetst in paragraaf 5.4.

Er dient echter opgemerkt te worden dat deze verschillende soorten onderzoek niet noodzakelijk als één deel bij elkaar staan, maar dat er verschillende keren doorheen de tekst gebruik kan van gemaakt worden.

5.2 Formulering van hypothesen

Het literatuuronderzoek in de voorgaande hoofdstukken en het bepalen van de variabelen in de volgende paragraaf vormen samen met deze paragraaf de inleiding voor het eigenlijke praktijkonderzoek. In deze paragraaf gaan we een aantal hypothesen opstellen die in paragraaf 5.4 onderzocht zullen worden in het feitelijke empirisch onderzoek. Uit dat onderzoek proberen we een antwoord te zoeken op de centrale onderzoeksvraag. Alvorens elke hypothese op te stellen, wordt eerst een korte situatieschets gegeven om de achtergrond van de stelling te verduidelijken. De hypothesen worden samengesteld aan de hand van vermoedens dat de variabelen met elkaar in verband staan volgens een aantal relaties. De hypothesen zullen opgebouwd zijn rond de samenstelling van de Raad van Bestuur, het aantal mandaten van de bestuurders en de prestaties van de ondernemingen. Deze hypothesen zullen vervolgens getoetst worden op een steekproef van Belgische beursgenoteerde bedrijven in paragraaf 5.4.4. Het toetsen van deze hypothesen zal gebeuren met behulp van het statistische computerprogramma SPSS.

In de volgende hypothesen wordt de rentabiliteit en de Tobin's q-ratio vergeleken van ondernemingen waarvan de Raad van Bestuur verschillen vertoont inzake het aantal bestuurders en het relatief belang van externe bestuurders. In de literatuur heerst immers geen consensus over de invloed van deze parameters op de ondernemingsprestaties. Door haar controlefunctie op het management kan de Raad van Bestuur een invloed hebben op de ondernemingsprestaties (cfr. hoofdstuk 3). Het is belangrijk dat de Raad van Bestuur een bepaalde mate van onafhankelijkheid heeft indien de onderneming een correcte leiding wil nastreven. Deze onafhankelijkheid wordt beïnvloed door een aantal factoren zoals het aantal leden van de Raad van Bestuur en het percentage aan interne en externe bestuurders. Onder andere institutionele investeerders voeren vaak druk uit op ondernemingen om hun Raad van Bestuur meer onafhankelijk te maken, ongeacht

of deze ondernemingen vandaag de dag goed of slecht presteren. De perceptie van onafhankelijke raden is dus dat ze beter presteren, ongeacht dit waar is of niet. Bovendien speelt onafhankelijkheid ook een grote rol bij interne ondernemingscrisissen, omdat onafhankelijke bestuurders efficiënter kunnen handelen.

De vraag is of de verschillen in de samenstelling van de Raad van Bestuur ook leiden tot verschillende ondernemingsprestaties. En zo ja, hoe moet een Raad van Bestuur er dan uitzien om de prestaties van de onderneming te bevorderen? Wat moet het percentage externe bestuurders zijn om zo goed mogelijke prestaties neer te zetten? Daarom wordt bij deze hypothesen nagegaan of er een verband bestaat tussen de samenstelling van de Raad van Bestuur en de ondernemingsprestaties voor de ondernemingen in de steekproef. Telkens is de nulhypothese dat er geen verschil is in rentabiliteit van ondernemingen die van elkaar verschillen inzake het aantal bestuurders of het relatief belang van externe bestuurders. Als deze nulhypotesen worden verworpen, dan is het besluit dat verschillen in de samenstelling van de Raad van Bestuur wel degelijk gepaard gaan met verschillen in ondernemingsprestaties. De rentabiliteit wordt gemeten aan de hand van verschillende maatstaven, zowel boekhoudkundige als marktgerelateerde. Ze worden weergegeven in de volgende paragraaf.

Het zou logisch zijn dat er een verband bestaat tussen de grootte van de Raad van Bestuur en de ondernemingsprestaties. Zo gaan Finkelstein en Hambrick (1996) er van uit dat bij een grotere Raad van Bestuur meerdere mensen beschikbaar zijn om te controleren, waardoor er meer druk op het management van de onderneming komt te liggen. Deze druk zorgt dan weer voor betere prestaties van de onderneming. Perry (1999) gelooft dat meer bestuurders voor een betere controle kunnen zorgen omdat de kans dan groter is dat de belangen van de bestuurders en van de aandeelhouders overeenstemmen. Op basis hiervan stellen we volgende hypothese op:

Hypothese 1: Hoe groter de Raad van Bestuur is, hoe beter de prestaties van de onderneming zullen zijn.

Externe bestuurders zijn, volgens de literatuur besproken in hoofdstuk 3, het beste geschikt om effectief te controleren. Interne bestuurders maken namelijk deel uit van het te controleren management. Of de controle ook effectief gebeurt, uit zich meestal in de wijze waarop de onderneming globaal gezien presteert. Indien de controles onnauwkeurig worden uitgevoerd, kan het management zich meer vrijheid veroorloven en dit leidt doorgaans tot slechtere bedrijfsresultaten. Of anders gezegd, betere controle leidt tot betere resultaten. Mishra en Nielsen (2000), Alshimmiri (2004) en Helland en Sykuta (2005) tonen in hun studies aan dat er een positieve relatie bestaat tussen het aantal externe bestuurders en de ondernemingsprestaties. Zij melden overigens dat deze relatie direct verbonden is met de kwaliteit van de controle door de bestuurders. Daarom gaan we volgende hypothese onderzoeken:

Hypothese 2: Hoe meer externe bestuurders er in een Raad van Bestuur zetelen, hoe beter de prestaties van de onderneming.

Naast de externe bestuurders zetelen er in een Raad van Bestuur ook meestal enkele interne bestuurders. Baysinger en Butler (1985) kwamen tot de bevinding dat ondernemingen waarvan de Raad van Bestuur hoofdzakelijk uit externe bestuurders bestaat beter presteren dan ondernemingen waarvan het merendeel van de bestuurders internen zijn. Ook vinden Baysinger en Butler (1985) en Baysinger en Hoskisson (1990) dat het percentage aan interne bestuurders belangrijke gevolgen heeft voor strategische beslissingen. Interne bestuurders besturen namelijk met een ander doel als externe bestuurders. Het nadeel van een Raad van Bestuur die door internen wordt gedomineerd is dat daardoor de controlefunctie van de Raad van Bestuur in het gedrang komt. De controle op het management zal verzwakken waardoor de prestaties van de onderneming dalen. Zoals aangehaald in de agency theorie (paragraaf 2.3) kunnen interne bestuurders

andere belangen (zoals hogere vergoedingen en bonussen) nastreven dan de belangen van de aandeelhouders (o.a. winstmaximalisatie). We zouden dus kunnen stellen dat :

Hypothese 3: Hoe groter het percentage interne bestuurders in de Raad van Bestuur, hoe slechter de prestaties van de onderneming zullen zijn.

Speelt het aantal mandaten dat deze externe bestuurders hebben, hierbij een rol? Op zoek naar antwoorden wordt er in de volgende hypothese het aantal mandaten vergeleken met de prestaties van de onderneming.

Deelnemen aan het beslissingsproces is een belangrijke taak van een bestuurder, daarom is het noodzakelijk dat hij aanwezig is op de vergaderingen van de Raad van Bestuur. Volgens Monks en Minow (2004) vergadert een Raad van Bestuur gemiddeld 7 keer per jaar, waardoor bestuurders met meerdere bestuursmandaten in tijdsnood kunnen geraken. Het hebben van meerdere bestuursmandaten vormt dan een bedreiging voor de voorbereidingstijd voor de Raad van Bestuur. Lipton en Lorsch (1992) stellen dat, gebaseerd op hun ervaring, het grootste algemene probleem van bestuurders is het hebben van een tekort aan tijd om hun verplichtingen na te leven. De auteurs zijn van mening dat de bekwaamheid van de bestuurders om hun taken uit te voeren verder ondermijnd wordt omdat ze in meerdere Raden van Bestuur willen zetelen. Volgens Shalley (1991) hebben individu's een beperkte aandachtscapaciteit waardoor tegenstrijdige taken de kwaliteit van het nemen van beslissingen in gevaar kan brengen. De tegenstrijdige taken verbonden aan het hebben van meerdere bestuursmandaten brengt de voorbereiding van de vergaderingen voor een bestuurder in gevaar. Daardoor limiteren tijdsbeperkingen de bekwaamheid van een bestuurder om nuttig advies te verlenen. De Raad van Bestuur heeft een plicht aan de aandeelhouders om de beslissingen van het management te beoordelen en hen te helpen met het nemen van die beslissingen. De beperkingen, die hierboven besproken werden, van bestuurders met meerdere

mandaten zullen het duidelijkst zijn wanneer er belangrijke beslissingen genomen moeten worden. Zelfgenoegzame en / of ongeïnteresseerde bestuurders kunnen het maken van beslissingen bemoeilijken en de effectiviteit van de Raad van Bestuur aantasten. Daarom kunnen we stellen dat:

Hypothese 4: Hoe groter de proportie bestuurders met meerdere bestuursmandaten in een Raad van Bestuur, hoe slechter de prestaties van de onderneming zullen zijn.

Er stelt zich wel een probleem met betrekking tot het tijdsaspect. De financiële resultaten van de onderneming schommelen doorheen de tijd, mede door de invloed van factoren die buiten de invloedssfeer van het management liggen (het algemeen economisch klimaat, gevoeligheid voor seizoenen, toevallige factoren e.d.). Door financiële ratio's van het boekjaar 2005 te linken aan de samenstelling van de Raad van Bestuur kunnen zich vertekeningen voordoen. Zoals hoger vermeld, werd daarom telkens ook het gemiddelde berekend van de rentabiliteitsmaatstaven en de Tobin's q-ratio van de drie voorgaande jaren (2003, 2004 en 2005). De impact van accidentele gebeurtenissen wordt hierdoor gedeeltelijk afgevlakt.

5.3 Gegevensverzameling

5.3.1 De steekproef

Binnen de populatie van in België gevestigde ondernemingen werd een steekproef getrokken van beursgenoteerde ondernemingen. Het jaar 2005 werd gekozen als vergelijkingsbasis. Op het ogenblik van het onderzoek was dit het laatste boekjaar waarvoor volledige jaarrekeninggegevens beschikbaar waren. In de categorie beursgenoteerde ondernemingen horen die Belgische bedrijven thuis waarvan (een deel van) de aandelen op 31 december 2005 genoteerd stonden op Eurolist,

de naam van de gereguleerde markt van Euronext Brussel. Zowel de bedrijven genoteerd op de continumarkt¹ als op de fixingmarkt² van Euronext Brussel zijn in deze databank opgenomen. Er is wel enkel rekening gehouden met de bedrijven die al voor 1 januari 2005 op de beurs genoteerd waren. Ook de bedrijven die op dit moment niet meer op de beurs genoteerd zijn maar dit gedurende het volledige jaar 2005 wel waren, zijn in de databank opgenomen. De bedrijven op de Vrije markt en de Alternext markt worden buiten beschouwing gelaten. De Alternext is een beurs voor kleine en middelgrote ondernemingen opgericht in 2005. Onder kleine en middelgrote ondernemingen verstaan we vennootschappen met een kleine marktkapitalisatie. Omdat deze bedrijven (10 Belgische) in ons onderzoek minder interessant zijn en ze pas in 2005 of later genoteerd werden, nemen we ze niet op in de steekproef. Hetzelfde geldt voor de 17 Belgische bedrijven die genoteerd zijn op de Vrije markt. Die notering begon pas in 2004 en richt zich op ondernemingen die niet kunnen of niet willen voldoen aan de toelatingseisen van de gereguleerde markt. Het is een markt die open staat voor alle ondernemingen ongeacht de sector, prestaties of omvang en moet gemakkelijker toegankelijk zijn voor KMO's. Corporate governance structuren moeten op de Vrije markt niet voldoen aan de code Lippens en dat is in deze thesis juist van belang.

De basislijst van deze bedrijven bekomen we aan de hand van de informatie die te raadplegen is op de databank Bel-first (Bureau Van Dijck). Gelijkaardige databanken zijn te raadplegen op de website van de balanscentrale en op de website van de Nationale Bank van België of op een CD-ROM die door deze instanties is uitgegeven. Op deze basislijst staan 164 bedrijven. De Nationale Bank van België werd omwille van haar specifieke karakter uit de steekproef geweerd. Ook ondernemingen in vereffening werden niet in de steekproef opgenomen. De reden hiervoor is dat het bestuur van deze ondernemingen overgedragen is aan de vereffenaar. Dit betekent niet dat het verband tussen de

¹ Op de continumarkt is de handel continu mogelijk tijdens de openingsuren van de beurs (9:00 – 17:30).

² Op de fixingmarkt is er slechts twee keer per dag een koersvorming mogelijk.

samenstelling van de Raad van Bestuur en de ondernemingsprestaties van falende ondernemingen niet relevant is. Integendeel zelfs, maar dit vormt geen onderdeel van deze thesis en wordt niet verder onderzocht. Verder werden 54 bedrijven, waarover onvoldoende informatie gevonden kon worden of wanneer het een vennootschap was met minder als 10 werknemers zoals vastgoedondernemingen, uit de database weerhouden. Het betrof hier ook vaak bedrijven zonder website of bedrijven waarvan het jaarverslag niet bekomen kon worden. Indien er onduidelijkheid was over de kenmerken van de bestuurders werden deze bedrijven ook geweerd uit de steekproef. Uiteindelijk werden op die manier 110 ondernemingen in de steekproef opgenomen. In bijlage 1 bevindt zich een volledige lijst van alle bedrijven die in dit onderzoek zijn opgenomen. In zijn totaliteit is de steekproef voldoende groot want er wordt uitgegaan van minstens 30 cases, een aantal dat statistici doorgaans aanzien als het minimum dat nodig is om statistische analyses uit te voeren (SAUNDERS et al. (2003)). Deze keuze wordt gerechtvaardigd door de bedenking dat het probleem van de motivatie en controle op het management hoofdzakelijk aan de orde is bij ondernemingen die gekenmerkt worden door de scheiding tussen eigendom en beheer. Dit zijn typisch grote ondernemingen.

