

***Transparantie via het corporate governance hoofdstuk:  
De invloed op winstmanipulatie***

**Kristof BERVOETS**

**promotor :**

Prof. dr. Nadine LYBAERT

Eindverhandeling voorgedragen tot het bekomen van de graad  
Handelsingenieur major accountancy en financiering

universiteit  
▶▶ hasselt

## Woord vooraf

In het verlengde van de opleiding Handelsingenieur, major Accountancy en Financiering aan de Universiteit Hasselt heb ik de kans gekregen om een financieel of bedrijfseconomisch thema te onderzoeken om alzo een bekroning te zetten op het einde van mijn studietijd.

Omdat corporate governance de jongste jaren sterk op de voorgrond is getreden, was het beslist interessant om de effectiviteit van de inspanningen op dit vlak te onderzoeken. Ik heb er meer bepaald voor gekozen om de invloed ervan op de mate van winstmanipulatie bij vennootschappen nader te bekijken, wat de connectie met het financiële karakter van de opleiding compleet maakt.

Dit onderzoek is tot stand gekomen door standvastig studiewerk en met de opgedane kennis van op en naast de academische campus. Dit laatste in overweging nemende, is het hier zeker niet misplaatst om een dankwoord te richten aan zowel de professoren voor de aangeleverde intellectuele vaardigheden, als aan mijn familie voor hun morele, materiële en vooral financiële steun.

Tenslotte gaat nog een belangrijk woord van dank uit naar mijn promotor bij deze tot stand gekomen eindverhandeling, namelijk prof. dr. Nadine Lybaert. Zij heeft steeds op een snelle wijze ter beschikking gestaan voor de nodige deskundige begeleiding. Ook dra. M. Jans wil ik een dankwoord schenken voor haar verduidelijking omtrent het gebruikte accrualsmodel in dit onderzoek. De steun en bijdragen van bovenvermelde mensen zullen immer geapprecieerd blijven.

## Samenvatting

Corporate governance is de laatste jaren niet alleen in België, maar ook in de rest van de wereld sterk op de voorgrond getreden. Het begrip houdt een kader van regels en gedragingen in voor de manier waarop vennootschappen dienen te worden bestuurd en gecontroleerd. Na enkele boekhoudschandalen, zoals onder andere bij Enron, Parmalat, Ahold en Lernout & Hauspie is het bewustzijn immers sterk gegroeid dat er dringend nood is aan ingrijpende maatregelen. Deze dienen ervoor te zorgen dat de geloofwaardigheid en de betrouwbaarheid van de financiële verslaggeving verbetert. Talrijke betrokken partijen (aandeelhouders, financiële instellingen, werknemers, de overheid en andere) hebben nood aan waarheidsgetrouwe informatie. Voor het nemen van hun beslissingen, zoals investeren, kredieten toekennen, subsidiëren en dergelijke zijn ze immers dikwijls aangewezen op de inlichtingen die door het management worden verschaft.

In het licht van bovenstaande situering is in België sinds 2005 de Code Lippens voor beursgenoteerde vennootschappen van kracht. Het is de toonaangevende referentiecodel die opgesteld diende te worden volgens het actieplan inzake corporate governance van de Europese Commissie van 21 mei 2003. Een hoofdpunt van de Code Lippens is de transparantie die ondernemingen aan de dag moeten leggen omtrent hun deugdelijk bestuur. Ze dienen een corporate governance charter te publiceren op hun website en een hoofdstuk deugdelijk bestuur op te nemen in het jaarverslag. Er wordt hier dan ook een onderzoek uitgevoerd dat zich toespitst op het effect van deze transparantie in het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag op de mate van winstmanipulatie.

Naast de bezorgdheid omtrent de kwaliteit van de financiële verslaggeving zijn er echter nog andere redenen voor corporate governance die in hoofdstuk twee worden uitgewerkt. Zo heeft vroeger ook de internationalisering van het aandelenbezit een rol gespeeld, waardoor ondernemingen rekening hebben moeten houden met de regels van buitenlandse beurzen. Toch ligt de belangrijkste oorzaak in de scheiding tussen het management en de aandeelhouders. Deze oorzaak vormt de basis van de 'agency'-theorie. De aandeelhouders stellen namelijk hun kapitaal ter beschikking van de vennootschap. Het management van zijn kant dient dit kapitaal aan te wenden om de productieactiviteiten te beheren. Hierbij staan de managers aan de informatiebron, waardoor ze kunnen gaan handelen in hun eigen belang.

De organisatie van corporate governance gebeurt echter niet overal hetzelfde. Er bestaan hierbij ook verschillende niveaus waarop deugdelijk bestuur plaats heeft. Op ondernemingsniveau kan de raad van bestuur bestaan uit een éénledige of een tweeledige structuur. Bij deze laatste structuur bestaan er twee organen waarbij het één een managementorgaan is en het andere een toezichthoudend orgaan. Op het niveau van de financieringsstructuur kan er een onderscheid gemaakt worden tussen het markt- en het netwerkgeoriënteerde systeem. Bij het eerste wordt er beroep gedaan op de kapitaalmarkt. Bij het tweede is er sprake van minder aandeelhouders en spelen financiële instellingen een grotere rol in de financiering. Tenslotte wordt op het niveau van de maatschappijstructuren een opdeling gemaakt tussen het angelsaksisch en het continentaal model. Dit zijn de modellen die overheersend zijn voor bepaalde landen. Meestal kan het angelsaksisch model gerelateerd worden aan het marktgeoriënteerde systeem en het continentaal model aan het netwerkgeoriënteerde systeem.

De situatie in België wordt uiteengezet in hoofdstuk drie. Naast de Code Lippens, die negen principes omvat, bestaan er immers ook de Wet Corporate Governance en de Code Buysse. De Code Buysse kan vergeleken worden met de Code Lippens, maar ze is van toepassing op niet-beursgenoteerde ondernemingen. De Wet Corporate Governance heeft in 2002 voor enkele nieuwigheden gezorgd, zoals onder andere in de schriftelijke algemene vergadering, de vaste vertegenwoordiger, het optionele tweeledige systeem bij de naamloze vennootschap en de nieuwe belangenconflictregering. Voor de Code Lippens zelf geldt een aanpak waarbij de ondernemingen de bepalingen moeten toepassen of uitleggen indien ze dit niet doen.

In dit onderzoek wordt ook in belangrijk mate stilgestaan bij winstmanipulatie. Dit komt aan bod in hoofdstuk vier. Er bestaan immers verschillende vormen van winstmanipulatie. Sommige vormen kunnen geclassificeerd worden als binnen de wet vallend. Anderen vallen buiten de wet en kunnen als fraude betiteld worden. De wettelijke richtlijnen hiervoor worden gevormd door de 'General Accepted Accounting Principles' (GAAP). De resultaten kunnen omwille van verschillende motieven worden gemanipuleerd. Enkele voorbeelden hiervan zijn de winstverwachtingen van analisten, de aandelengerelateerde verloning, de camouflage van moeilijkheden en de te betalen belastingen. Ook bij bepaalde gebeurtenissen zoals fusies en overnames kan bij het management de drang ontstaan om de resultaten te manipuleren.

Meestal worden de winsten gestuurd door gebruik te maken van de flexibiliteit van de boekhoudprincipes. Een eerste manier hierbij bestaat erin de keuzemogelijkheden in de waarderingmethodes optimaal te gebruiken. Dit kan vooral vastgesteld worden bij de voorraadwaardering en bij afschrijvingen. Een tweede manier betreft de mogelijkheden in de keuze van realisatie en periodetoerekening. Op deze manier kunnen onder andere opbrengsten worden vervroegd of kosten worden uitgesteld.