De keuze van het referentiejaar 2005 was noodzakelijk om de samenstelling van de Raad van Bestuur te kunnen linken aan de ondernemingsprestaties. De bedenking is uiteraard dat een statische momentopname van de financiële cijfers van een bedrijf niet voldoende is. Vooral de financiële prestaties doorheen de tijd zijn belangrijk. Zoniet riskeert men dat de cijfers vertekend worden door bijvoorbeeld de conjuncturele situatie in het basisjaar of uitzonderlijke omstandigheden. Om dit probleem op te vangen werd voor de variabelen die de ondernemingsprestaties meten ook telkens het gemiddelde berekend over de laatste drie (boek)jaren (2003, 2004 en 2005). Ook de samenstelling van de Raad van Bestuur wijzigt doorheen de tijd. Dit vormt echter geen groot probleem, vermits de samenstelling van de Raad van Bestuur stabiel blijkt te zijn in de tijd.

5.3.2 De variabelen

In deze paragraaf beschrijven we de manier waarop de verschillende variabelen bekomen werden. De variabelen worden opgedeeld in twee soorten, onafhankelijke variabelen en afhankelijke variabelen. De onafhankelijke variabelen zijn de variabelen waarnaar specifiek onderzoek verricht wordt. Voor bijna iedere onafhankelijke variabele wordt meer dan één meting gebruikt om de betrouwbaarheid van de studie te waarborgen. De afhankelijke variabelen worden gebruikt vanwege hun belangrijke invloed op de onafhankelijke variabelen. Het ontbreken van deze variabelen zou de studie aanzienlijk vertekenen.

Om de hypothesen, die in de vorige paragraaf werden opgesteld, te toetsen is er behoefte aan informatie met betrekking tot de relevante variabelen. In de tekst die hieronder volgt, wordt een uiteenzetting gegeven van de onafhankelijke en afhankelijke variabelen en de manier waarop de gegevens betreffende deze variabelen in de databank zijn opgenomen.

De onafhankelijke variabelen zijn onder meer: het aantal bestuurders in de Raad van Bestuur, het aantal interne en externe bestuurders, het aantal mandaten van de bestuurders, Deze gegevens worden voor elk geselecteerd Belgisch beursgenoteerd bedrijf (zie paragraaf 5.3.1) opgezocht in de jaarverslagen van 2005, onder het hoofdstuk corporate governance. De jaarverslagen van de meeste bedrijven waren makkelijk terug te vinden op hun website. De benodigde gegevens worden dan herleid tot de vereiste vorm en worden opgeslagen in een database, de literatuur spreekt in dit geval over een cross-sectionele inhoudsanalyse (SAUNDERS et al. (2003)). Men spreekt over cross-sectioneel omdat er een momentopname genomen wordt van de situatie bij Belgische beursgenoteerde ondernemingen in 2005. Op basis van de gevonden gegevens wordt de invloed van externe bestuurders met meerdere bestuursmandaten op de bedrijfsprestaties bepaald. Het gaat over een inhoudsanalyse omdat telkens

dezelfde gegevens uit een document – de jaarrekening en het jaarverslag – gehaald worden om later te verwerken.

Het onderzoek is dus gebaseerd op de jaarverslagen van het boekjaar 2005 of voor de bedrijven waarvan het boekjaar niet op 31 december eindigt, op de jaarverslagen van het boekjaar 2004-2005 of 2005-2006. De eventueel ontbrekende informatie (ontbrekende waarden) is zoveel mogelijk aangevuld geworden met informatie afkomstig van de websites van de beursgenoteerde bedrijven (persberichten, prospectus, statuten), de website van Euronext Brussel en andere relevante websites.

Met de bedrijven waar nog steeds informatie over ontbrak is daarnaast ook rechtstreeks contact opgenomen via mail. Maar de basis van de informatie blijft steeds het jaarverslag, dus zelfs als er recentere informatie beschikbaar is, is er toch gebruik gemaakt van de gegevens die terug te vinden zijn in het jaarverslag 2005.

Hieronder worden in het kort de variabelen beschreven die in het onderzoek worden gebruikt.

Onafhankelijke variabelen:

Bestuurders

In de databank zijn de bestuurders ingedeeld in drie categorieën: de uitvoerende bestuurders of insiders, de niet-uitvoerende bestuurders of outsiders en de onafhankelijke bestuurders. De verschillen tussen deze soorten bestuurders zijn in hoofdstuk 3 reeds uitvoerig besproken maar we vatten ze hierachter nog eens kort samen. De Commissie Corporate Governance maakt in de Code Lippens een onderscheid tussen deze drie types van bestuurders. Uitvoerende bestuurders zijn, volgens de Code Lippens, personen die naast hun zetel in de Raad van Bestuur ook uitvoerende taken vervullen binnen de vennootschap. Een niet-

uitvoerende bestuurder vervult geen uitvoerende taken binnen de vennootschap maar kan wel één of andere band hebben met deze vennootschap. Een bestuurder wordt echter als onafhankelijk beschouwd wanneer deze vrij is van enige commerciële, nauwe familie- of andere banden met de vennootschap, met de controlerende aandeelhouders of het management van één van beide, die aanleiding geven tot belangenconflicten waardoor zijn onafhankelijk oordeel beïnvloed wordt (principe 2. Belgische corporate governance code).

In het kader van dit onderzoek begrijpen wij onder een externe bestuurder elke bestuurder die naast zijn/haar bestuursmandaat geen andere actieve functie opneemt binnen het bedrijf. Het hoeft dus niet om onafhankelijke bestuurders in de strikte zin van het woord te gaan (cfr. Hoofdstuk 3).

Naast het aantal interne en externe bestuurders binnen de Raad van Bestuur is er in de databank ook aandacht geschonken aan de proportie van deze bestuurders. De proportie van interne en externe bestuurders is het aantal van deze bestuurders ten opzichte van het totaal aantal bestuurders.

In tabel 2 kan u de onafhankelijke variabelen in verband met de samenstelling van de Raad van Bestuur terug vinden. In deze tabel staan de namen die we aan deze variabelen hebben gegeven en die in de rest van het onderzoek gebruikt gaan worden. In bijlage 2 kan u al de variabelen terug vinden die in deze thesis gebruikt worden.

Tabel 2. Overzicht van variabelen i.v.m. de samenstelling van de Raad van Bestuur.

Variabele	Omschrijving
AANTBEST	het aantal bestuurders in de Raad van Bestuur
AANTINTE	het aantal interne bestuurders
AANTEXTE	het aantal externe bestuurders
INTERPER	het relatief belang van de interne bestuurders in verhouding tot het totaal aantal bestuurders (%)
EXTERPER	het relatief belang van de externe bestuurders in verhouding tot het totaal aantal bestuurders (%)

Bron: eigen werk

Mandaten

Vermits het onderwerp van deze thesis in verband staat met de werkdruk van externe bestuurders met meerdere bestuursmandaten dienen er ook voor dit aspect een aantal variabelen gemaakt te worden. We hebben voor elke bestuurder het aantal mandaten opgezocht en hieruit hebben we volgende onafhankelijke variabelen opgemaakt:

- het percentage bestuurders met meer dan 3 mandaten per bestuurder
- het percentage bestuurders met meer dan 4 mandaten per bestuurder
- het percentage bestuurders met meer dan 5 mandaten per bestuurder
- het percentage bestuurders met meer dan 6 mandaten per bestuurder

Deze variabelen komen overeen met de variabelen die Harris en Shimizu (2004) gebruikt hebben in hun artikel. Dit artikel is in het vorige hoofdstuk reeds beschreven. Zij hebben de variabele van meer als 3 mandaten gekozen omdat dit aantal volgens meerdere richtlijnen het maximum aantal mandaten per bestuurder mag zijn (zie o.a. NACD (1996)). De andere variabelen zijn toegevoegd omdat elke bestuurder andere motivaties heeft en niet evenveel tijd aan elk mandaat wijdt. In tabel 3 kan u deze variabelen nog eens terugvinden (zie ook bijlage 2).

Tabel 3. Overzicht van variabelen in verband met het aantal mandaten per bestuurder.

Variabele	Omschrijving
> 3 DEF	het percentage bestuurders met meer dan 3 mandaten per bestuurder
> 4 DEF	het percentage bestuurders met meer dan 4 mandaten per bestuurder
> 5 DEF	het percentage bestuurders met meer dan 5 mandaten per bestuurder
> 6 DEF	het percentage bestuurders met meer dan 6 mandaten per bestuurder

Bron: eigen werk

Afhankelijke variabelen:

De afhankelijke variabelen bestaan uit twee categorieën, namelijk de boekhoudkundige maatstaven en een marktgerichte maatstaf.

Boekhoudkundige maatstaven

De gegevens met betrekking tot de financiële prestaties werden gevonden in de databank van Bel-first (Bureau Van Dijck). Hieronder vindt u de variabelen en de manier waarop ze berekend worden (zie ook tabel 4 en bijlage 2):

- *Nettorentabiliteit van het eigen vermogen (ROE, Return on Equity)*, dit is de nettowinst gedeeld door het eigen vermogen. Aangezien dit eigen vermogen wordt voorzien door de aandeelhouders is dit de meest interessante maatstaf in het kader van dit onderzoek rond corporate governance. In de vorige hoofdstukken is immers meermaals de nadruk gelegd op het feit dat het voor de onderneming van belang is om te functioneren in het belang van de aandeelhouders. De ROE is in dat opzicht zeer interessant omdat die aangeeft hoeveel winst gegenereerd is per eenheid eigen vermogen en in feite dus een idee geeft van de mate waarin de belangen van de aandeelhouders zijn verdedigd.
- *Rentabiliteit van het totale vermogen na belastingen (ROA, Return on Assets)* geeft de winstgevendheid van een onderneming weer. Dit wordt berekend door het bedrijfsresultaat (na belastingen) te delen door het totale activa. De ROA is een nuttige winstratio, het is een test van het gebruik van vermogen, namelijk hoeveel winst (na belastingen) is gemaakt over het totale vermogen dat is gebruikt om winst te maken.

Tabel 4. Overzicht van boekhoudkundige variabelen.

Variabele	Omschrijving
NRENTEV	netto rentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen (%)
NRENTTA	netto rentabiliteit van het totaal actief (%)
GEMNREV	gemiddelde netto rentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen over de boekjaren 2003, 2004 en 2005 (%)
GEMNRTA	gemiddelde netto rentabiliteit van het totaal actief over de boekjaren 2003, 2004 en 2005 (%)

Bron: eigen werk

Marktgerichte maatstaf

De gegevens met betrekking tot de marktgebaseerde maatstaf werden gevonden in de databank van Bel-first (Bureau Van Dijck) of op de website van Euronext Brussel. Hieronder vindt u de variabele en de manier waarop ze berekend wordt:

- De Tobin's q-ratio wordt gedefinieerd als de verhouding van de marktwaarde van de onderneming op de vervangingswaarde van de activa. De q-ratio wordt beschouwd als een indicator van de waarde die in de onderneming wordt gecreëerd. Het wordt als volgt berekend: Marktkapitalisatie / geschatte vervangingswaarde van de activa (TOBIN (1969)). Om deze q-ratio makkelijk te berekenen met de informatie die beschikbaar is, gebruiken we de volgende definitie: (marktkapitalisatie + vreemd vermogen op lange termijn + vlottende activa) / totaal der activa = q-ratio. Indien de marktwaarde uitsluitend de waarde van de goederen reflecteert, dan zal Tobin's Q 1 zijn. Indien Tobin's Q groter is dan 1, dan is de marktwaarde groter dan de waarde van de bezittingen van de onderneming en dan vaart de onderneming wel. Hoge Tobin's Q waarden moedigen bedrijven aan om meer kapitaal te investeren omdat het meer opbrengt dan de prijs die er voor betaald wordt. Indien Tobin's Q lager is dan 1, dan onderevalueert de markt de onderneming en is er sprake van kapitaalvernietiging.

In tabel 5 wordt de marktgerichte variabele weergegeven met de naam die ze in het onderzoek zal hebben. In bijlage 2 kan u alle variabelen terug vinden.

Tabel 5. Overzicht van de marktgerichte variabele.

Variabele	Omschrijving
TOBINQ	Tobin's q-ratio
GEMTOBQ	gemiddelde Tobin's q-ratio over de boekjaren 2003, 2004 en 2005 (%)

Bron: eigen werk

5.4 Empirische resultaten en interpretatie

In een eerste stap wordt het gebruik uitgelegd van enkele statistische methoden zodat de resultaten van onderzoek duidelijker zijn. Vervolgens wordt nagegaan hoe de Raad van Bestuur is samengesteld in de ondernemingen die in de finale steekproef zijn opgenomen (cfr. 5.3.1). Met het oog op het hypothesetestend onderzoek, wordt in paragraaf 5.4.3 voor van een aantal variabelen nagegaan of ze normaal verdeeld zijn. En uiteindelijk worden de hypothesen onderzocht en worden er analyses gemaakt. Voor het onderzoek maken we gebruik van het statistische programma SPSS 13.0 en voor de juiste toepassing en de definitie van de testen hiervan hebben het boek van De Vocht (2006) geconsulteerd.

5.4.1 Gebruik statistische methoden

De gevolgde methodologie is tweeledig. In een eerste stap wordt aan de hand van kruistabellen gezocht naar indicaties voor mogelijke verbanden. De correlatie tussen de verschillende variabelen wordt hierbij onderzocht. Zo kunnen we besluiten welke variabelen er een onderlinge samenhang vertonen en welke variabelen een rechtstreekse of onrechtstreekse invloed hebben op elkaar. Om de sterkte van de relaties te meten worden twee correlatiecoëfficiënten berekend. De Pearson-correlatiecoëfficiënt kan een waarde aannemen tussen -1 en +1. De waarde -1 wijst op een perfect negatief verband tussen twee variabelen, de waarde +1 op een perfect positief verband. De interpretatie van Spearman's Rho is vergelijkbaar met die van Pearson's r . Het verschil is dat het bij de Spearman's Rho gaat om een verband tussen rangscores en dat er dus geen sprake is van een percentage verklaarde variantie.

Vooraleer de tweede stap aan te vatten, zal aan de hand van de Kolmogorov-Smirnov test worden nagegaan of de variabelen normaal verdeeld zijn. Het is belangrijk dit te weten omdat de resultaten mogelijk op een verkeerde manier kunnen worden geïnterpreteerd.

In een tweede stap worden dan een aantal hypothesen getest. Deze eigenlijke hypothesetoetsing, waarvoor de gegevens verzameld zijn, kan bestaan uit twee soorten testen. Enerzijds komen univariate testen aan bod, waarbij telkens één enkele hypothese getest wordt door de relatie tussen twee bepaalde variabelen na te gaan. Anderzijds zal er ook gebruik worden gemaakt van een multivariate analyse. Multivariate technieken gaan voor een afhankelijke variabele de gezamenlijke invloed na van een groep onafhankelijke variabelen. Zowel voor de univariate als de multivariate analyse zal gebruik worden gemaakt van een aantal technieken die hieronder reeds kort zullen worden toegelicht.

Bij de gebruikte univariate testen kan het onderscheid worden gemaakt tussen twee categorieën, namelijk parametrische en niet-parametrische testen. De parametrische test gebruikt de absolute waarden van de variabelen terwijl de laatste test dit niet doet. In plaats daarvan maakt deze niet-parametrische test een rangorde en kent op basis daarvan stijgende waarden toe aan de data. De niet-parametrische test houdt dus geen rekening met de absolute waarden, maar baseert zich op een relatieve waarde die ten opzichte van de voorgaande waarde altijd evenveel verschilt. Hierdoor wordt de extreme invloed van hoge scores, de zogenaamde uitschieters, grotendeels uitgeschakeld. De parametrische testen die worden uitgevoerd, zijn de Pearson en de T-test, en voor de niet-parametrische testen wordt een beroep gedaan op de Spearman's Rho test en de Mann-Whitney U test. Hierbij kan verder nog een tweede onderscheid worden gemaakt tussen de testen. De Pearson test en de Spearman's Rho test enerzijds zijn correlatietesten die nagaan in welke mate twee variabelen met elkaar zijn gecorreleerd. Anderzijds zijn de T-test en de Mann-Whitney U test twee testen van het gemiddelde die nagaan of twee onafhankelijke groepen significant verschillen op het gebied van een variabele. Algemeen gezien is een significantietest een procedure waarbij steekproefgegevens worden gebruikt om te bepalen of een nulhypothese al dan niet verworpen kan worden (GUJARATI (2003)). Als twee categorieën vergeleken worden, dan is de Mann-Whitney test de aangewezen toets. Worden meer dan twee groepen bedrijven met elkaar vergeleken, dan wordt een Kruskal-Wallis test

uitgevoerd. Beide toetsen testen de nulhypothese dat er geen verband is tussen de betrokken variabelen. In statistische termen betekent dit dat alle uitgevoerde testen steeds tweezijdige testen zijn. Het verwerpen van de nulhypothese betekent dan ook dat er een verband bestaat tussen beide variabelen. De afkapgrens om de significantie vast te stellen werd steeds op 5% vastgesteld.

Eerst zal er de Mann-Whitney test uitgevoerd worden op alle gegevens. Met deze test zal bepaald worden of er verschillen zijn wat de variabelen betreft. De opgestelde hypothesen uit paragraaf 5.2 zullen getest worden op een significantieniveau van vijf procent. Voor variabelen waarvan de p-waarde kleiner is dan 0,05 zal er dus een verschil zijn tussen de twee steekproeven. Een nulhypothese wordt dus met andere woorden niet verworpen wanneer de p-waarde kleiner is dan 0,05. Gujarati (2003) stelt dat de p-waarde het exacte niveau van de significantie aangeeft. Maar technisch gezien, wordt de waarde gedefinieerd als het minimum significantieniveau tegen welke een nulhypothese kan verworpen worden. Als een nulhypothese niet verworpen kan worden, betekend dit dat er een significant verschil bestaat.

Een andere (parametrische) test die we uitvoeren om de hypothesen te testen is de T-test. De beslissing om een hypothese al dan niet te verwerpen hangt af van de T-waarde die we bekomen door de T-test op de data uit te voeren. Als deze T-waarde in het betrouwbaarheidsinterval ligt, mag de nulhypothese niet verworpen worden.

5.4.2 Beschrijvende statistiek

In tabel 6 op de volgende pagina geven we een overzicht van de belangrijkste statistieken van de gebruikte variabelen. Deze statistieken zijn berekend op basis van de gegevens van de 110 ondernemingen waarvan we de informatie volledig hebben. Uit de tabel kan per variabele het gemiddelde, de mediaan, de standaardafwijking, het minimum en het maximum worden afgelezen.

Tabel 6. Beschrijvende statistieken op basis van steekproef met N = 110

Variabele	Mean	Median	Std. Deviation	Minimum	Maximum
AANTAL BESTUURDERS	12,50	12,00	5,88	3	35
AANTAL INTERNEN	1,97	2,00	1,10	0	5
AANTAL EXTERNEN	10,65	9,00	5,85	1	31
% INTERNEN	18,95	16,67	13,17	,00	75,00
% EXTERNEN	81,05	83,33	13,17	25,00	100,00
> 3 MANDATEN	52,58	53,85	21,96	,00	100,00
> 4 MANDATEN	45,71	46,15	21,13	,00	90,91
> 5 MANDATEN	39,67	41,05	19,49	,00	90,91
> 6 MANDATEN	35,28	34,85	18,47	,00	75,00
ROE 2005	11,76	8,62	29,33	-114,76	135,14
ROA 2005	8,48	6,87	16,25	-48,01	73,33
ROE GEM	9,14	8,08	23,57	-79,17	103,05
ROA GEM	7,21	6,49	11,80	-38,21	46,52
TOBIN's Q 2005	1,82	1,41	1,46	,38	10,59
TOBIN's Q GEM	1,65	1,27	1,22	,33	8,81

Bron: eigen werk

De Raad van Bestuur van de ondernemingen in de steekproef bestaat gemiddeld uit 12,50 bestuurders. De hoge standaardafwijking en het brede bereik wijzen echter op grote onderlinge verschillen. Wymeersch (1996) vindt een gemiddelde van 9,4 bestuurders. Opmerkelijk is de dominantie van de externe bestuurders. Uit de gegevens blijkt dat 80 % van de bestuurders externe bestuurders zijn. Dat het aantal interne bestuurders niet hoog is, kan een gevolg zijn van de vele richtlijnen en verplichtingen om externe bestuurders op te nemen in de Raad van Bestuur. Dit heeft uiteraard ook te maken met de definitie die in het kader van dit onderzoek aan externe bestuurder werd gegeven, namelijk elke bestuurder die naast zijn/haar bestuursmandaat geen actieve functie binnen de onderneming vervult. Zoals gezegd, gaat het hier dus niet over werkelijk onafhankelijke bestuurders. Vaak oefenen bestuurders immers mandaten uit bij ondernemingen uit dezelfde groep. Dit geldt in het bijzonder voor bestuurders van holdings. Ook dergelijke bestuurders vallen in bepaalde gevallen onder de gebruikte definitie van externe bestuurder.

De beschrijvende statistieken in verband met het aantal mandaten per bestuurder zijn opvallend. Zo blijkt maar liefst de helft van de bestuurders meer dan 3 mandaten te hebben, 45 % heeft meer dan vier mandaten, 40 % heeft meer dan vijf mandaten en zelfs 35% van de bestuurders zetelt in meer dan zes Raden van Bestuur. Uit deze resultaten kunnen we reeds afleiden dat een cumul aan mandaten niet meer uitzonderlijk is en dat er misschien een tekort kan zijn aan bekwame bestuurders. Verder kan het hierboven beschreven feit, dat bestuurders mandaten hebben binnen dezelfde groep of holding, ook een verklaring zijn.

De beschrijving van de verdeling van de (rentabiliteits-)maatstaven van de ondernemingen in de steekproef is ook opgenomen in tabel 6. Meteen is duidelijk dat het berekenen van de (rentabiliteits-)maatstaven over een periode van drie jaar nuttig kan zijn. De gemiddelden en medianen over de driejarige periode zijn steeds minder als de maatstaven van het jaar 2005, al zijn de verschillen in deze steekproef niet zo heel groot. Dit geldt zowel voor de marktgerelateerde prestatie maatstaf als voor de boekhoudkundige rentabiliteitsratio's. Door zich te beperken tot de (rentabiliteits-)maatstaven van 2005, zouden de resultaten er anders kunnen uitzien.

5.4.3 Normale verdeling

Vooraleer de analyse aan te vatten, wordt nagegaan of de variabelen al dan niet normaal verdeeld zijn. Dit is van belang om te beslissen of parametrische dan wel niet-parametrische toetsen moeten worden gebruikt want indien de variabelen niet normaal verdeeld zijn, kunnen sommige testen, zoals ondermeer de parametrische testen en de regressieanalyses, vertekende resultaten opleveren. De aangewezen test hiervoor is de Kolmogorov-Smirnov test. Deze vereiste van normaal verdeeld te zijn, die niet altijd geldt voor grote steekproeven, is hier wel van toepassing omwille van de relatief kleine omvang van deze steekproef. Er kunnen ook een aantal andere statistieken in verband met de normale verdeling

worden berekend, namelijk de Skewness- en de Kurtosiscoëfficiënt of de Jarque-Bera statistiek. De bewerkingen die in het verdere verloop van dit onderzoek gebeuren met betrekking tot de normale verdeling, zijn echter gebaseerd op de resultaten van de Kolmogorov-Smirnov test.

De nulhypothese (H0) van deze test stelt dat de variabele normaal verdeeld is. Het aanvaarden van de alternatieve hypothese (H1) betekent dat dit niet het geval is. De nulhypothese wordt aanvaard als de gevonden p-waarde groter is dan 5%. Een p-waarde kleiner dan 5% (H1 aanvaarden) betekent dus dat de betreffende variabele niet normaal verdeeld is en significant afwijkt van de normale verdeling.

Tabel 7. Kolmogorov-Smirnov Test voor steekproef met N = 110

	Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
AANTAL BESTUURDERS	1,647	,009
AANTAL INTERNEN	2,402	,000
AANTAL EXTERNEN	1,707	,006
% INTERNEN	1,302	,067
% EXTERNEN	1,302	,067
> 3 MANDATEN	,939	,341
> 4 MANDATEN	,653	,788
> 5 MANDATEN	,974	,299
> 6 MANDATEN	1,010	,259
ROE 2005	1,962	,001
ROA 2005	1,776	,004
ROE GEM	1,866	,002
ROA GEM	1,552	,016
TOBIN's Q 2005	2,382	,000
TOBIN's Q GEM	2,324	,000

Bron: eigen werk

In tabel 7 staan de resultaten van de Kolmogorov-Smirnov test, die nagaat of de variabelen uit de steekproef met N = 110 normaal verdeeld zijn. Telkens kan men de overeenstemmende p-waarde aflezen.

Uit de gegevens van de tabel op de vorige pagina blijkt dat slechts zes variabelen duidelijk normaal verdeeld zijn (groter dan 0,05) namelijk het percentage internen, het percentage externen en de variabelen met betrekking tot het aantal bestuurders met meerdere mandaten blijken normaal verdeeld. In de volgende paragrafen worden voor deze variabelen parametrische testen gebruikt. Voor de overige variabelen zijn niet-parametrische toetsen aangewezen.

5.4.4 Toetsen van de hypothesen

In deze paragraaf gaan we de hypothesen toetsen aan de hand van univariate testen. Zoals in de meeste studies wordt een betrouwbaarheid van 95 % vooropgesteld, dit komt overeen met een maximale p-waarde van 5%. Deze p-waarde geeft een idee van de kans dat de testresultaten afwijken van de reële resultaten en is dus een waardemeter voor het significantieniveau (DE VOCHT (2006)).

We starten met voor elke hypothese de correlatie tussen de betreffende variabelen te onderzoeken. Dit kan gebeuren door middel van de parametrische Pearson test en de niet-parametrische Spearman's Rho test. De resultaten van deze twee testen voor de variabelen van alle hypothesen worden weergegeven in tabel 8 op de volgende pagina. Bij de bespreking van elke hypothese zal naar deze tabel verwezen worden. De waarden van de Pearson test zijn in de tabel boven de grijsgekleurde hoofddiagonaal te vinden, de waarden van de Spearman's Rho test onder de hoofddiagonaal.

Tabel 8. Resultaten van de Pearson en de Spearman's Rho test

In elke cel van de bovenstaande tabel kunnen er twee waarden worden afgelezen. Het eerste getal geeft de correlatiecoëfficiënt weer tussen de twee betreffende variabelen, het tweede getal toont de p-waarde die de sterkte van de gevonden correlatie weerspiegelt. Indien de p-waarde kleiner of gelijk is aan 0,05 dan is de invloed van de variabele significant. De resultaten zijn altijd bekomen door de testen uit te voeren op de volledige steekproef, namelijk de 110 ondernemingen.

Na deze correlatietesten worden er testen van het gemiddelde uitgevoerd. Concreet houdt dit in dat de waardes van een bepaalde variabele op basis van zijn mediaan in twee groepen worden opgesplitst, namelijk één groep met hoge waardes en de andere groep met lage waardes. Vervolgens wordt voor een andere variabele nagegaan of de gemiddelde waardes voor die twee groepen van elkaar verschillen. Indien er significante verschillen zijn, kan dat wijzen op een bepaalde relatie tussen deze twee variabelen. Indien het verschil niet significant is, kan worden aangenomen dat de scores van de groepen overeenkomen en dat er weinig of geen verband bestaat. De testen voor het gemiddelde zijn de parametrische T-test en de niet-parametrische Mann-Whitney U test.