Indien geweten is hoe ondernemingen de resultaten sturen, biedt dit betere mogelijkheden om deze technieken op te sporen. Een methode die veel gebruikt wordt om dit te detecteren is deze van de 'accruals'. Dit zijn de componenten van de winst die niet zijn weergegeven in de huidige kasstromen en kunnen rechtstreeks uit de jaarrekening worden berekend. Maar ze bestaan echter uit een verwachte en een onverwachte component. De onverwachte 'accruals' bieden hierbij een maatstaf voor winstmanipulatie. Ze zullen echter moeten worden geschat en in dat stadium zal een regressiemodel moeten gebruikt worden. In dit onderzoek is geopteerd voor het 'modified discretionary accruals model' van Jones met een aanpassing voor de prestaties van de vennootschappen. Uit de literatuur blijkt immers dat dit model over het algemeen de beste resultaten oplevert.

Om de relatie tussen corporate governance en winstmanipulatie te onderzoeken, wordt er vooreerst in hoofdstuk vijf beschreven waar eerder onderzoek zich vooral op heeft gericht. Er kan op basis hiervan worden vastgesteld dat vooral opties, andere aandelengerelateerde verloningen en bonussen zorgen voor een grotere mate van winstmanipulatie bij vennootschappen. Daarnaast is er ook een belangrijke invloed van de werking van de raad van bestuur en de comités. Een raad van bestuur met meer onafhankelijke leden, die dikwijls bijeenkomt, wordt geassocieerd met een mindere mate van winstmanipulatie. Voor het aantal bijeenkomsten van de comités geldt hetzelfde verband evenals voor de onafhankelijkheid van het auditcomité.

De bevindingen uit de vorige alinea in het achterhoofd houdend, wordt er in hoofdstuk zes nagegaan wat de invloed is van de transparantie in het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag op de mate van winstmanipulatie. Hierbij wordt er gekeken naar de omvang van het hoofdstuk, het aantal talen waarin het gepubliceerd is en de belangrijkste deelelementen die moeten bekend gemaakt

worden. Deze laatste betreffen de openbaarmaking van de remuneratie volgens de Code Lippens en het verstrekken van de nodige informatie omtrent de bijeenkomsten van de raad van bestuur en zijn comités. Er is geconcludeerd dat er in dit opzicht geen verband kan gevonden worden tussen deze factoren en de mate van winstmanipulatie.

## Inhoudsopgave

<b>WOORD VOORAF</b> .....	- 2 -
<b>SAMENVATTING</b> .....	- 3 -
<b>INHOUDSOPGAVE</b> .....	- 7 -
<b>LIJST VAN FIGUREN</b> .....	- 10 -
<b>LIJST VAN TABELLEN</b> .....	- 10 -
<b>HOOFDSTUK 1: ONDERZOEKSOPZET</b> .....	- 11 -
1 PRAKTIJKPROBLEEM: OMSCHRIJVING EN SITUERING .....	- 12 -
2 CENTRALE ONDERZOEKSVRAAG .....	- 14 -
3 DEELVRAGEN / TOPICS .....	- 15 -
4 ONDERZOEKSONTWERP VERKENNENDE LITERATUURSTUDIE .....	- 16 -
<b>HOOFDSTUK 2: CORPORATE GOVERNANCE</b> .....	- 17 -
1 OMSCHRIJVING VAN HET BEGRIP ‘CORPORATE GOVERNANCE’ .....	- 18 -
2 REDENEN VOOR CORPORATE GOVERNANCE .....	- 21 -
3 “CORPORATE GOVERNANCE”-SYSTEMEN EN –MODELLEN .....	- 22 -
3.1 <i>Inleiding</i> .....	- 23 -
3.2 <i>De ‘agency’-theorie</i> .....	- 24 -
3.3 <i>De ‘one-tier’ versus de ‘two-tier’ structuur</i> .....	- 26 -
3.4 <i>Het marktgeoriënteerde versus het netwerkgeoriënteerde systeem</i> .....	- 29 -
3.4.1 <i>Het marktgeoriënteerde systeem</i> .....	- 30 -
3.4.2 <i>Het netwerkgeoriënteerde systeem</i> .....	- 31 -
3.5 <i>Het angelsaksisch versus het continentaal model</i> .....	- 33 -
3.6 <i>Convergentie en persistentie van corporate governance modellen</i> .....	- 35 -

## **HOOFDSTUK 3: DE SITUATIE OMTRENT CORPORATE GOVERNANCE IN BELGIË ..... - 38 -**

1	RECENTE EVOLUTIES EN INITIATIEVEN .....	- 39 -
1.1	<i>Wet van 2 augustus 2002</i> .....	- 39 -
1.1.1	De onafhankelijkheid van de commissaris .....	- 40 -
1.1.2	De bepalingen over de algemene vergadering.....	- 41 -
1.1.3	De nieuwe regels omtrent het bestuur .....	- 42 -
a)	De vaste vertegenwoordiger .....	- 42 -
b)	Het optionele tweeledige systeem bij de naamloze vennootschap.....	- 43 -
c)	De nieuwe belangenconflictregeling .....	- 44 -
d)	De onafhankelijke bestuurders .....	- 45 -
1.2	<i>Code Buysse</i> .....	- 45 -
2	DE CODE LIPPENS .....	- 46 -
2.1	<i>Belang, werking en verplichtingen van de Code Lippens</i> .....	- 47 -
2.2	<i>Afdwingbaarheid van de Code Lippens</i> .....	- 49 -
2.3	<i>Principes van de Code Lippens omtrent het corporate governance hoofdstuk</i> .....	- 51 -
2.3.1	Een doeltreffende en efficiënte raad van bestuur (principe 2).....	- 52 -
2.3.2	Integriteit en toewijding van de bestuurders (principe 3).....	- 52 -
2.3.3	De gespecialiseerde comités van de raad van bestuur (principe 5) .....	- 53 -
2.3.4	Een duidelijke structuur voor het uitvoerend management (principe 6) .....	- 54 -
2.3.5	De vergoeding voor de bestuurders en de leden van het uitvoerend management (principe 7) .....	- 54 -
2.3.6	De passende openbaarmaking van corporate governance (principe 9) .....	- 55 -
2.4	<i>Evaluatie van de Code Lippens</i> .....	- 56 -

## **HOOFDSTUK 4: WINSTMANIPULATIE..... - 58 -**

1	INLEIDING .....	- 59 -
2	OMSCHRIJVING VAN HET BEGRIP ‘WINSTMANIPULATIE’ .....	- 59 -
3	REDENEN VOOR WINSTMANIPULATIE .....	- 61 -
4	MOGELIJKHEDEN .....	- 63 -
5	DETECTIE VAN WINSTMANIPULATIE.....	- 65 -
5.1	<i>Definiëren van ‘Accruals’</i> .....	- 66 -
5.2	<i>Het Jones Model</i> .....	- 67 -
5.3	<i>Het Modified Jones Model</i> .....	- 69 -
5.4	<i>Andere aanpassingen aan het ‘Modified Jones Model’</i> .....	- 70 -
5.5	<i>Effectiviteit en problemen bij het meten van ‘accruals’</i> .....	- 71 -