De eerste hypothese die we gaan testen had betrekking op het aantal leden van de Raad van Bestuur en de prestaties van de onderneming en luidde als volgt:

Hypothese 1: Hoe groter de Raad van Bestuur is, hoe beter de prestaties van de onderneming zullen zijn.

De resultaten van zowel de Pearson als de Spearman's Rho test gaan tegen deze hypothese in. De resultaten van de correlatietesten blijken niet significant te zijn voor alle prestatie maatstaven want ze hebben een p-waarde die veel hoger is dan 0,05. De uitkomsten van de T-test en de Mann-Whitney test geven hetzelfde resultaat. Om deze testen van het gemiddelde te berekenen, hebben we de variabele 'AANTAL BESTUURDERS' opgesplitst in twee groepen. De splitsing gebeurde op basis van de mediaan (zie tabel 6 pagina 73). Zo zijn er twee

groepen ontstaan, namelijk groep 0 waarbij het aantal leden van de Raad van Bestuur kleiner is dan 12 en groep 1 waarbij het aantal leden groter is dan 12. Uit tabel 9 en 10 blijkt dat de gemiddelden van de twee groepen niet significant verschillen. Hieruit kunnen we concluderen dat de hypothese niet aanvaardt wordt en dat er geen significant verband bestaat tussen de grootte van de Raad van Bestuur en de bedrijfsprestaties.

Tabel 9. T-test voor hypothese 1

N = 110	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group 0 (N=66)	Mean Group 1 (N=44)
ROE 2005	1,003	0,319	0,075	108	0,940	11,9271	11,4972
ROA 2005	1,788	0,184	0,842	108	0,402	9,5497	6,8839
ROE GEM	0,128	0,721	-0,848	108	0,398	7,5797	11,4743
ROA GEM	0,002	0,963	0,086	108	0,932	7,2879	7,0898
TOBIN's Q 2005	4,958	0,028	1,042	108	0,300	1,9339	1,6381
TOBIN's Q GEM	5,273	0,024	0,916	108	0,362	1,7407	1,5228

Equal variances assumed

Grouping Variable: aantal bestuurders dummy

Bron: eigen verwerking

Tabel 10. Mann-Whitney test voor hypothese 1

N = 110	aantal bestuurders dummy	N	Mean Rank	Sum of Ranks		
ROE 2005	0	66	54,98	3.629,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.418,000 -0,207 0,836
	1	44	56,27	2.476,00		
	Totaal	110				
ROA 2005	0	66	55,47	3.661,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.450,000 -0,012 0,990
	1	44	55,55	2.444,00		
	Totaal	110				
ROE GEM	0	66	53,91	3.558,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.347,000 -0,641 0,522
	1	44	57,89	2.547,00		
	Totaal	110				
ROA GEM	0	66	54,11	3.571,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.360,000 -0,561 0,575
	1	44	57,59	2.534,00		
	Totaal	110				
TOBIN's Q 2005	0	66	54,76	3.614,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.403,000 -0,299 0,765
	1	44	56,61	2.491,00		
	Totaal	110				
TOBIN's Q GEM	0	66	54,30	3.584,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.373,000 -0,482 0,630
	1	44	57,30	2.521,00		
	Totaal	110				

Grouping Variable: aantal bestuurders dummy

Bron: eigen verwerking

Hypothese 2: Hoe meer externe bestuurders er in een Raad van Bestuur zetelen, hoe beter de prestaties van de onderneming.

Ook de correlaties van deze hypothese blijken volgens tabel 8 niet significant te zijn, zowel wanneer we de variabele AANTEXTE (aantal externen) als de variabele EXTERPER (percentage van externe bestuurders) nemen. Blijkbaar heeft het aantal of het percentage van externe bestuurders geen belangrijke invloed op de geleverde ondernemingsprestaties. Wat de testen van het gemiddelde betreft, werden de ondernemingen opgesplitst in twee groepen op basis van het percentage externe bestuurders dat er in de Raad van Bestuur zetelen. Ook bij deze hypothese werd de mediaan (zie tabel 6 op pagina 73) gebruikt om de groepen zo evenredig mogelijk te verdelen. Groep 0 is de groep waar minder dan 83 % van de leden van de Raad van Bestuur externe bestuurders zijn, groep 1 die waar meer dan 83% een externe bestuurder is. De uitkomst van de correlatietesten kan worden bijgetreden door de resultaten van de T-test en de Mann-Whitney test. Uit de tabellen 11 en 12 blijkt immers dat de gemiddelde bedrijfsprestaties niet significant van elkaar verschillen. De conclusie is dat de hypothese niet kan worden aanvaard.

Tabel 11. T-test voor hypothese 2

N = 110	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group 0 (N=52)	Mean Group 1 (N=58)
ROE 2005	3,716	0,057	0,767	108	0,445	14,0256	9,7196
ROA 2005	1,080	0,301	1,272	108	0,206	10,5590	6,6224
ROE GEM	0,103	0,749	0,415	108	0,679	10,1268	8,2505
ROA GEM	0,008	0,927	0,850	108	0,397	8,2192	6,3027
TOBIN's Q 2005	0,704	0,403	0,865	108	0,389	1,9427	1,7016
TOBIN's Q GEM	0,470	0,495	0,827	108	0,410	1,7553	1,5623

Equal variances assumed
Bron: eigen verwerking

Grouping Variable: % externen dummy

Tabel 12. Mann-Whitney test voor hypothese 2

	% externen dummy	N	Mean Rank	Sum of Ranks		
ROE 2005	0	52	55,65	2.894,00	Mann-Whitney U	1.500,000
	1	58	55,36	3.211,00	Z	-0,048
	Totaal	110			Asymp. Sig. (2-tailed)	0,962
ROA 2005	0	52	57,01	2.964,50	Mann-Whitney U	1.429,500
	1	58	54,15	3.140,50	Z	-0,470
	Totaal	110			Asymp. Sig. (2-tailed)	0,638
ROE GEM	0	52	54,50	2.834,00	Mann-Whitney U	1.456,000
	1	58	56,40	3.271,00	Z	-0,311
	Totaal	110			Asymp. Sig. (2-tailed)	0,756
ROA GEM	0	52	55,74	2.898,50	Mann-Whitney U	1.495,500
	1	58	55,28	3.206,50	Z	-0,075
	Totaal	110			Asymp. Sig. (2-tailed)	0,940
TOBIN's Q 2005	0	52	58,31	3.032,00	Mann-Whitney U	1.362,000
	1	58	52,98	3.073,00	Z	-0,874
	Totaal	110			Asymp. Sig. (2-tailed)	0,382
TOBIN's Q GEM	0	52	58,42	3.038,00	Mann-Whitney U	1.356,000
	1	58	52,88	3.067,00	Z	-0,910
	Totaal	110			Asymp. Sig. (2-tailed)	0,363

Grouping Variable: % externen dummy

Bron: eigen verwerking

Hypothese 3: Hoe groter het percentage interne bestuurders in de Raad van Bestuur, hoe slechter de prestaties van de onderneming zullen zijn.

Zoals verwacht werd door het testen van de vorige hypothese, blijkt uit de resultaten van de correlatietesten dat er ook hier geen significantie is. Dit wordt bevestigd door de uitkomst van de T-test (tabel 13) en de Mann-Whitney test (tabel 14) omdat de gemiddelden van de twee groepen niet significant verschillen. De groepen werden ingedeeld op basis van de mediaan met een waarde van 17%. De eerste groep bestaat uit bedrijven waarbij er weinig interne bestuurders (minder dan 17 %) zetelen in de Raad van Bestuur. De tweede groep bevat de bedrijven waarvan er meer dan 17 % interne bestuurders in de Raad van Bestuur zitten. Het feit dat alle testen geen significante resultaten oplevert, leidt ertoe dat ook deze hypothese niet aanvaard kan worden.

Tabel 13. T-test voor hypothese 3

N = 110	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group 0 (N=58)	Mean Group 1 (N=52)
ROE 2005	3,716	0,057	-0,767	108	0,445	9,7196	14,0256
ROA 2005	1,080	0,301	-1,272	108	0,206	6,6224	10,5590
ROE GEM	0,103	0,749	-0,415	108	0,679	8,2505	10,1268
ROA GEM	0,008	0,927	-0,850	108	0,397	6,3027	8,2192
TOBIN's Q 2005	0,704	0,403	-0,865	108	0,389	1,7016	1,9427
TOBIN's Q GEM	0,470	0,495	-0,827	108	0,410	1,5623	1,7553

Equal variances assumed
Bron: eigen verwerking

Grouping Variable: % internen dummy

Tabel 14. Mann-Whitney test voor hypothese 3

N = 110	% internen dummy	N	Mean Rank	Sum of Ranks		
ROE 2005	0	58	55,36	3.211,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.500,000 -0,048 0,962
	1	52	55,65	2.894,00		
	Totaal	110				
ROA 2005	0	58	54,15	3.140,50	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.429,500 -0,470 0,638
	1	52	57,01	2.964,50		
	Totaal	110				
ROE GEM	0	58	56,40	3.271,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.456,000 -0,311 0,756
	1	52	54,50	2.834,00		
	Totaal	110				
ROA GEM	0	58	55,28	3.206,50	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.495,500 -0,075 0,940
	1	52	55,74	2.898,50		
	Totaal	110				
TOBIN's Q 2005	0	58	52,98	3.073,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.362,000 -0,874 0,382
	1	52	58,31	3.032,00		
	Totaal	110				
TOBIN's Q GEM	0	58	52,88	3.067,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.356,000 -0,910 0,363
	1	52	58,42	3.038,00		
	Totaal	110				

Grouping Variable: % internen dummy
Bron: eigen verwerking

Hypothese 4: Hoe groter de proportie bestuurders met meerdere bestuursmandaten in een Raad van Bestuur, hoe minder de prestaties van de onderneming zal zijn.

De resultaten van de Pearson en de Spearman's Rho test voor elke variabele in verband met het aantal mandaten per bestuurder blijkt uit tabel 8 niet significant te zijn met de prestaties van de onderneming. Voor elke variabele in verband met het

aantal mandaten hebben we de testen van het gemiddelde berekend. De T-test en de Mann-Whitney test voor de variabele ' > drie mandaten ' geven hetzelfde resultaat als de correlatietesten waardoor de hypothese dus niet aanvaardt kan worden. Deze variabele werd ingedeeld in twee groepen met als groep 0 de ondernemingen waarbij minder dan 53 % van de bestuurders meer dan drie mandaten in verschillende Raden van Bestuur had. Groep 1 daarentegen bevat de ondernemingen waarbij meer dan 53 % meer dan drie mandaten heeft. In tabel 15 en 16 kan u de resultaten aflezen.

Tabel 15. T-test voor hypothese 4 (> 3 mandaten)

N = 110	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group 0 (N=54)	Mean Group 1 (N=56)
ROE 2005	0,052	0,820	0,285	108	0,776	12,5694	10,9700
ROA 2005	1,465	0,229	-0,318	108	0,751	7,9789	8,9698
ROE GEM	0,142	0,707	-0,090	108	0,929	8,9308	9,3369
ROA GEM	2,786	0,098	-0,798	108	0,427	6,2937	8,0910
TOBIN's Q 2005	4,034	0,047	1,382	108	0,170	2,0104	1,6277
TOBIN's Q GEM	3,697	0,057	1,250	108	0,214	1,8013	1,5110

Equal variances assumed
Bron: eigen verwerking

Grouping Variable: > drie mandaten dummy

Tabel 16. Mann-Whitney test voor hypothese 4 (> 3 mandaten)

N= 110	> drie mandaten dummy	N	Mean Rank	Sum of Ranks		
ROE 2005	0	54	53,70	2.900,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.415,000 -0,580 0,562
	1	56	57,23	3.205,00		
	Totaal	110				
ROA 2005	0	54	51,99	2.807,50	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.322,500 -1,133 0,257
	1	56	58,88	3.297,50		
	Totaal	110				
ROE GEM	0	54	51,32	2.771,50	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.286,500 -1,348 0,178
	1	56	59,53	3.333,50		
	Totaal	110				
ROA GEM	0	54	51,25	2.767,50	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.282,500 -1,372 0,170
	1	56	59,60	3.337,50		
	Totaal	110				
TOBIN's Q 2005	0	54	58,41	3.154,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.355,000 -0,939 0,348
	1	56	52,70	2.951,00		
	Totaal	110				
TOBIN's Q GEM	0	54	58,09	3.137,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.372,000 -0,837 0,403
	1	56	53,00	2.968,00		
	Totaal	110				

Grouping Variable: > drie mandaten dummy
Bron: eigen verwerking

We testen nu dezelfde hypothese maar dan voor de variabele ' > vier mandaten '. Na de correlatietesten tonen nu ook de T-test (tabel 17) en de Mann-Whitney test (tabel 18) geen significant verband. De indeling in groepen gebeurde hier op basis van de mediaan uit tabel 6 op pagina 73 die 46 % bedraagt. Wel blijkt uit deze beide testen dat de Tobin's q-ratio dichterbij een significant verband aanleunt dan de andere ratio's, maar het is nog niet voldoende om te spreken van een significant verband.

Tabel 17. T-test voor hypothese 4 (> 4 mandaten)

N= 110	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group 0 (N=51)	Mean Group 1 (N=59)
ROE 2005	0,479	0,491	0,379	108	0,706	12,8988	10,7666
ROA 2005	0,078	0,781	0,089	108	0,929	8,6331	8,3539
ROE GEM	0,207	0,650	0,004	108	0,996	9,1483	9,1282
ROA GEM	0,413	0,522	-0,484	108	0,629	6,6208	7,7168
TOBIN's Q 2005	3,908	0,051	1,406	108	0,163	2,0248	1,6347
TOBIN's Q GEM	6,327	0,013	1,675	108	0,097	1,8615	1,4738

Equal variances assumed
Bron: eigen verwerking

Grouping Variable: > vier mandaten dummy

Tabel 18. Mann-Whitney test voor hypothese 4 (> 4 mandaten)

N= 110	> vier mandaten dummy	N	Mean Rank	Sum of Ranks		
ROE 2005	0	51	55,59	2.835,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.500,000 -0,027 0,978
	1	59	55,42	3.270,00		
	Totaal	110				
ROA 2005	0	51	54,77	2.793,50	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.467,500 -0,222 0,824
	1	59	56,13	3.311,50		
	Totaal	110				
ROE GEM	0	51	53,48	2.727,50	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.401,500 -0,617 0,537
	1	59	57,25	3.377,50		
	Totaal	110				
ROA GEM	0	51	53,40	2.723,50	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.397,500 -0,641 0,521
	1	59	57,31	3.381,50		
	Totaal	110				
TOBIN's Q 2005	0	51	58,90	3.004,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.331,000 -1,040 0,298
	1	59	52,56	3.101,00		
	Totaal	110				
TOBIN's Q GEM	0	51	59,12	3.015,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.320,000 -1,106 0,269
	1	59	52,37	3.090,00		
	Totaal	110				

Grouping Variable: > vier mandaten dummy
Bron: eigen verwerking

Dezelfde resultaten voor alle testen bekomen we wanneer we de variabele ' > vijf mandaten ' nemen en vergelijken met de verschillende ratio's. Dit kunnen we aflezen uit onderstaande tabellen 19 en 20 die de testen van het gemiddelde weergeven. Ook hier is het significantieniveau van de Tobin's q-ratio opvallend lager dan die van de boekhoudkundige maatstaven maar er is nog steeds geen sprake van een significant verband tussen de variabelen. De groepen werden ingedeeld op basis van de mediaan die 40 % bedraagt (zie tabel 6 op pagina 73).

Tabel 19. T-test voor hypothese 4 (> 5 mandaten)

N= 110	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group 0 (N=55)	Mean Group 1 (N=55)
ROE 2005	1,355	0,247	0,322	108	0,748	12,6590	10,8513
ROA 2005	0,066	0,798	-0,006	108	0,995	8,4745	8,4922
ROE GEM	0,578	0,449	-0,003	108	0,998	9,1314	9,1436
ROA GEM	0,043	0,837	-0,546	108	0,586	6,5926	7,8247
TOBIN's Q 2005	2,538	0,114	1,281	108	0,203	1,9932	1,6380
TOBIN's Q GEM	4,229	0,042	1,576	108	0,118	1,8358	1,4712

Equal variances assumed
Bron: eigen verwerking

Grouping Variable: > vijf mandaten dummy

Tabel 20. Mann-Whitney test voor hypothese 4 (> 5 mandaten)

N= 110	> vijf mandaten dummy	N	Mean Rank	Sum of Ranks		
ROE 2005	0	55	55,82	3.070,00	Mann-Whitney U	1.495,000
	1	55	55,18	3.035,00	Z	-0,105
	Totaal	110			Asymp. Sig. (2-tailed)	0,917
ROA 2005	0	55	54,85	3.016,50	Mann-Whitney U	1.476,500
	1	55	56,15	3.088,50	Z	-0,215
	Totaal	110			Asymp. Sig. (2-tailed)	0,830
ROE GEM	0	55	53,46	2.940,50	Mann-Whitney U	1.400,500
	1	55	57,54	3.164,50	Z	-0,670
	Totaal	110			Asymp. Sig. (2-tailed)	0,503
ROA GEM	0	55	53,35	2.934,50	Mann-Whitney U	1.394,500
	1	55	57,65	3.170,50	Z	-0,705
	Totaal	110			Asymp. Sig. (2-tailed)	0,481
TOBIN's Q 2005	0	55	58,96	3.243,00	Mann-Whitney U	1.322,000
	1	55	52,04	2.862,00	Z	-1,139
	Totaal	110			Asymp. Sig. (2-tailed)	0,255
TOBIN's Q GEM	0	55	59,53	3.274,00	Mann-Whitney U	1.291,000
	1	55	51,47	2.831,00	Z	-1,324
	Totaal	110			Asymp. Sig. (2-tailed)	0,185

Grouping Variable: > vijf mandaten dummy
Bron: eigen verwerking

Tenslotte bekijken we de vierde hypothese ook nog eens met de variabele ' > zes mandaten '. Dit geeft zoals bij de vorige drie soortgelijke variabelen hetzelfde resultaat. Ook hier wijzen de resultaten van de T-test en de Mann-Whitney test uit de onderstaande tabellen 21 en 22 op geen enkel significant verband. De mediaan van 35 % werd hier gebruikt om de groepen in te delen.

Tabel 21. T-test voor hypothese 4 (> 6 mandaten)

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group 0 (N=55)	Mean Group 1 (N=55)
ROE 2005	1,092	0,298	0,329	108	0,743	12,6783	10,8320
ROA 2005	0,011	0,917	-0,200	108	0,842	8,1725	8,7942
ROE GEM	0,318	0,574	-0,142	108	0,888	8,8179	9,4572
ROA GEM	0,077	0,782	-0,559	108	0,577	6,5778	7,8395
TOBIN's Q 2005	0,876	0,351	0,700	108	0,485	1,9132	1,7180
TOBIN's Q GEM	2,408	0,124	0,938	108	0,350	1,7628	1,5443

Equal variances assumed
Bron: eigen verwerking

Grouping Variable: > zes mandaten dummy

Tabel 22. Mann-Whitney test voor hypothese 4 (> 6 mandaten)

	> zes mandaten dummy	N	Mean Rank	Sum of Ranks		
ROE 2005	0	55	56,33	3.098,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.467,000 -0,272 0,786
	1	55	54,67	3.007,00		
	Totaal	110				
ROA 2005	0	55	55,35	3.044,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.504,000 -0,051 0,959
	1	55	55,65	3.061,00		
	Totaal	110				
ROE GEM	0	55	53,81	2.959,50	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.419,500 -0,556 0,578
	1	55	57,19	3.145,50		
	Totaal	110				
ROA GEM	0	55	53,54	2.944,50	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.404,500 -0,646 0,519
	1	55	57,46	3.160,50		
	Totaal	110				
TOBIN's Q 2005	0	55	57,11	3.141,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.424,000 -0,529 0,597
	1	55	53,89	2.964,00		
	Totaal	110				
TOBIN's Q GEM	0	55	56,96	3.133,00	Mann-Whitney U Z Asymp. Sig. (2-tailed)	1.432,000 -0,481 0,630
	1	55	54,04	2.972,00		
	Totaal	110				

Grouping Variable: > vijf mandaten dummy
Bron: eigen verwerking

Hypothese 4 kan dus voor geen enkele van de vier variabelen worden aanvaardt. Zowel de correlatietesten als de testen van het gemiddelde wijzen telkens op de afwezigheid van een significant verband. In de volgende paragraaf gaan we een multivariate analyse uitvoeren om toch een eventueel verband op te sporen.

5.4.5 Multipiele regressie

De multivariate analyse zal bestaan uit een drietal analyses, met als doel om een beter beeld te krijgen van de relaties tussen (1) de grootte van de Raad van Bestuur, (2) de externe bestuurders en (3) het aantal mandaten en de prestaties van een onderneming. De gebruikte technieken gaan na in welke mate een groep van variabelen invloed heeft op een afhankelijke variabele. Zo zal aan de hand van drie regressies worden nagegaan welke elementen een rol spelen op de bedrijfsprestaties.

In dit gedeelte van de bespreking van de resultaten wordt er een regressie-analyse uitgevoerd op de data van de verschillende variabelen. Een regressie is een studie van de afhankelijkheid van een variabele (afhankelijke variabele) die beïnvloed wordt door één of meer andere variabelen (de verklarende variabelen) (GUJARATI (2003)). Zo kunnen we de grootte van de impact van de variabelen nagaan op de verschillende soorten maatstaven. We zullen voor elke maatstaf een regressie uitvoeren op alle variabelen. Vervolgens gaan we kijken welke coëfficiënten er significant zijn op een betrouwbaarheidsniveau van 95 %. Er zal tevens in de ANOVA tabel gekeken worden of het model in zijn geheel significant is. Ook de R^2 van het model zal onderzocht worden. De R^2 (determinatie-coëfficiënt) geeft het deel van de bedrijfsprestaties weer die door het gevonden model verklaard kunnen worden. Met andere woorden kunnen we ook nog stellen dat de R^2 een maatstaf is die ons verteld hoe goed de regressielijn van de steekproef past op de data (GUJARATI (2003)).

Bij elke afhankelijke variabele (ROE 2005, ROA 2005 en TOBIN's Q 2005) worden er twee tabellen weergegeven. De eerste tabel is de tabel Coefficients en bevat de eigenlijke regressievergelijking, de tweede tabel is de ANOVA tabel met de uitkomsten van de variantie-analyse en hier wordt ook de R en R^2 weergegeven. In de tabel Coefficients kunnen we voor elke variabele de bekomen coëfficiënten aflezen. Elke coëfficiënt geeft aan in welke mate de beïnvloedende variabelen een effect hebben op de afhankelijke variabele (één van de boekhoudkundige of de marktgebaseerde maatstaven).

In de volgende regressies is de afhankelijke variabele respectievelijk de ROE van 2005, de ROA van 2005 en de Tobin's Q van 2005. De onafhankelijke variabelen zijn iedere keer het aantal bestuurders en het percentage aan externe bestuurders. De derde onafhankelijke variabele in elke regressie is één van de vier verschillende variabelen in verband met het aantal mandaten.

ROE 2005

Bij de eerste regressie gaan we de afhankelijke variabele ' ROE 2005 ' testen aan de hand van de variabelen ' aantal bestuurders ', ' % externen ' en de variabelen in verband met het aantal mandaten. Deze variabelen werden reeds afzonderlijk getoetst tijdens de univariate analyse maar nu wordt er onderzocht of ze in groep een verband vertonen.

Uit de gegevens van tabel 23 op de volgende pagina blijkt dat enkel het percentage aan externe bestuurders in een Raad van Bestuur een significante invloed heeft op de Return on Equity (ROE) van 2005. Dit kan men afleiden uit de laatste kolom. Bovendien vertoont deze variabele verrassend genoeg een negatief effect. Deze resultaten zijn dezelfde voor alle variabelen over het aantal mandaten.

Tabel 23. Coefficients ROE 2005

Model	N = 110	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
a	(Constant)	57,202	19,592		2,920	0,004
	AANTAL BESTUURDERS	0,570	0,582	0,113	0,981	0,329
	% EXTERNEN	-0,536	0,256	-0,241	-2,096	0,038
	> 3 MANDATEN	-0,174	0,127	-0,130	-1,369	0,174
b	(Constant)	56,152	19,704		2,850	0,005
	AANTAL BESTUURDERS	0,570	0,583	0,113	0,978	0,330
	% EXTERNEN	-0,545	0,257	-0,245	-2,122	0,036
	> 4 MANDATEN	-0,161	0,133	-0,116	-1,211	0,229
c	(Constant)	50,127	19,263		2,602	0,011
	AANTAL BESTUURDERS	0,572	0,589	0,113	0,972	0,333
	% EXTERNEN	-0,521	0,257	-0,234	-2,024	0,045
	> 5 MANDATEN	-0,084	0,145	-0,056	-0,579	0,564
d	(Constant)	49,104	19,285		2,546	0,012
	AANTAL BESTUURDERS	0,586	0,589	0,116	0,996	0,322
	% EXTERNEN	-0,523	0,258	-0,235	-2,029	0,045
	> 6 MANDATEN	-0,066	0,153	-0,041	-0,430	0,668

Bron: eigen verwerking

Dependent Variable: ROE 2005

Uit tabel 24 kunnen we dan weer afleiden dat er telkens slechts een kleine 5 % van de variantie in de ROE van 2005 kan verklaard worden door het regressiemodel. Dit blijkt uit de waarde van R^2 die 0,054 of nog lager bedraagt. Ook de p-waarde (Sig.) is te hoog om de variantie te verklaren.

Tabel 24. ANOVA ROE 2005

Model		Sum of Squares	df	F	Sig.	R	R Square
a	Regression	5.033,178	3	2,004	,118	,232	0,054
	Residual	88.742,260	106				
	Total	93.775,439	109				
b	Regression	4.695,505	3	1,862	,140	,224	0,050
	Residual	89.079,934	106				
	Total	93.775,439	109				
c	Regression	3.747,612	3	1,471	,227	,200	0,040
	Residual	90.027,826	106				
	Total	93.775,439	109				
d	Regression	3.620,163	3	1,419	,241	,196	0,039
	Residual	90.155,275	106				
	Total	93.775,439	109				

a. Predictors: (Constant), > 3 MANDATEN, % EXTERNEN, AANTAL BESTUURDERS

b. Predictors: (Constant), > 4 MANDATEN, % EXTERNEN, AANTAL BESTUURDERS

c. Predictors: (Constant), > 5 MANDATEN, % EXTERNEN, AANTAL BESTUURDERS

d. Predictors: (Constant), > 6 MANDATEN, % EXTERNEN, AANTAL BESTUURDERS

Bron: eigen verwerking

Dependent Variable: ROE 2005

ROA 2005

Een andere regressie die kan uitgevoerd worden, heeft betrekking op de Return on Assets (ROA) van 2005. Ook hier leek het interessant om de gezamenlijke invloed van een aantal variabelen op de ROA te onderzoeken aan de hand van een multivariate regressie. De variabelen zijn dezelfde als bij de ROE en de resultaten zijn terug te vinden in tabel 25 en 26. Zo blijkt uit tabel 25 dat geen enkele variabele een significante invloed heeft op de ROA, al zou het percentage aan externe bestuurders voor de vier modellen wel een significante invloed hebben met een betrouwbaarheid van 90 %. Ook hier is net zoals bij de ROE sprake van een negatieve invloed, wat toch verrassend is.