## **HOOFDSTUK 5: INVLOED VAN CORPORATE GOVERNANCE OP WINSTMANIPULATIE..... - 73 -**

1 REMUNERATIE .....	- 74 -
2 RAAD VAN BESTUUR .....	- 75 -
3 DE COMITÉS VAN DE RAAD VAN BESTUUR.....	- 77 -

## **HOOFDSTUK 6: EMPIRISCH ONDERZOEK..... - 78 -**

1 INLEIDING .....	- 79 -
2 HYPOTHESEN .....	- 80 -
3 METHODE .....	- 82 -
3.1 Informatieverzameling.....	- 82 -
3.2 Onderzoeksmodel .....	- 83 -
3.2.1 Score voor het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag.....	- 83 -
3.2.2 Aanpak voor het meten van de ‘discretionary accruals’.....	- 85 -
4 STEEKPROEF .....	- 89 -
5 ONDERZOEKRESULTATEN .....	- 91 -
5.1 Beschrijvende statistieken.....	- 91 -
5.1.1 De score op het corporate governance hoofdstuk.....	- 91 -
5.1.2 De componenten van de score op het corporate governance hoofdstuk.....	- 93 -
5.1.3 Andere variabelen met betrekking tot deugdelijk bestuur.....	- 96 -
5.1.4 Variabelen uit de jaarrekening.....	- 102 -
5.1.5 Bivariate analyse.....	- 104 -
5.2 Testen van de hypothesen .....	- 108 -
5.2.1 Invloed van het corporate governance hoofdstuk op winstmanipulatie .....	- 108 -
5.2.2 Invloed van het aantal bladzijden van het corporate governance hoofdstuk op winstmanipulatie.....	- 110 -
5.2.3 Invloed van het aantal talen van het corporate governance hoofdstuk op winstmanipulatie.....	- 111 -
5.2.4 Invloed van de juiste bekendmaking van de remuneratie op winstmanipulatie.....	- 112 -
5.2.5 Invloed van transparantie omtrent de bijeenkomsten van de raad van bestuur en zijn comités op winstmanipulatie .....	- 113 -

## **HOOFDSTUK 7: CONCLUSIES..... - 116 -**

### **LIJST VAN GERAADPLEEGDE WERKEN..... - 121 -**

### **BIJLAGE 1: LIJST VAN DE VENNOOTSCHAPPEN IN DE STEEKPROEF VOLGENS SIC-KLASSE..... - 132 -**

## Lijst van figuren

FIGUUR 1: DE VIJF NIVEAUS VAN CORPORATE GOVERNANCE.....	- 20 -
FIGUUR 2: HISTOGRAM MET FREQUENTIES VAN DE SCORE OP HET CORPORATE GOVERNANCE HOOFDSTUK .....	- 93 -
FIGUUR 3: HET AANTAL LEDEN VAN DE RAAD VAN BESTUUR .....	- 100 -
FIGUUR 4: DE VERDELING VAN DE DISCRETIONAIRE ‘ACCRUALS’ .....	- 104 -

## Lijst van tabellen

TABEL 1: OVERZICHT VAN DE RELATIES TUSSEN DE VERSCHILLENDE SOORTEN STRUCTUREN .....	- 23 -
TABEL 2: STRUCTUUR VAN DE RAAD VAN BESTUUR IN DE EU-27 LANDEN EN DE VS .....	- 28 -
TABEL 3: VERGELIJKING TUSSEN HET MARKT- EN HET NETWERKGEORIËNTEERDE SYSTEEM .....	- 33 -
TABEL 4: DE PRINCIPES VAN DE CODE LIPPENS.....	- 48 -
TABEL 5: VARIABELEN VAN HET CORPORATE GOVERNANCE HOOFDSTUK.....	- 84 -
TABEL 6: VENNOOTSCHAPPEN DIE IN 2006 IN DE BEURS ZIJN GEÏNTRUCED	- 90 -
TABEL 7: BESCHRIJVENDE STATISTIEKEN VAN DE SCORE OP HET CORPORATE GOVERNANCE HOOFDSTUK .....	- 92 -
TABEL 8: BESCHRIJVENDE STATISTIEKEN VAN DE SCORES OP DE ONDERZOCHE KLASSEN .....	- 94 -
TABEL 9: BESCHRIJVENDE STATISTIEKEN VAN DE SCORE OP DE ALLEENSTAANDE DEELELEMENTEN..... .....	- 95 -
TABEL 10: BESCHRIJVENDE STATISTIEKEN VAN VARIABELEN IN VERBAND MET DEUGDELIJK BESTUUR .....	- 97 -
TABEL 11: HET AANTAL BIJENKOMSTEN VAN DE RAAD VAN BESTUUR EN ZIJN COMITÉS .....	- 98 -
TABEL 12: FREQUENTIETABEL VAN HET AANTAL LEDEN VAN DE RAAD VAN BESTUUR.....	- 99 -
TABEL 13: HET AANTAL BLADZIJDEN VAN HET CORPORATE GOVERNANCE HOOFDSTUK .....	- 101 -
TABEL 14: FREQUENTIETABEL VAN HET AANTAL TALEN VAN HET CORPORATE GOVERNANCE HOOFDSTUK .....	- 101 -
TABEL 15: BESCHRIJVENDE STATISTIEKEN VAN DE VARIABELEN UIT DE JAARREKENING .....	- 102 -
TABEL 16: CORRELATIEMATRIX VAN VARIABELEN .....	- 105 -
TABEL 17: RELATIE VAN BIG 4-AUDITORS MET DEUGDELIJK BESTUUR EN WINSTMANIPULATIE... -	107 -
TABEL 18: RESULTATEN VAN DE INVLOED VAN HET CORPORATE GOVERNANCE HOOFDSTUK OP WINSTMANIPULATIE .....	- 109 -
TABEL 19: RESULTATEN VAN DE INVLOED VAN HET AANTAL BLADZIJDEN DAT HET CORPORATE GOVERNANCE HOOFDSTUK TELT OP WINSTMANIPULATIE.....	- 110 -
TABEL 20: RESULTATEN VAN DE INVLOED VAN HET AANTAL TALEN WAARIN HET CORPORATE GOVERNANCE HOOFDSTUK IS GEPUBLICEERD OP WINSTMANIPULATIE.....	- 111 -
TABEL 21: RESULTATEN VAN DE INVLOED OMTRENT DE BEKENDMAKING VAN DE REMUNERATIE IN HET CORPORATE GOVERNANCE HOOFDSTUK OP WINSTMANIPULATIE .....	- 113 -
TABEL 22: RESULTATEN VAN DE INVLOED VAN TRANSPARANTIE OMTRENT DE BIJENKOMSTEN VAN DE RAAD VAN BESTUUR EN ZIJN COMITÉS OP WINSTMANIPULATIE .....	- 114 -

# 1

## Hoofdstuk 1

### Onderzoeksopzet

---

*In dit hoofdstuk zal duidelijk worden gemaakt wat het thema is van deze thesis. Er zal eerst aandacht worden geschonken aan de reden van dit onderzoek. Dit praktijkprobleem zal worden toegelicht in paragraaf 1. Vervolgens zal er een centrale onderzoeksvraag worden uitgewerkt, samen met een aantal deelvragen. Deze bieden een houvast voor de richting waarin deze studie zal worden uitgevoerd. Tenslotte komt in paragraaf 4 aan bod, op welke manier er naar informatie is gezocht.*

## 1 Praktijkprobleem: omschrijving en situering

Bedrijven, van alle groottes en soorten, vanaf het ontstaan tot de groei naar een waardig bedrijf, van diegenen genoteerd op het "Bulletin Board" tot op het "Big Board", worden blootgesteld aan problemen als gevolg van creatieve boekhoudpraktijken (Mulford & Comiskey, 2002: vii).