Tabel 25. Coefficients ROA 2005

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
N = 110						
a	(Constant)	27,453	10,990		2,498	0,014
	AANTAL BESTUURDERS	0,222	0,326	0,079	0,680	0,498
	% EXTERNEN	-0,251	0,143	-0,204	-1,750	0,083
	> 3 MANDATEN	-0,027	0,071	-0,036	-0,375	0,709
b	(Constant)	28,320	11,023		2,569	0,012
	AANTAL BESTUURDERS	0,218	0,326	0,078	0,667	0,506
	% EXTERNEN	-0,255	0,144	-0,207	-1,776	0,079
	> 4 MANDATEN	-0,041	0,074	-0,054	-0,554	0,581
c	(Constant)	26,389	10,733		2,459	0,016
	AANTAL BESTUURDERS	0,222	0,328	0,079	0,677	0,500
	% EXTERNEN	-0,249	0,143	-0,202	-1,735	0,086
	> 5 MANDATEN	-0,013	0,081	-0,016	-0,165	0,869
d	(Constant)	25,406	10,739		2,366	0,020
	AANTAL BESTUURDERS	0,231	0,328	0,083	0,706	0,482
	% EXTERNEN	-0,248	0,144	-0,201	-1,728	0,087
	> 6 MANDATEN	0,008	0,085	0,009	0,089	0,929

Bron: eigen verwerking

Dependent Variable: ROA 2005

De R², die afgelezen kan worden uit tabel 26 op de volgende pagina, geeft ook voor deze analyse aan dat er door de vier verschillende modellen slechts een heel klein deel van de totale variantie verklaart kan worden, namelijk maar 3 %.

Tabel 26. ANOVA ROA 2005

Model		Sum of Squares	df	F	Sig.	R	R Square
a	Regression	859,467	3	1,088	,358	,173	0,030
	Residual	27.921,980	106				
	Total	28.781,447	109				
b	Regression	903,172	3	1,145	,335	,177	0,031
	Residual	27.878,274	106				
	Total	28.781,447	109				
c	Regression	829,678	3	1,049	,374	,170	0,029
	Residual	27.951,769	106				
	Total	28.781,447	109				
d	Regression	824,586	3	1,042	,377	,169	0,029
	Residual	27.956,861	106				
	Total	28.781,447	109				

a. Predictors: (Constant), > 3 MANDATEN, % EXTERNEN, AANTAL BESTUURDERS

b. Predictors: (Constant), > 4 MANDATEN, % EXTERNEN, AANTAL BESTUURDERS

c. Predictors: (Constant), > 5 MANDATEN, % EXTERNEN, AANTAL BESTUURDERS

d. Predictors: (Constant), > 6 MANDATEN, % EXTERNEN, AANTAL BESTUURDERS

Bron: eigen verwerking

Dependent Variable: ROA 2005

TOBIN's Q 2005

Voor de laatste regressies wordt de Tobin's Q gebruikt als afhankelijke variabele. Uit tabel 27 blijkt dat er nu geen enkele variabele een significante invloed uitoefent op de afhankelijke variabele Tobin's Q van 2005.

Tabel 27. Coefficients TOBIN's Q 2005

Model	N = 110	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
a	(Constant)	2,288	0,992		2,307	0,023
	AANTAL BESTUURDERS	-0,027	0,029	-0,105	-0,901	0,370
	% EXTERNEN	0,003	0,013	0,026	0,224	0,823
	> 3 MANDATEN	-0,007	0,006	-0,107	-1,108	0,270
b	(Constant)	2,305	0,995		2,315	0,023
	AANTAL BESTUURDERS	-0,027	0,029	-0,106	-0,909	0,365
	% EXTERNEN	0,002	0,013	0,021	0,183	0,855
	> 4 MANDATEN	-0,008	0,007	-0,109	-1,124	0,264
c	(Constant)	2,079	0,972		2,140	0,035
	AANTAL BESTUURDERS	-0,027	0,030	-0,108	-0,917	0,361
	% EXTERNEN	0,003	0,013	0,031	0,268	0,789
	> 5 MANDATEN	-0,005	0,007	-0,068	-0,700	0,485
d	(Constant)	2,167	0,970		2,234	0,028
	AANTAL BESTUURDERS	-0,028	0,030	-0,110	-0,937	0,351
	% EXTERNEN	0,003	0,013	0,028	0,243	0,809
	> 6 MANDATEN	-0,007	0,008	-0,093	-0,951	0,344

Bron: eigen verwerking

Dependent Variable: TOBIN's Q 2005

Uit tabel 28 blijkt dat ook voor deze laatste regressies er slechts een te verwaarlozen gedeelte (amper 1,5 %) van de variantie kan verklaard worden door het model.

Tabel 28. ANOVA TOBIN's Q 2005

Model		Sum of Squares	df	F	Sig.	R	R Square
a	Regression	4,284	3	0,666	,575	,136	0,018
	Residual	227,430	106				
	Total	231,714	109				
b	Regression	4,358	3	0,677	,568	,137	0,019
	Residual	227,356	106				
	Total	231,714	109				
c	Regression	2,709	3	0,418	,740	,108	0,012
	Residual	229,005	106				
	Total	231,714	109				
d	Regression	3,598	3	0,557	,644	,125	0,016
	Residual	228,117	106				
	Total	231,714	109				

a. Predictors: (Constant), > 3 MANDATEN, % EXTERNEN, AANTAL BESTUURDERS

b. Predictors: (Constant), > 4 MANDATEN, % EXTERNEN, AANTAL BESTUURDERS

c. Predictors: (Constant), > 5 MANDATEN, % EXTERNEN, AANTAL BESTUURDERS

d. Predictors: (Constant), > 6 MANDATEN, % EXTERNEN, AANTAL BESTUURDERS

Bron: eigen verwerking

Dependent Variable: TOBIN's Q 2005

De conclusie van de bovenstaande regressies is dat het percentage aan externe bestuurders in de Raad van Bestuur een significante invloed heeft op de rentabiliteitsmaatstaven van de onderneming, zij het wel een negatief effect. Deze uitkomsten gaan wel in tegen de resultaten van de univariate analyse. Op de marktgerelateerde maatstaf Tobin's Q heeft geen enkele variabele een significante invloed.

5.5 Besluit

Uit de resultaten van het empirisch onderzoek in dit hoofdstuk kan er geen enkele van de gestelde hypothesen worden bevestigd. Er werd onderzocht welke factoren, die verband houden met de samenstelling van de Raad van Bestuur, de prestaties van de onderneming kunnen verklaren. De samenstelling van de Raad

van Bestuur verschilt immers sterk van onderneming tot onderneming, en dit op vier vlakken: (1) het aantal bestuurders, (2) het relatief belang van externe bestuurders, (3) het relatief belang van interne bestuurders en (4) het aantal bestuurders met meer als drie, vier, vijf of zes bestuursmandaten.

Gegeven verschillende agency problemen, zullen Raden van Bestuur ook een afwijkende controlestructuur ontwerpen om het management te disciplineren. Vandaar de verschillen in de samenstelling van de Raad van Bestuur, het orgaan dat de directe controle door de aandeelhouders vertegenwoordigt. De vraag is of die verschillen in de samenstelling van de Raad van Bestuur ook een invloed hebben op de ondernemingsprestaties. De academische literatuur bevat aanwijzingen dat dit effectief zo is. De vraag die zich dan ook stelt is hoe een optimale Raad van Bestuur er moet uitzien om de prestaties van de onderneming te bevorderen.

Daarom werd in de eerste plaats de rentabiliteit vergeleken van ondernemingen waarvan de samenstelling van de Raad van Bestuur verschilt. Voor de ondernemingen in de steekproef blijkt dat niet het geval te zijn. De rentabiliteitsmaatstaven van de ondernemingen verschillen niet significant naargelang het aantal bestuurders, noch naargelang het relatief belang van externe of interne bestuurders in de Raad van Bestuur, noch naargelang het aantal mandaten dat de bestuurders hebben.

De conclusie van de multiële regressies is dat de variabele in verband met het percentage aan externe bestuurders in de Raad van Bestuur een significante invloed heeft op de rentabiliteitsmaatstaven van de onderneming, zij het wel een negatief effect. Voor de ROE is het significant met een betrouwbaarheid van 95 %, voor de ROA met een betrouwbaarheid van 90 %. Deze uitkomsten gaan wel in tegen de resultaten van de univariate analyse waar deze variabele geen significante invloed vertoonde.

De verschillen in de samenstelling van de Raad van Bestuur bleken voor zowel de univariate als de multivariate analyse niet significant in verband te staan met de marktgerelateerde maatstaf Tobin's Q.

Concluderend kan gesteld worden dat er geen significant verband werd gevonden tussen de samenstelling van de Raad van Bestuur en de waarde van de ondernemingen in de steekproef.

Hoofdstuk 6 Algemeen besluit

In dit laatste hoofdstuk wordt de thesis bondig overlopen en wordt er een kort overzicht gegeven van de resultaten die voortvloeien uit het verrichte onderzoek. Verder worden een aantal richtlijnen meegegeven die voor toekomstig onderzoek van dienst kunnen zijn en wordt de totstandkoming van deze thesis geëvolueerd.

6.1 Overzicht

Het doel van corporate governance of deugdelijk bestuur is het creëren van een structuur waarbinnen de individuele belangen van de belanghebbenden van de onderneming optimaal in evenwicht worden gebracht, zodanig dat in een competitieve omgeving allen overleven. Corporate governance is in deze visie ruimer dan louter de regeling van de relatie tussen management en aandeelhouders. Niettemin lag de focus in deze eindverhandeling voornamelijk op deze relatie met langs de ene kant de Raad van Bestuur met zijn bestuurders en langs de andere kant de aandeelhouders die een maximalisatie van de waarde van het bedrijf nastreven. Complexe, open vennootschappen worden gekenmerkt door een scheiding tussen de eigenaars van de onderneming en het management, dat de dagelijkse beslissingen neemt. Een manager is de vertegenwoordiger van de aandeelhouders binnen de onderneming. Deugdelijk bestuur moet er in dit geval voor zorgen dat het topmanagement niet het eigenbelang nastreeft maar wel de maximalisatie van de waarde van de onderneming.

De oorzaak van dit agency probleem ligt in de uiteenlopende belangen die de aandeelhouders en het topmanagement hebben. Managers streven een zo hoog mogelijke macht en reputatie na en, hiermee samenhangend, een zo hoog mogelijke vergoeding. In sommige gevallen is het management hierdoor geneigd beslissingen te nemen die niet in het voordeel zijn van de aandeelhouders. En voor die aandeelhouders telt enkel de waarde van het aandeel. De

aandeelhouders moeten er dus voor zorgen dat het management beslissingen neemt die de waarde van het aandeel verhogen.

Om zo goed mogelijk het management te kunnen controleren is er een Raad van Bestuur. In deze Raad van Bestuur zetelen meestal zowel interne als externe bestuurders. Nu blijkt dat, door recent gepubliceerde literatuur, dat externe bestuurders soms meerdere bestuursmandaten bekleden. Hierdoor zouden ze minder tijd kunnen hebben en hun onafhankelijkheid verliezen. Of deze bestuursmandaten werkelijk een invloed hebben op de bedrijfsprestaties was in deze thesis de onderzoeksvraag, waarover verder meer.

Het Angelsaksische corporate governance model (Canada, Verenigde Staten, Verenigd Koninkrijk) wordt gekenmerkt door een groot aantal beursgenoteerde bedrijven, waarvan de aandelen verspreid zitten onder een groot aantal aandeelhouders, waartussen weinig relaties bestaan. Belangrijke factoren ter verklaring van deze verspreide eigendomsstructuur zijn de sterke aanwezigheid van institutionele beleggers en de aandelencultuur bij de gezinnen. In Continentaal Europese landen (België, Duitsland, Frankrijk, Nederland) zijn er slechts weinig ondernemingen waarvan de aandelen publiek verhandeld worden. De kapitaalmarkten zijn er vaak weinig liquide en er bestaan complexe relaties tussen de verschillende holdings. De verschillende graad van concentratie in de aandeelhoudersstructuur heeft uiteraard gevolgen voor de disciplinerende van het management. In de Continentaal Europese visie staat het management in een duurzame en stabiele relatie tot één of een paar belangrijke grootaandeelhouders. Het grote voordeel hiervan is dat de (interne) Raad van Bestuur, waarin de voornaamste eigenaars vertegenwoordigd zijn, op die manier gemakkelijker controle kan uitoefenen op het management. De disciplineringskracht van de Raad van Bestuur is alleszins groter dan in het Angelsaksische marktgeoriënteerde systeem, waar de aandelenmarkt en de openbare overnamemarkt dan weer belangrijker zijn. Bij het voeren van empirisch onderzoek in België moet men met deze bedenking rekening houden. Bepaalde

sturingsmechanismen zullen in de Belgische context belangrijker zijn dan andere. Dit is zeker het geval voor de controle door de Raad van Bestuur. De instelling van de Raad van Bestuur als controle- of toezichtsorgaan is ten dele een oplossing voor het agency probleem tussen de aandeelhouders en het management van de moderne, open onderneming. Alleen voor beslissingen die het wezen van de vennootschap raken, is de uitdrukkelijke instemming van de aandeelhouders vereist. Zij kiezen een Raad van Bestuur. Deze beslist over de strategische aangelegenheden. Op haar beurt delegeert de Raad van Bestuur beslissingsbevoegdheid voor de lopende zaken aan een beperkt managementteam, dat het dagelijks bestuur waarneemt.