Deze passage uit het voorwoord van het boek "*The financial numbers game: Detecting creative accounting practices*" van Mulford & Comiskey (2002) duidt op de omvang van het probleem van winstmanipulatie dat vooral de jongste jaren zeer sterk op de voorgrond is getreden. Bedrijven produceren goederen of diensten en stellen vervolgens een boekhouding op om de resultaten ervan in vast te leggen. Een dergelijke boekhouding bevat onder meer de jaarrekening die voor diverse partijen een belangrijke bron van informatie is. Zowel werknemers, huidige of toekomstige aandeelhouders als financiële instellingen en de overheid baseren zich immers bij hun strategische beslissingen meestal hierop. Om deze beslissingen evenwel correct te kunnen vormen, hebben de betrokkenen nood aan waarheidsgetrouwe informatie. Maar hier situeert zich juist het probleem. Zonder te willen veralgemenen, blijkt uit de literatuur (Langendijk, 27 maart 1998; Smets, 2003) dat managers, en eventueel hun personeel, zich vaak laten verleiden tot het verfraaien of het minder rooskleurig voorstellen van de cijfers in de jaarrekening. Wanneer het getrouwe beeld hierdoor wordt geschaad, ontstaat er een onevenwicht in de relatie tussen deze managers en de eerder vermelde betrokkenen, waarbij deze laatsten niet over dezelfde informatie kunnen beschikken als het management. De lijst van belanghebbenden is echter legio, wat tevens wijst op het grote maatschappelijke karakter van het probleem.

Om bovenvermelde praktijken het hoofd te bieden, is het aan de overheid en aan verschillende institutionele organisaties (Corporate Governance Committee, Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen en dergelijke) om regelgevingen en initiatieven te ontwikkelen die dit probleem aanpakken. Hieruit is onder meer het begrip corporate governance oftewel deugdelijk bestuur ontstaan. Corporate governance tracht voornamelijk om de machtsverhoudingen tussen de aandeelhouders, het management en de raad van bestuur te regelen (Monks en Minow, 2001: 1). De opkomst van het begrip corporate governance is volgens Hessels en Hooge (2006: 9) vooral te danken aan de bedrijfsschandalen en de faillissementen van eind de jaren tachtig in de Verenigde Staten en in het

Verenigd Koninkrijk. Verder speelt volgens deze auteurs ook de internationalisering van het aandelenkapitaal een rol.

Als gevolg hiervan is in 1992 in het Verenigd Koninkrijk het “Cadbury committee” opgericht die het Cadbury-rapport heeft opgesteld over de financiële aspecten van deugdelijk bestuur. Dit rapport lag aan de basis van verschillende nationale corporate governance aanbevelingen. Nog in het Verenigd Koninkrijk is in 1995 het Greenbury-rapport bedacht door het “Greenbury committee” met betrekking tot de verloning van managers (International Thomson Business Press, 1996).

In België zijn in 1998 aanbevelingen geschreven in verband met corporate governance voor beursgenoteerde bedrijven. Zowel het VBO (Verbond van Belgische Ondernemingen), de Commissie voor het Bank- en Financiewezen en Euronext ontwikkelden in 1998 eigen aanbevelingen, dewelke echter geen homogene code vormden. In 2002 werd het wettelijk kader rond deugdelijk bestuur in België uitgebreid door de Wet van 2 augustus 2002. Deze wet betreft de ‘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 overnamebiedingen, B.S. 22 augustus 2002’ (Van Der Elst, april 2006b: 7).

Omwille van het actieplan inzake corporate governance van de Europese Commissie op 21 mei 2003 moet België, net als elke andere EU-lidstaat, een toonaangevende referentiecode uitwerken volgens het “pas-toe-of-leg-uit”-principe. Zo gingen het VBO, de CBFA (Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen) en Euronext in januari 2004 rond de tafel zitten in de ‘Corporate Governance Commissie’ om deze code te ontwikkelen. Na een raadpleging van de ontwerpcode midden 2004 werd de eindversie van de Code Lippens gepubliceerd op 9 december 2004. Deze is van kracht geworden op 1 januari 2005 (<http://www.corporategovernancecommittee.be>, 2006).

Een opmerking is wel dat de ontwikkelde corporate governance codes winstmanipulatie moeten tegengaan, maar dit evenwel zonder de financiële prestaties en de operationele activiteiten van de ondernemingen te belemmeren. Deugdelijk bestuur moet bedrijven bijstaan en mag geen obstakel vormen. Ze moet er volgens het “corporate governance committee” zelfs voor zorgen dat bedrijven beter het hoofd kunnen bieden aan de veranderingen en de ermee gepaard gaande risico's. De vraag is

nu echter of al deze initiatieven ook hun vruchten afwerpen. Zijn ze wel doeltreffend om winstmanipulatie te bestrijden? Deze vraag vormt de rode draad doorheen deze thesis, waarbij er gebruik zal worden gemaakt van een literatuurstudie en een empirisch onderzoek.

## **2 Centrale onderzoeksvraag**

Indien er onderzocht moet worden of bepaalde recente corporate governance initiatieven effectief zijn, is het nodig om gericht naar informatie te zoeken. Door het actuele karakter van het probleem is er immers een overvloed aan informatie die niet altijd relevant is en kan zijn. Er zal hoe dan ook nagegaan moeten worden hoe de corporate governance codes zijn opgesteld, welke domeinen ze bestrijken en hoe voornamen onderzoekers over het probleem denken. Verder is het ook waardevol om te weten wat de motieven zijn voor winstmanipulatie, op welke manieren men aan winstmanipulatie doet en wie er toezicht uitoefent op het management en de bedrijfscijfers. Jaarverslagen van bedrijven bieden hierbij informatie over hun deugdelijk bestuur. Op deze manier kan de juiste achtergrond worden geschetst en wordt er inzicht verkregen in de materie. Met al deze informatie kan het probleem beter worden geanalyseerd en kunnen de effecten van de codes worden vastgesteld.

Om bij voorgaande aanpak gestructureerd te werk te gaan en het kaf van het koren te scheiden, is het opstellen van een richtinggevende centrale onderzoeksvraag nodig:

***“Is het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag van Belgische beursgenoteerde ondernemingen een, in de praktijk, effectieve component van de Code Lippens om winstmanipulatie bij deze bedrijven tegen te gaan?”***

Deze onderzoeksvraag kan verder worden uitgewerkt in verschillende deelvragen, die een onderdeel vormen van de centrale onderzoeksvraag. Ze duiden als het ware het antwoord aan, maar dan in een vraagvorm omdat het onderzoek nog niet is uitgevoerd. De deelvragen zullen ook eerst moeten worden opgelost, alvorens een besluit over de centrale onderzoeksvraag kan worden geformuleerd.

### 3 Deelvragen / Topics

De aspecten bij het onderwerp corporate governance en winstmanipulatie kunnen van uiteenlopende aard zijn. Het corporate governance hoofdstuk, dat in dit onderzoek wordt bestudeerd, is hier één van. Het is interessant om van dit aspect enkele topics te behandelen. Dit houdt in dat er een aantal deelvragen zullen worden uitgewerkt.

Een eerste topic gaat na wat de invloed is van de omvang van een corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag van een vennootschap. Een grotere omvang van dit hoofdstuk kan staan voor meer transparantie. Dit laatste thema is een belangrijk aandachtspunt in de Code Lippens. De omvang kan bijvoorbeeld gemeten worden door het aantal bladzijden en de verschillende talen waarin het hoofdstuk deugdelijk bestuur is opgesteld. Er wordt dan ook nagegaan of de omvang van het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag van beursgenoteerde ondernemingen invloed heeft op de mate van winstmanipulatie.

Een tweede deelvraag behandelt de remuneratie van het uitvoerend management en bestuurders. Dit kan ook bijdragen tot transparantie. Het is in de laatste jaren een actueel thema geweest, waarbij dikwijls de vraag werd gesteld of het echt nodig is om de verloning van topmanagers te publiceren. Er zal dan ook worden nagegaan in welke mate een juiste bekendmaking van de remuneraties in het corporate governance hoofdstuk van het jaarverslag een invloed hebben op de winstmanipulatie.

Een laatste topic bespreekt de transparantie omtrent de werking van de raad van bestuur en zijn comités. Aandeelhouders hebben namelijk het recht om te weten hoe hun vennootschap wordt bestuurd. Ze wensen informatie in verband met de activiteiten die de belangrijkste organen van de onderneming hebben verricht. De vraag is dan ook of de bekendmaking van een activiteitenverslag, het aantal bijeenkomsten en de individuele aanwezigheidsgraad van bestuurders een invloed heeft op winstmanipulatie.

#### **4 Onderzoeksontwerp verkennende literatuurstudie**

Door de centrale onderzoeksvraag te formuleren, kan er in een bepaalde richting informatie gezocht worden. Dit is nodig omdat er, zoals eerder beschreven, veel informatie is die zowel relevant als niet relevant kan zijn. Maar ook zijn er verscheidene soorten bronnen die geraadpleegd kunnen worden. Deze bronnen kunnen nooit allemaal wetenschappelijk zijn. En aangezien het hier een wetenschappelijk onderzoek betreft, is het ten eerste aangeraden om vooral deze laatste bronnen te consulteren. Daarom zal er voornamelijk gezocht worden naar onderzoeksrapporten en wetenschappelijke boeken en tijdschriften. Ook internetsites van overheidsdiensten en andere officiële instanties kunnen nuttige informatie bieden.

Om deze boeken en tijdschriften te vinden, is het noodzakelijk om over de juiste referenties te beschikken. Er zullen met andere woorden tertiaire bronnen geraadpleegd moeten worden die dan een lijst weergeven van de verschillende individuele bronnen. Hiervoor kunnen gespecialiseerde zoekmachines worden gebruikt zoals bronco, zebra, social science research network en dergelijke. Ook algemene zoekroboten zoals yahoo en google kunnen hierbij helpen. Er kan op die manier gericht worden gezocht, zodat er niet te veel overbodige informatie wordt bekomen.

Er zal vooral gezocht worden naar bronnen vanaf de jaren 1990, omdat corporate governance vooral een begrip is van de laatste twintig jaar. Een grotere nadruk komt wel te liggen op de recentste informatie, daar deugdelijk bestuur een begrip is dat mee geëvolueerd is in de tijd. Bepaalde principes van twintig jaar geleden kunnen nu al achterhaald zijn. De informatie die wordt gezocht zal vooral betrekking hebben op België omdat het onderzoek handelt over de Belgische situatie. Toch zullen er ook bronnen geraadpleegd worden uit bijvoorbeeld de Verenigde Staten en Groot-Brittannië. Het onderzoek naar corporate governance en winstmanipulatie is in de VS immers omvangrijker dan in België. Daarenboven kunnen deze bronnen in het licht van de globalisering waardevolle informatie opleveren.



# 2

## Hoofdstuk 2

### **Corporate Governance**

---

*In dit hoofdstuk wordt stilgestaan bij het begrip 'corporate governance' in een ruime betekenis. In paragraaf 1 wordt dit begrip omschreven aan de hand van diverse bronnen uit de literatuur. Nadien zal er aandacht worden geschonken aan een aantal redenen die er zijn voor 'corporate governance'. Tenslotte worden in paragraaf 3 de verschillende systemen en modellen die er bestaan uitgewerkt. Dit hoofdstuk heeft tot doel om het inzicht van de lezer met betrekking tot 'corporate governance' te verbreden.*

## 1 Omschrijving van het begrip 'Corporate Governance'

'Corporate governance' kent veel en verschillende definities. Heel wat auteurs (Deakin en Hughes, 1997; La Porta et al., 1999; Gaeremynck et al., 2006) trachten het begrip te definiëren volgens hun eigen opvattingen en ervaringen. De term kan echter ook worden opgesplitst: 'Corporate' heeft betrekking op het bedrijfsgebeuren, 'Governance' betekent - vertaald uit het Engels - bestuur, beheer of beheersing. Daarnaast behelst het ook heerschappij, macht of invloed (Van Dale, 1997a). Corporate governance betekent dan vertaald: "Het bestuur van het bedrijf", of anders: "Het beheer en de beheersing van de machtsverhoudingen in het bedrijf". Met deze beperkte definitie is echter alles nog niet gezegd. Dit komt omdat corporate governance immers een heel thema is dat vele raakvlakken heeft. In wat volgt worden enkele definities uit de literatuur en van bepaalde organisaties toegelicht.

In de Code Lippens wordt corporate governance als volgt omschreven: "*Corporate governance omvat een reeks regels en gedragingen op basis waarvan vennootschappen worden bestuurd en gecontroleerd*" (Commissie Corporate Governance, 2005: 7). Deze definitie legt de klemtoon dus op het bestuur en de controle. Een omschrijving omtrent dit begrip in Cash (2006: 42) vindt haar inspiratie in deze definitie van de Code Lippens. In dit tijdschrift wordt corporate governance of deugdelijk bestuur gedefinieerd als "*een bepaald systeem waarmee bedrijven worden bestuurd en gecontroleerd. Het legt de rechten en plichten vast waaraan de verschillende spelers binnen het bedrijf, zoals management, werknemers, raad van bestuur en aandeelhouders, zich moeten houden. Transparantie, duurzaamheid en het afleggen van verantwoording zijn daarbij sleutelbegrippen.*" (Cash/Trends, 2006: 42). Ook in deze definitie ligt de nadruk meer op het bestuur en de controle, waarbij er aandacht wordt besteed aan de relaties tussen de spelers binnen het bedrijf.