De manier waarop de Raad van Bestuur is samengesteld, verschilt van onderneming tot onderneming. In de eerste plaats zijn er verschillen in het relatief belang van externe bestuurders (outsiders) en interne of actieve bestuurders (insiders). Interne bestuurders zetten zich permanent in binnen de onderneming. Zij zijn van nabij bij het dagelijks beleid betrokken en kunnen hierover nuttige toelichting geven. Hun opname in de Raad van Bestuur kan andere bestuurders ook beter in staat stellen hen te beoordelen om later eventueel de gedelegeerd bestuurder op te volgen. Het nadeel van een Raad van Bestuur die door internen wordt gedomineerd, is dat daardoor de controlefunctie van de Raad van Bestuur in het gedrang komt. Daarom is het nuttig één of meer externe bestuurders in de Raad van Bestuur op te nemen. Dit zijn bestuurders die naast hun bestuursmandaat geen actieve rol binnen de onderneming vervullen. De academische literatuur geeft geen overtuigend antwoord op de vraag of het opnemen van outsiders in de Raad van Bestuur leidt tot betere ondernemingsprestaties. Er moeten hoedanook een aantal voorwaarden zijn voldaan opdat (al dan niet onafhankelijke) externe bestuurders een impact zouden hebben op de ondernemingsprestaties: regelmatige contacten tussen outsider-bestuurders en insider-managers, degelijke informatieverstrekking en een objectieve aanwijzingsprocedure voor externen. Het optimum bestaat wellicht uit gemengde raden van bestuur, waarin zowel interne als externe bestuurders

zetelen. Verder is er een grote verscheidenheid in het aantal leden van de Raad van Bestuur. Een kleine Raad van Bestuur zou vlotter functioneren en minder te manipuleren zijn door de gedelegeerd bestuurder. Tenslotte is er voor de bestuurders ook een verschil in het aantal bestuursmandaten dat ze op zich nemen. Het bekleden van (te) veel bestuursmandaten in, vooral beursgenoteerde, bedrijven heeft namelijk recentelijk heel wat aandacht en kritiek gekregen. Een probleem in verband met die bestuurders is dat de externe bestuurders te veel bestuursmandaten op zich nemen en hierdoor hun verantwoordelijkheid niet zouden kunnen nemen. De bestuurders zetelen in meer dan één Raad van Bestuur waardoor ze minder tijd zouden hebben om hun taken degelijk uit te voeren en misschien hun onafhankelijkheid verliezen. Het hebben van meerdere bestuursmandaten kan leiden tot te drukke bestuurders zodat die geen effectieve adviseurs meer kunnen zijn in elke Raad van Bestuur. De bedoeling van deze thesis was dan ook na te gaan of deze externe bestuurders nog een toegevoegde waarde betekenen voor een beursgenoteerd bedrijf indien ze teveel mandaten op zich nemen.

De vraag is of die verschillen in de samenstelling van de Raad van Bestuur ook een invloed hebben op de ondernemingsprestaties. Niet alleen bevat de wetenschappelijke literatuur vaak tegenstrijdige aanknopingspunten. Bovendien is de bestaande empirische literatuur over de samenstelling van de Raad van Bestuur meestal gebaseerd op steekproeven van Amerikaanse ondernemingen, die in een heel ander corporate governance model opereren. Omwille van deze twee redenen werd in een eigen empirisch onderzoek de situatie van de in België gevestigde beursgenoteerde ondernemingen onder de loep genomen.

Uit ons onderzoek blijkt dat, voor de ondernemingen in onze steekproef, niet het geval te zijn. De verschillen in de samenstelling van de Raad van Bestuur blijken niet significant in verband te staan met bepaalde boekhoudkundige en marktgerelateerde maatstaven. De waarde van de onderneming verandert dus niet naargelang het aantal externe bestuurders of naargelang het aantal mandaten

dat de bestuurders van de Raad van Bestuur hebben in een ander bedrijf. De samenstelling van de Raad van Bestuur heeft geen beïnvloedende impact op de prestaties van de onderneming.

6.2 Richtlijnen en opmerkingen

Onmiddellijk dient gewezen te worden op het exploratief karakter van dit onderzoeksopzet. Het is de bedoeling een aantal vaststellingen te doen, die de basis kunnen vormen voor een eventueel, meer grootschalig, onderzoeksproject in de toekomst. De beperkte steekproefomvang, Belgische bedrijven op Euronext Brussel, kan voor een vertekend beeld hebben gezorgd. Zo kan men in de steekproef alle ondernemingen opnemen die op de beurs zijn genoteerd of een vergelijking maken met de niet-beursgenoteerde bedrijven. Verder kan men naast de definitie van externe bestuurder ook de definitie van strikt onafhankelijke bestuurder gebruiken om de hypothesen te testen. Het is misschien handig om, naast het aantal mandaten van de bestuurders, ook te kijken of de bestuurders aanwezig zijn op alle vergaderingen. Aan de hand hiervan zouden de hypothesen nog eens onderzocht kunnen worden want het kan zijn dat de bestuurder, ondanks zijn vele mandaten, toch altijd aanwezig is en zo dus helemaal geen nadelig effect heeft.

Lijst van figuren

Figuur 1. Overzicht van de theorieën gerelateerd aan de functies van de Raad van Bestuur.....	43 -
---	------

Lijst van tabellen

Tabel 1. Overzicht van studies over bestuurders met meerdere bestuursmandaten.....	49 -
Tabel 2. Overzicht van variabelen i.v.m. de samenstelling van de Raad van Bestuur.....	66 -
Tabel 3. Overzicht van variabelen in verband met het aantal mandaten per bestuurder.....	67 -
Tabel 4. Overzicht van boekhoudkundige variabelen.....	68 -
Tabel 5. Overzicht van de marktgerichte variabele.....	69 -
Tabel 6. Beschrijvende statistieken op basis van steekproef met N = 110.....	73 -
Tabel 7. Kolmogorov-Smirnov Test voor steekproef met N = 110.....	75 -
Tabel 8. Resultaten van de Pearson en de Spearman's Rho test.....	76 -
Tabel 9. T-test voor hypothese 1	79 -
Tabel 10. Mann-Whitney test voor hypothese 1	79 -
Tabel 11. T-test voor hypothese 2	80 -
Tabel 12. Mann-Whitney test voor hypothese 2	81 -
Tabel 13. T-test voor hypothese 3	82 -
Tabel 14. Mann-Whitney test voor hypothese 3	82 -
Tabel 15. T-test voor hypothese 4 (> 3 mandaten).....	83 -
Tabel 16. Mann-Whitney test voor hypothese 4 (> 3 mandaten).....	83 -
Tabel 17. T-test voor hypothese 4 (> 4 mandaten).....	84 -
Tabel 18. Mann-Whitney test voor hypothese 4 (> 4 mandaten).....	84 -
Tabel 19. T-test voor hypothese 4 (> 5 mandaten).....	85 -
Tabel 20. Mann-Whitney test voor hypothese 4 (> 5 mandaten).....	85 -
Tabel 21. T-test voor hypothese 4 (> 6 mandaten).....	86 -
Tabel 22. Mann-Whitney test voor hypothese 4 (> 6 mandaten).....	86 -
Tabel 23. Coefficients ROE 2005.....	89 -
Tabel 24. ANOVA ROE 2005	89 -
Tabel 25. Coefficients ROA 2005.....	90 -
Tabel 26. ANOVA ROA 2005	91 -
Tabel 27. Coefficients TOBIN's Q 2005.....	91 -
Tabel 28. ANOVA TOBIN's Q 2005.....	92 -

Lijst van geraadpleegde werken

AGUILERA, R.V. en A. CUERVO-CAZURRA, 2004, Codes of Good Governance Worldwide : What is the Trigger ?, *Organization Studies* 25 (3), 415-443

ALSHIMMIRI, T., 2004, Board composition, executive remuneration and corporate performance: The case of REIT's, *Corporate Ownership & Control* 2 (1), 105-107

ANDERSON, R.C. en D.M. REEB, 2004, Board Composition: Balancing Family Influence in SP 500, *Administrative Science Quarterly* 49, 209

AOKI, M., et al., 1989, *The Firm as a Nexus of Treaties*, Sage, Londen

BALLON, G.L., K. GEENS en J. STUYCK, 2001, *Handels- en vennootschapsrecht*, Kluwer, Antwerpen

BAYSINGER, B.D. en H. BUTLER, 1985, Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition, *Journal of Law, Economics and Organization* 1, 650-657

BAYSINGER, B.D. en R.E. HOSKISSON, 1990, The Composition of Boards of Directors and Strategic Control, *Academy of Management Review* 15, 72-87

BEASLEY, M., 1996, An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud, *Accounting Review* 71, 443-465

BERLE, A.A. en G.C. MEANS, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan Publishing Co., New York

BLOCH, L. en E. KREMP, 1997, Ownership and Control in France, in: *European Corporate Governance Network ed: The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries, Preliminary Report*, Brussel, 27-10-1997

BOOTH, J.R. en D.N. DELI, 1996, Factors affecting the number of outside directorships held by CEOs, *Journal of Financial Economics* 40, 81-104

BOUMA, J.L., 1996, *Ondernemingsdoel en winst: een confrontatie van enkele theorieën van het ondernemingsgedrag*, Stenfert Kroese, Leiden

BREEDEN, R.C., et al., 1993, The Fight for Good Governance, *Harvard Business Review*, Januari-Februari, 76-83

BROECKMANS, J., 2001, *Syllabus methoden van onderzoek en rapportering 1*, Diepenbeek, LUC

BULL, G., 1969, *The Director's Handbook*, McGraw-Hill, London

BYRD, J. en K. HICKMAN, 1992a, Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids, *Journal of Financial Economics* 32, 195-221

BYRD, J. en K. HICKMAN, 1992b, The Case for Independent Outside Directors, *Continental Bank Journal of Applied Corporate Finance* 5, 78-82

CHARKHAM, J., 1995, *Keeping Good Company. A study of Corporate Governance in Five Countries*, Oxford University Press

CHEUNG, S.N.S., 1983, The Contractual Nature of the Firm, *Journal of Law and Economics* 26, 1-21

CII, 2003, Council for Institutional Investors' Corporate Governance Policies

CODE BUYSSE, 2005, www.codebuysse.be

COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, Belgische Corporate Governance Code, 2005, www.corporategovernancecommittee.be

COMMISSIE VOOR HET BANK-, FINANCIE- EN ASSURANTIEWEZEN, 2004, De informatie over corporate governance vertrekt door de Belgische op de eerste markt van Euronext Brussels genoteerde vennootschappen – capita selecta, *Studies en documenten* 27

CONYON, M.J. en M.R. MULDOON, 2006, The Small World of Corporate Boards, *Journal of Business Finance & Accounting* 33 (9&10), 1321-1343, Blackwell Publishing, Oxford

CONYON, M.J. en L.E. READ, 2006, A model of the supply of executives for outside directorships, *Journal of Corporate Finance* 12, 645-659, Elsevier

CORE, J., R. HOLTHAUSEN en D. LARCKER, 1999, Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance, *Journal of Financial Economics* 51, 371-406

DAILY, C.M. en D.R. DALTON, 1994, Bankruptcy and Corporate Governance: The Impact of Board Composition and Structure, *Academy of Management Journal* 37, 1603-1617

DAILY, C.M. en D.R. DALTON, 1998, Does board composition affect corporate performance? No!, *Directorship*, 24 (7), 7-10

DAILY, C.M., D.R. DALTON, A.E. ELLSTRAND en J.L. JOHNSON, 1999, Number of directors and financial performance: a meta-analysis, *Academy of Management Journal* 42 (6), 674-686

DAVIS, H., D. SCHOORMAN en L. DONALDSON, 1997, Toward a stewardship theory of management, *Academy of Management Review* 22 (1), 24-29

DEHAENE, A., V. DE VUYST en H. OOGHE, 2001, Corporate performance and Board Structure in Belgian Companies, *Long Range Planning*, 34, 383-398

DEMSETZ, H., 1983, The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *Journal of Law and Economics* 26, 375-390

DENIS, D.K. en J.J. McCONNELL, 2003, International Corporate Governance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (1)

DE RIDDER, L. en L. VAN DEN BERGHE, 2002, Hoe optimaliseer ik mijn raad van bestuur?, Ced.Samsom, Mechelen

DE VOCHT, A., 2006, Basishandboek SPSS 14, Bijleveld Press, Utrecht

ENCYCOGOV.COM, 2005, The Encyclopedia about Corporate Governance, www.encycogov.com

FAMA, E.F., 1980, Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy* 88, 288-307

FAMA, E.F. en M.C. JENSEN, 1983a, Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics* 26, 327-349

FAMA, E.F., en M.C. JENSEN, 1983b, The Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26, 301-325

FERRIS, S.P. en M. JAGANNATHAN, 2001, The incidence and determinants of multiple corporate directorships, *Applied Economics Letters* 8, 31-35

FERRIS, S.P., M. JAGANNATHAN en A.C. PRITCHARD, 2003, Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments, *Journal of Finance* 58, 1087-1112

FICH, E.M. en A. SHIVDASANI, 2006, Are Busy Boards Effective Monitors?, *The Journal of Finance* 61 (2), 689-724

FIEGENER, M.K., B.M. BROWN, D.R. DREUX en W.J. DENNIS, 2000, The adoption of outside boards by small private US firms, *Entrepreneurship & Regional Development* 12 (4), 291-309

FIGENER, M.K., B.M. BROWN, D.R. DREUX en W.J. DENNIS, 2000, CEO Stakes and Board Composition in Small Private Firms, *Entrepreneurship Theory and Practice* 24 (4), 5-24

FINKELSTEIN, S. en D.C. HAMBRICK, 1996, *Strategic Leadership - Top executives and their effects on organizations*, West Publishing Company, St.Paul

FIRSTENBERG, P.B. en B.G. MALKIEL, 1994, The Twenty-First Century Boardroom: Who Will Be in Charge?, *Sloan Management Review*, 27-35

FRANÇOIS, A., 1997, De Controlebevoegdheid en het Recht op Informatie van de Individuele Bestuurder van de N.V., *Vennootschapsrecht en Fiscaliteit*, 1, 1-13

FRANKS, J.R. en C. MAYER, 1994, Corporate Control: A Synthesis of the International Evidence, *IFA Working Paper* 165-92, London Business School

FRANKS, J.R., C. MAYER en L. RENNEBOOG, 1996, The Role of Large Share Stakes in Poorly Performing Companies in the UK, *Onderzoeksrapport* Nr. 9636, KU Leuven

GARVEY, G.T. en P.L. SWAN, 1994, The Economics of Corporate Governance: Beyond the Marshallian Firm, *Journal of Corporate Finance* 1, 139-174

GRAZELL, J., 1992, De Scheiding van Leiding en Eigendom en het Prestatievermogen van de Onderneming, *Bedrijfskunde* 64, 361-367