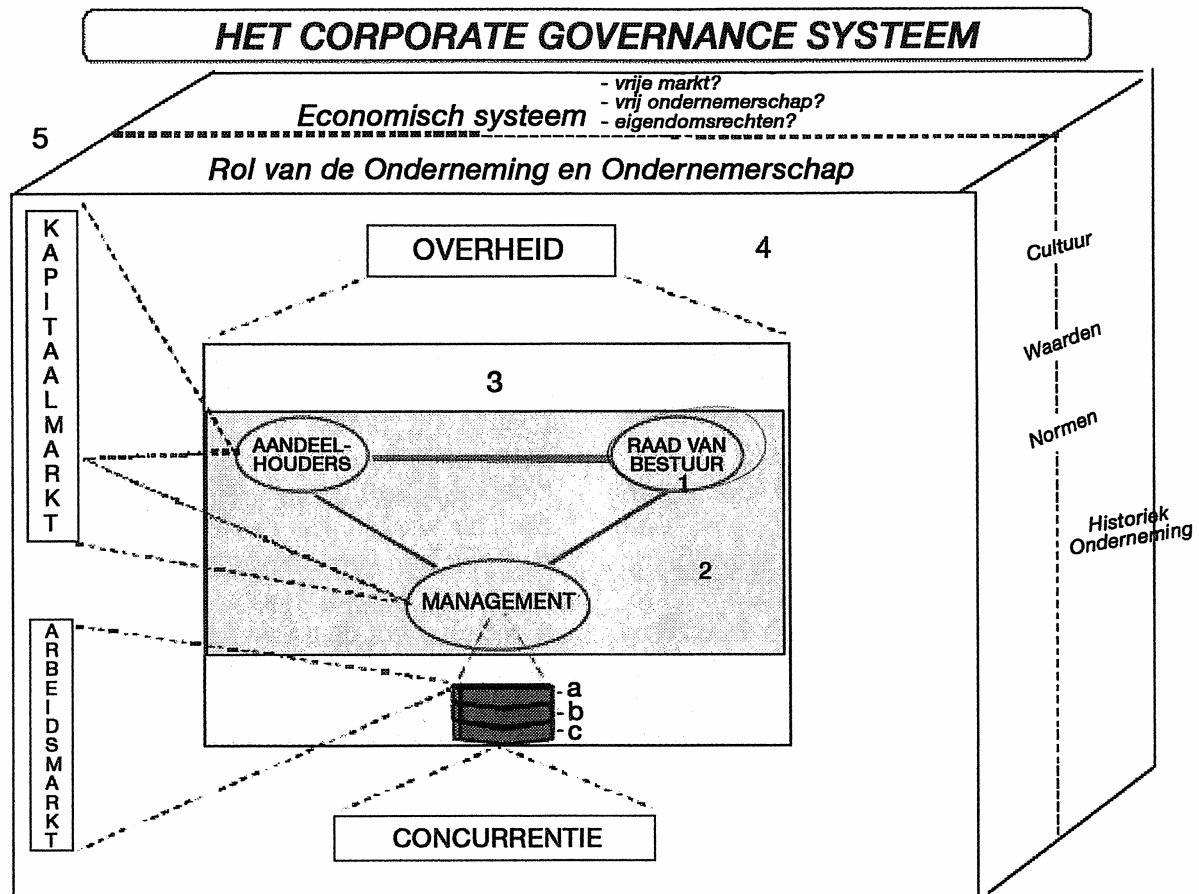
In voorgaande alinea kwam de term 'deugdelijk bestuur' aan bod. Deze term moet aanzien worden als een vertaling voor het begrip 'corporate governance'. Toch is de benaming 'deugdelijk bestuur' niet zo gelukkig gekozen. Ze bevat immers niet enkel het deugdelijk of goed bestuur, maar is meer dan dat. Men zou kunnen denken dat indien managers integer zijn en hun onderneming op een goede manier besturen, dit voldoende is. Toch moet ook de term 'deugdelijk bestuur' worden aanzien als een systeem, zoals corporate governance.

Volgens La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer en Vishny (1999: 2) is corporate governance een stel van mechanismen waardoor 'outside' investeerders zichzelf beschermen tegen onteigening door de 'insiders'. Met 'insiders' bedoelen de auteurs zowel de managers als de aandeelhouders met een meerderheidsbelang. Hier ligt dan de nadruk weer meer op de bescherming van de minderheidsaandeelhouders.

Cohen en Boyd (2000: 4) halen in hun boek een definitie aan van Deakin en Hughes (1997: 2) die volgens hun veel breder is. Er wordt gesteld dat deugdelijk bestuur gaat over de relatie tussen interne 'governance'-mechanismen van bedrijven en de opvattingen van de maatschappij over de omvang van de verantwoordelijkheid van bedrijven. Deze definitie legt dus de link tussen het bedrijf en de visie van de maatschappij over de bedrijven. Dit wil zeggen dat ze verder gaat dan alleen maar de aandeelhouders. Er dient rekening gehouden te worden met alle betrokkenen.

Vorige definities leggen de klemtoon op een bepaald aspect, raakvlak of een bepaalde relatie. Dit toont aan dat corporate governance vele dimensies kent. Een zeer ruime definitie is terug te vinden in een publicatie van Gaeremynck et al. (2006: 19). Zij onderscheiden maar liefst vijf niveaus gebruik makend van figuur 1.

Figuur 1: De vijf niveaus van corporate governance



bron: Gaeremynck et al., 2006: 20.

Deze vijf niveaus zijn:

- **Niveau 1:** de focus ligt op de werking en samenstelling van de raad van bestuur;
- **Niveau 2:** de relatie tussen de drie belangrijkste partijen (aandeelhouders, bestuurders en management) komt aan bod, evenals de taakverdeling. Van Hulle (2003: 182) omschrijft de oplossing voor dit probleem als een systeem van 'checks and balances'. Dit wil zeggen dat elke partij een bepaalde heldere rol krijgt toebedeeld, dat er voldoende transparantie moet zijn en dat belangenconflicten moeten vermeden worden. Dit zorgt dan uiteindelijk voor een evenwicht;
- **Niveau 3:** de relaties worden uitgebreid. Ook de werknemers, de klanten en de leveranciers krijgen een belangrijke plaats. Corporate governance staat hier voor het besturen van de netwerken;

- **Niveau 4:** op dit niveau wordt aandacht besteed aan alle stakeholders en hun belangen;
- **Niveau 5:** op dit niveau vertrekt men van een macro-economisch perspectief. De vraag die zich hier opdringt is het doel van de onderneming. Dit kan waardemaximalisatie zijn voor de aandeelhouders of creatie van welvaart voor alle stakeholders.

De auteurs stellen wel nog dat de scheiding van het eigendom en de leiding van de onderneming cruciaal is doorheen de vijf niveaus.

## 2 Redenen voor Corporate Governance

Corporate governance is geen fenomeen dat uit de lucht is komen vallen. Er liggen namelijk specifieke redenen aan ten grondslag die het thema ook nog in de éénnentwintigste eeuw zeer actueel maken. De laatste jaren is de voornaamste reden hiervoor de talrijke **fraudegevallen** in zowel de Verenigde Staten als in de rest van de wereld. Het meest bekende en ook meest besproken voorbeeld in dit rijtje is hoe dan ook het dossier Enron. Dit is tot 2001 één van de grootste bedrijven in Amerika geweest. Maar door fraudepraktijken is deze onderneming over de kop gegaan. Dit heeft volgens Solomon en Solomon (2004: 11) de internationale aandacht gevestigd op de rol die sterke corporate governance moet spelen om dergelijke faillissementen te verhinderen.

Hessels en Hooge (2006: 9) vermelden hierbij dat de eerste initiatieven inzake corporate governance toch reeds midden de jaren tachtig van de vorige eeuw zijn ontwikkeld. Ook deze periode werd gekenmerkt door bedrijfsschandalen en faillissementen in vooral het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Later was dit ook het geval in continentaal Europa. Ook de **internationalisering van het aandelenbezit** was toen volgens deze auteurs een reden voor corporate governance. Bedrijven moesten hierdoor immers rekening houden met de regels van buitenlandse beurzen.

Meestal is de basis van problemen in verband met corporate governance de **scheiding tussen het management en de aandeelhouders**. De aandeelhouders ontbreekt de motivatie om de onderneming te besturen, waardoor het management zijn vrije gang kan gaan. Dit probleem werd in 1932 reeds in het schemerlicht geplaatst door Berle en Means (1932) en corporate governance biedt hier een uitweg voor het regelen van de machtsrelaties (Heinrich, 2002: 1).

Van Luijk en Schilder (1997: 90) halen in hun boek enkele redenen van een corporate governance code aan op bedrijfsniveau. Een code kan gebruikt worden om te voorkomen dat er zich in de toekomst **kwalijske gebeurtenissen** gaan voordoen. Deze voorvallen kunnen blunders zijn van het bestuur of van een medewerker. Een code van deugdelijk bestuur wil ook misbruiken voorkomen, zoals onder andere handelen met voorkennis, steekpenningen, milieu-overtredingen, en dergelijke. Daarnaast kan het een hulp zijn bij **fusies** om een gewenste richting aan te duiden en bij het verwezenlijken van transparantie over de identiteit van de onderneming.

Tenslotte vermeldt Gregory (2001: 7) nog enkele redenen waarom corporate governance wel zo belangrijk is. Ze stelt dat regels en procedures nodig zijn om de kapitaalverschaffers te beschermen. Dit kan via een onafhankelijke controle op het management, transparantie van de prestaties, eigendom en bestuur van de onderneming en via deelname van de aandeelhouders in fundamentele beslissingen.

### **3 “Corporate Governance”-systemen en –modellen**

In dit deel wordt getracht een verduidelijking te geven van het begrip ‘corporate governance’. Daarom zal in de eerste paragraaf een inleiding worden gegeven, die dient als houvast voor wat volgt. In een tweede paragraaf komt de ‘agency’-theorie aan bod. De bedoeling is om een inzicht te bieden in de oorsprong van de problemen in verband met deugdelijk bestuur. Verder dient er in de eerste plaats gekeken te worden naar het geheel, omdat corporate governance een systeem is. Dit geheel zal men pas kunnen begrijpen als men bekend is met de verschillende onderdelen ervan. Daarom zal in paragraaf 3.3 worden besproken hoe bedrijven gestructureerd zijn. Hiermee wordt bedoeld, hoe de verhouding tussen de aandeelhouders en de managers wordt geregeld en welke problemen dit met zich meebrengt. Er zullen onder andere verschillende structuren van de raad van bestuur (‘one-tier’, ‘two-tier’) aan bod komen. Deze verschillen vinden hun oorsprong in de oriëntatie van de systemen van deugdelijk bestuur (markt- en netwerkgeoriënteerd) die er zijn in de wereld. In paragraaf 3.4 worden deze nader toegelicht. Hierna wordt ook dieper ingegaan op de verschillende corporate governance modellen (angelsaksisch en continentaal model). Tot slot wordt er in de laatste paragraaf nagegaan of er een evolutie is van deze modellen naar eenzelfde vorm.

### 3.1 Inleiding

Een governance systeem kan omschreven worden als: “een kader van wetten, regelgevende instituties en rapporteringsvereisten die de manier bepalen waarop bedrijven worden beheerd” (Cohen en Boyd, 2000: 2). Hierbij dient het in te staan voor waardecreatie ten behoeve van de aandeelhouders en voor de afstemming van de belangen van managers en aandeelhouders. Het net genoemde kader kan echter verschillend zijn tussen landen onderling. Dit resulteert in verschillende systemen waarbij het vooral de aandeelhoudersstructuren, de kapitaalmarkten, de bedrijfsstructuren en de concurrentie zijn, die de toezichhoudende instanties en het toezicht op het management bepalen (Cohen en Boyd, 2000: 2-4).

Tabel 1 geeft een overzicht van de relaties tussen verschillende structuren op diverse niveaus. Bij al de pogingen om landen in een bepaald corporate governance systeem te duwen, moet wel een kanttekening worden gemaakt. De radicale opsplitsing zoals ook tabel 1 weergeeft, getuigt soms van een oversimplificatie van de complexe systemen die er achter schuil gaan. Het doel van volgende uiteenzetting is dan ook om een ruime indeling te maken en om een concept te bieden waarbinnen de lezer kan verder denken. De meeste landen vallen immers ergens tussen twee systemen, met kenmerken van beide (Solomon en Solomon, 2004: 148).

Tabel 1: Overzicht van de relaties tussen de verschillende soorten structuren

	<b>Verenigde Staten, Verenigd Koninkrijk</b>	<b>Duitsland, Nederland</b>
Structuur raad van bestuur (3.3)	One-tier +	Two-tier +
Structuur financiering (3.4)	Marktgeoriënteerd =	Netwerkgeoriënteerd =
Structuur maatschappij (3.5)	Angelsaksisch model	Continentaal model

Bron: Eigen bewerking; Van Luijk en Schilder, 1997: 29; Gregory, 2001: 1.

De diverse structuren en de hieruit resulterende systemen en modellen zijn nu in het kort weergegeven. In volgende paragrafen zullen deze verder worden uitgewerkt. Eerst zal echter de 'agency'-theorie worden besproken. Deze theorie geeft weer wat de oorzaken zijn voor het ontstaan van corporate governance.

### 3.2 De 'agency'-theorie

De verdeling van de bevoegdheden is een belangrijk thema binnen corporate governance. Aan de ene kant zijn er de aandeelhouders die de eigenaar zijn van een bedrijf. Deze aandeelhouders stellen kapitaal ter beschikking van de onderneming en willen dit laten renderen. Met dit kapitaal kunnen dan de productieactiviteiten worden beheerd door de managers (Dellaportas et al., 2005: 256-266). In eerste instantie lijkt dit evident, maar in de praktijk kunnen er zich complicaties voordoen.

Bij beursgenoteerde en veel niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn de aandeelhouders en de managers immers niet vervat in één en dezelfde persoon. Aandeelhouders bieden hun kapitaal aan en willen en/of kunnen zich niet bezig houden met het dagelijks bestuur van het bedrijf. Daarom worden er personen met specifieke managementkwaliteiten contractueel aangeworven. De moeilijkheid die zich hier nu voordoet is dat managers kunnen gaan handelen in hun eigen belang en niet in het belang van de aandeelhouders. Doordat managers rationele actoren zijn, kunnen ze er naar streven hun eigen nutsfunctie te maximaliseren (Cohen en Boyd, 2000: 15). Dit probleem is de basis van de '**agency**'-**theorie**, dewelke op zijn beurt de grondslag is van corporate governance. De essentie hier is de scheiding tussen het bestuur en de geldmiddelen dat door corporate governance zal moeten geregeld worden (Clarke, 2004: 5).

De managers bezitten ook meer informatie dan de aandeelhouders. Deze laatsten zijn hierbij afhankelijk van het management om de juiste en tijdige informatie te bekomen. Toch kan het management informatie achterhouden, manipuleren of pas op een later tijdstip bekend maken. Dit is wat men in de literatuur **informatieasymmetrie** noemt (Clarke, 2004: 6). Deze asymmetrie is ook een gevolg van de **beleidsvrijheid** die managers krijgen. Deze vrijheid heeft volgens Tijdink (1996: 252) twee dimensies. De auteur onderscheidt 'bedoelde' of 'noodzakelijke' vrijheid en 'onbedoelde' of 'overbodige' vrijheid. De eerste categorie is door de aandeelhouder aan het management gegeven om efficiënt gedrag uit te



lokken. De 'onbedoelde' vrijheid heeft de manager zichzelf toegeëigend om zijn eigen doelen te helpen realiseren of hij heeft deze vrijheid onrechtmatig verworven. Het is deze laatste vrijheid die in de 'agency'-theorie centraal staat en die dient te worden beperkt (Tijdink, 1996: 246-254).