GUBERNA, 2007, <http://www.guberna.be> of <http://www.ivb-ida.com>

GUJARATI, D., 2003, Basic econometrics, *The McGraww-Hill Companies*, New York

HARRIS, I.C. en K. SHIMIZU, 2004, Too Busy To Serve? An Examination of the Influence of Overboarded Directors, *Journal of Management Studies* 41 (5), 775-798

HART, O.D., 1983, The Market Mechanism as an Incentive Scheme, *Bell Journal of Economics* 14, 366-382

HELLAND, E en M. SYKUTA, 2005, Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders' interests?, *The Financial Review* 40

HENDRIX, K., A. VAN GILS A. en W. VOORDECKERS, 2002, De functies en de samenstelling van de Raad van Bestuur in niet-beursgenoteerde Limburgse Top-500 bedrijven, Peeters, L., e.a., Stakeholder Synergie, Vlaams 25^e Wetenschappelijk Economisch Congres, Vereniging voor Economie, Garant, Leuven

HERMALIN, B.E. en M.S. WEISBACH, 1988, The Determinants of Board Composition, *Rand Journal of Economics* 19, 589-597

HILLMAN, A.J. en T. DALZIEL, 2003, Boards of directors and firm performance: integrating agency and resource dependence perspectives, *Academy of Management Review* 28 (3), 383-396

HILLMAN, A.J., A. CANNELLA en R. PAETZOLD, 2000, The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change, *Journal of Management Studies* 37 (2), 236-238

HUNG, H., 1998, A typology of the theories of the roles of governing boards, *Scholarly Research and Theory Papers* 6 (2), 101-111, Blackwell Publishing, Oxford

ISS, Institutional Shareholder Services, 2007, www.issproxy.com/policy

JENSEN, M.C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review* 76, 323-329

JENSEN, M.C., 2001, Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function, *European Financial Management* 7 (3), 299-305

JENSEN, M.C. en W.H. MECKLING, 1976, Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305-360

JOHNSON, J.L., C.M. DAILY en A.E. ELLSTRAND, 1996, Boards of directors: A review and research agenda, *Journal of Management* 22 (3), 409-438

KANFER, R. en P.L. ACKERMAN, 1989, Motivation and cognition abilities: an integrative/aptitude-treatment interaction approach to skill acquisition, *Journal of Applied Psychology* 74, 657-690

KAPLAN, S.N., 1994, Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany, *Journal of Law, Economics and Organization* 10, 142-159

KESNER, I.F., 1988, Directors' Characteristics and Committee Membership: an Investigation of Type, Occupation, Tenure and Gender, *Academy of Management Journal* 31, 66-84

KESNER, I.F. en R. JOHNSON, 1990, An Investigation of the Relation Between Board Composition and Stockholder Suits, *Strategic Management Journal* 11, 327-336

- KIEL, G.C. en G.J. NICHOLSON, 2006, Multiple Directorships and Corporate Performance in Australian Listed Companies, *Corporate Governance* 14 (6), 530-546, Blackwell Publishing, Oxford
- KIEL, G.C., G.J. NICHOLSON en M.A. BARCLAY, 2005, Board, director and CEO evaluation, Sydney, McGraw-Hill
- KOSNIK, R.D., 1990, Effects of Board Demography and Directors' Incentives on Corporate Greenmail Decisions, *Academy of Management Journal* 33, 12-150
- LA PORTA, R., F. LOPEZ-de-SILANES, A. SHLEIFER en R.W. VISHNY, 1998, Law and Finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155
- LEE, C.I., et al., 1992, Board Composition and Shareholder Wealth: the Case of Management Buyouts, *Financial Management* 21, 58-72
- LIEVENS, J., 2001, Externe bestuurders: hoeksteen van corporate governance, *De Financieel Economische Tijd*, 6 juli 2001
- LIPTON, M. en J.W. LORSCH, 1992, A modest proposal for improved corporate governance, *The Business Lawyer* 48, 59-77
- LORSCH, J.W. en E.A. MacIVER, 1989, Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards, Harvard Business School Press, Boston, MA
- MACE, M., 1986, Directors: Myth and Reality, Harvard University Press, Boston
- MALLETTE, P. en R.L. HOGLER, 1995, Board Composition, Stock Ownership and the Exemption of Directors From Liability, *Journal of Management* 21, 861-878
- MINTZBERG, H., 1983, Power in and Around Organizations, *Englewood Cliffs*, Prentice Hall, NJ
- MISHRA, C. en J. NIELSEN, 2000, Board independence and compensation policies in large bank holding companies, *Financial Management* 3, 3-14
- MOERLAND, P.W., 1996, Ontwikkelingen rondom Corporate Governance, *Working Paper*, Katholieke Universiteit Brabant, Tilburg
- MOERLAND, P.W., 1997, Corporate governance: schakering, reikwijdte en definiëring, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie* 12
- MONKS, R.A.G. en N. MINOW, 2004, Corporate Governance, Blackwell Publishing, Oxford
- NACD, 1996, NACD Blue Ribbon Commission Report on Director Professionalism.

NOWAK, M.J. en M. McCABE, 2003, Information costs and the role of the independent corporate director, *Corporate Governance: An International Review* 11(4), 300-307

PERRY, T., 1999, Incentive compensation for outside directors and CEO turnover. *Working Paper*, Arizona State University, 3-6

PFEFFER, J., 1972, Size and Composition of Corporate Boards of Directors: the Organization and Environment, *Administrative Science Quarterly* 17, 218-229

PROWSE, S., 1994, Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms Among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany, *Bank for International Settlements, Economic Papers* 41

RHOADES, D.L., P.L. RECHNER en C. SUNDARAMURTHY, 2000, Board Composition and Financial Performance: a meta-analysis of the influence of outside directors, *Journal of Managerial Issues* 12 (1), 76-92

ROSENSTEIN, S. en J. WYATT, 1990, Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics* 26, 175-192

SCHELLENGER, M.H., D.D. WOOD en A. TASHAKORI, 1989, Board of Directors Composition, Shareholder Wealth and Dividend Policy, *Journal of Management* 15, 457-467

SAUNDERS, M., P. LEWIS en A. THORNHILL, 2003, Research Methods for Business Students, 3 ed., London: *Financial Times / Prentice Hall*, 150-178 en 466-467

SHALLEY, C.E., 1991, Effects of productivity of goals, creativity goals, and personal discretion on individual creativity, *Journal of Applied Psychology* 76, 179-185

SHLEIFER, A. en R.W. VISHNY, 1997, A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance* 52 (2), 737-783

STILES, P., 1993, The Future for Boards: Self-Regulation of Legislation?, *Long Range Planning* 26, 119-124

SUTTON, R.I. en A.L. CALLAHAN, 1987, The Stigma of Bankruptcy: Spoiled Organizational Image and Its Management, *Academy of Management Journal* 30, 405-436

TOBIN, J., 1969, A general equilibrium approach to monetary theory, *Journal of Money Credit and Banking* 1 (1), 15-29

USEEM, M. en J. KARABEL, 1986, Pathways to top corporate management, *American Sociological Review* 51, 184-200

VAN BRUYSTEGEM, B., 1994, Praktische Gids Bestuurders N.V., Ced.Samson

VANCE, S.C., 1968, The Corporate Director: A Critical Evaluation, Homewood, IL, Dow Jones-Irwin

VAN DEN BERGHE, L. en A. LEVRAU, 2004, Evaluating boards of directors: What constitutes a good corporate board?, *Corporate governance: an international review* 12(4), 461-478

VAN HULLE, C., 1996, Corporate Governance: Een Overzicht van Disciplineringsmechanismen en Empirische Evidentie, *Tijdschrift voor Economie en Management* 41, 81-129

VAN HULLE, C., 1998, Is het systeem van corporate governance belangrijk? Op zoek naar de impact van verschillende modellen, in : De Bondt R. en Veugelers, ed: Informatie en Kennis in de Economie, Vlaams Wetenschappelijk Economisch Congres, Vereniging voor Economie, Universitaire Pers Leuven, Leuven, 1998

VAN NUYS, K., 1993, Corporate governance through the proxy process: Evidence from the 1989 Honeywell proxy solicitation, *Journal of Financial Economics* 34 (1), 101-132

VERBOND DER BELGISCHE ONDERNEMINGEN, 1996, Aanbevelingen voor een Goede Werking van de Raad van Bestuur van een Venootschap, *intern rapport*

WADE, J., C.A. O'REILLY en I. CHANDRATAT, 1990, Golden Parachutes: CEOs and the Exercise of Social Influence, *Administrative Science Quarterly* 35, 587-603

WALDO, C.N., 1985, Boards of Directors: Their Changing Roles, Structure and Information Needs, Quorum Books, Westport, CT

WEISBACH, M., 1988, Outside Directors and CEO Turnover, *Journal of Financial Economics* 20, 431-460

WYMEERSCH, E., 1996, Corporate Governance After the Investment Services Directive (Part 2), *European Financial Services Law*, Mei, 130-145

YERMACK, D., 2004, Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors, *The Journal of Finance* 59 (5), 2281-2308

ZIKMUND, W.G., 2000, Business research methods, 6 ed., Fort Worth, Dryden

Bijlagen

Bijlage 1 Lijst van ondernemingen in de steekproef

ACCENTIS
ACKERMANS EN VAN HAAREN
AGFA-GEVAERT
ALMANCORA
ARINSO INTERNATIONAL
ARTWORK SYSTEMS GROUP
ATENOR GROUP
AUXIMINES
BARCO
BELGACOM
BEKAERT N.V.
BELGIAN RESOURCES AND CAPITAL COMPANY
BELGISCHE SCHEEPVAARTMAATSCHAPPIJ NV
BELUGA
BRANTANO
BREDERODE
BROUWERIJ - HANDELSMAATSCHAPPIJ
CAMPINE N.V.
CARESTEL GROUP
CIMESCAUT
COFINIMMO
COMPAGNIE D ENTREPRISES C.F.E.
COMPAGNIE DU BOIS SAUVAGE
IMMOBILIEN VENNOOTSCHAP VAN BELGIE
NATIONALE PORTEFEUILLEMAATSCHAPPIJ
D'IETEREN
DECEUNINCK
DEFICOM GROUP
DEXIA
DISTRIGAS
DOLMEN COMPUTER APPLICATIONS
DUVEL MOORTGAT
ECONOCOM GROUP
ELECTRABEL
EPIQ
DELHAIZE
COLRUYT
EURONAV
EVS BROADCAST EQUIPEMENT
EXMAR MARINE
FINANCIERE DE TUBIZE
FLORIDIENNE NV
FLUXYS

FORTIS NV
FOUNTAIN
G.I.M.V. - INVESTERINGSMAATS. VR VL
GROEP BRUSSEL LAMBERT
HAMON
HOME INVEST BELGIUM
ICOS VISION SYSTEMS CORPORATION
IMAGE RECOGNITION INTEGRATED SYSTEMS GROUP
INBEV
INNOGENETICS
INTEGRATED PRODUCTION AND TEST ENGINEERING
INTERNATIONAL BRACHYTHERAPY
INTERVEST OFFICES
INTERVEST RETAIL
ION BEAM APPLICATIONS S.A
JENSEN GROUP
KBC BANKVERZEKERINGSHOLDING
KBC PRIVATE EQUITY FUND BIOTECH
KEYWARE TECHNOLOGIES
KINEPOLIS GROUP
LEASINVEST REAL ESTATE
LOTUS BAKERIES
MELEXIS
MIKO
MITISKA
MOBISTAR
MOURY CONSTRUCT
NEUHAUS
OMEGA PHARMA
OPTION
P C B
PARC PARADISIO
PICANOL
PINGUIN
PUNCH INTERNATIONAL
QUEST FOR GROWTH
QUICK
REAL SOFTWARE
RECTICEL
RESILUX
RETAIL ESTATES
ROSIER
ROULARTA MEDIA GROUP
SAPEC
SCHEERDERS VAN KERCHOVE'S VERENIGDE FABRIEKEN
SERVICEFLATS INVEST
SIOEN INDUSTRIES
SIPEF
SOCIETE FINANCIERE ET DE GESTION TEXAF
SOFINA

SOLVAC
SOLVAY
SPADEL
SPECTOR PHOTO GROUP
SYSTEMAT
TER BEKE
TESSENDERLO CHEMIE
THINK-MEDIA
UCB
UMICORE
UNIBRA
VAN DE VELDE
VPK PACKAGING GROUP
WAREHOUSES DE PAUW
WAREHOUSES ESTATES BELGIUM
WERELDHAVE BELGIUM
ZENITEL

Bijlage 2 Overzicht van de variabelen

Variabele	Omschrijving
<i>Samenstelling Raad van Bestuur</i>	
AANTBEST	het aantal bestuurders in de Raad van Bestuur
AANTINTE	het aantal interne bestuurders
AANTEXTE	het aantal externe bestuurders
INTERPER	het relatief belang van de interne bestuurders in verhouding tot het totaal aantal bestuurders (%)
EXTERPER	het relatief belang van de externe bestuurders in verhouding tot het totaal aantal bestuurders (%)
<i>Mandaten per bestuurder</i>	
> 3 DEF	het percentage bestuurders met meer dan 3 mandaten per bestuurder
> 4 DEF	het percentage bestuurders met meer dan 4 mandaten per bestuurder
> 5 DEF	het percentage bestuurders met meer dan 5 mandaten per bestuurder
> 6 DEF	het percentage bestuurders met meer dan 6 mandaten per bestuurder
<i>Boekhoudkundige maatstaven</i>	
ROE2005	netto rentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen (%)
ROA2005	netto rentabiliteit van het totaal actief (%)
ROEGEM	gemiddelde netto rentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen over de boekjaren 2003, 2004 en 2005 (%)
ROAGEM	gemiddelde netto rentabiliteit van het totaal actief over de boekjaren 2003, 2004 en 2005 (%)
<i>Marktgerichte maatstaf</i>	
TOBINQ05	Tobin's q-ratio
TOBINQGEM	gemiddelde Tobin's q-ratio over de boekjaren 2003, 2004 en 2005 (%)

Bron: eigen werk