In de 'agency'-theorie maakt men, zoals reeds tussen de lijnen aangegeven, een onderscheid tussen de principaal en de agent. Het is de **principaal** (de aandeelhouder) die aan de **agent** (de manager) de bevoegdheid geeft om de onderneming te beheren en dit in het belang van de principaal (Calderini, et al, 2003: 4). Zoals gezegd brengt dit verwickelingen met zich mee. Indien de managers voldoende gecontroleerd zouden worden door de aandeelhouders zouden deze complicaties niet zo ernstig zijn. Maar dit zijn ze wel omdat de kosten van informatievergaring en de controle op managers hoog zijn en omdat iedere individuele aandeelhouder deze kosten niet wil maken. Elke aandeelhouder rekent op de andere om dit te doen. Doordat de managers hierdoor meer vrijheid hebben kan de marktwaarde van de onderneming lager zijn ten opzichte van als er geen 'agency'-problemen zouden zijn. Dit verlies in marktwaarde wordt de '**agency cost**' genoemd (Cohen en Boyd, 2000: 15).

Door Jensen en Meckling (1976; in Tijdink, 1996: 246-254) worden deze 'agency'-kosten gedefinieerd als de som van de 'monitoring'-kosten, de 'bonding'-kosten en een restverlies:

- "De *monitoringkosten* verwijzen naar alle uitgaven die de principaal maakt om er voor te zorgen dat de agent geen acties onderneemt die de belangen van de principaal schaden."
- "De *'bonding'-kosten* verwijzen naar de kosten die de agent maakt om er voor te zorgen dat hij niet te veel afwijkt van de doelstellingen van de principaal."
- "Het *restverlies* verwijst naar de mate waarin agenten er in slagen hun eigen doelstellingen na te streven."

De vraag is nu hoe men de relatie tussen de aandeelhouders en het management moet regelen om de 'agency'-kosten te minimaliseren.

De aandachtige lezer heeft vast al opgemerkt dat bovenstaande uiteenzetting met betrekking tot de 'agency'-theorie een ander beeld krijgt wanneer er slechts één grote aandeelhouder is. Ook Cohen en Boyd (2000: 15) hebben dit begrepen. Ze beschrijven de 'agency'-theorie als een effect van het **versplinterde eigendom**. Deze redenering verder trekkend, zouden de 'agency'-kosten niet dermate

hoog zijn als er bijvoorbeeld een bank of een holding met een significant belang in de onderneming aanwezig zou zijn. Zij zullen dan de taak op zich nemen om het management beter te controleren.

Meer informatie met betrekking tot de 'agency'-theorie is terug te vinden in het boek *'Theories of Corporate Governance: The philosophical foundations of corporate governance'* van Thomas Clarke (2004).

Voorgaande uiteenzetting over de 'agency'-theorie helpt de lezer om een beter idee te vormen van de achterliggende problemen die aan de basis liggen van deugdelijk bestuur. Uiteindelijk zal men moeten komen tot corporate governance mechanismen die ervoor moeten zorgen dat managers in het belang van de aandeelhouders handelen en dat de 'agency'-kosten die hiermee gepaard gaan, worden geminimaliseerd.

### 3.3 De 'one-tier' versus de 'two-tier' structuur

Nu het besef is ontstaan dat het management uit eigen belang kan gaan handelen, is het nuttig om stil te staan bij de **structuur van het bestuur** in bedrijven. Dit kan ook worden aangeduid met de termen 'interne keuken' of 'structuur op het microniveau'. Dit is een belangrijk item in corporate governance en op de weg naar de manieren waarop aandeelhouders hun controle kunnen uitoefenen. In het algemeen zijn er twee soorten te onderscheiden: de '**single-tier**' of '**one-tier**' structuur en de '**dual-tier**' of '**two-tier**' structuur. Bij de eerste structuur is er slechts één 'board' (vergadering) waarin zowel 'executive' (uitvoerende) als 'non-executive' (niet-uitvoerende) 'directors' aanwezig zijn. De uitvoerende bestuurders staan in voor de dagelijkse leiding terwijl de niet-uitvoerende bestuurders een meer toezichthoudende rol zijn toebedeeld. Bij de 'two-tier' structuur zijn er twee organen die in Nederland de raad van bestuur en de raad van commissarissen worden genoemd (Van Luijk en Schilder, 1997: 29). De eerste kan men aanduiden als een managementorgaan, de tweede als een toezichthoudend orgaan.

Het loont de moeite om deze twee structuren verder uit te werken. Elke structuur heeft namelijk zijn eigen specifieke kenmerken. Zoals daarnet vermeld, bestaat er in een '**one-tier**' structuur één 'board of directors' of raad van bestuur met zowel uitvoerende als niet-uitvoerende **bestuurders**. Ook wordt er

vaak een onderscheid gemaakt tussen interne en externe bestuurders. Dit is onder meer een belangrijk thema als men het heeft over het aanpakken van het 'agency'-probleem. Indien de raad van bestuur zo onafhankelijk mogelijk wil zijn, dan zouden er meer externe bestuurders moeten worden aangetrokken (Calderini, et al., 2003: 19-20). In het Verenigd Koninkrijk bijvoorbeeld geldt de regel, volgens 'The Combined Code' (juni 2006), dat uitgezonderd voor kleine bedrijven minstens de helft van de raad van bestuur (zonder de voorzitter) uit onafhankelijke, niet-uitvoerende bestuurders moet bestaan. Deze kunnen dus zeker niet intern zijn (Financial Reporting Council, 2006, sectie A.3.2).

De 'board of directors' heeft als algemene **taak** het 'agency'-probleem aan te pakken. Het moet het management controleren, evalueren en belonen. Hieronder verstaan Calderini et al. (2003: 19) het goedkeuren van de beslissingen van managers, het toezicht houden op het gedrag en de prestaties van de leidinggevenden en ze te evalueren en te belonen. Ook het selecteren, het ontslaan en het hernoemen van de 'Chief Executive Officer' (CEO) valt onder deze functies. Het **nadeel** van het 'one-tier' systeem is volgens Graziano en Luporini (2005: 4, 26) dat een grote aandeelhouder in de raad van bestuur zijn eigen belang kan naar voren schuiven bij het kiezen van investeringsprojecten. Hierdoor heeft het management zelf minder inspraak.

In bedrijven die de '**two-tier**' **structuur** toepassen, is de raad van bestuur op een andere wijze opgebouwd. Zoals de naam al laat vermoeden, bestaan er in deze structuur twee lagen. De ene is het managementorgaan, de andere het toezichthoudende orgaan. In Duitsland worden deze respectievelijk de 'Vorstand' en de 'Aufsichtsrat' genoemd. Een kenmerk van het toezichthoudende orgaan is dat het volledig is samengesteld uit externe **bestuurders**. Hun algemene **taak** bestaat uit het houden van supervisie op het managementorgaan en het te controleren. Het zijn dus niet-uitvoerende bestuurders. Het managementorgaan heeft de bevoegdheid over het beheer van de onderneming. Het toezichthoudende orgaan houdt supervisie op het managementorgaan en controleert het (Black, 2005: 1-4).

Het toepassen van een bepaalde structuur is meestal nationaal gebonden, hoewel de laatste jaren een tendens bestaat in Europa om deze keuze vrij te laten aan de bedrijven (Tabaksblat, 2006). Zo was het Frankrijk dat deze keuze als eerste aanbood. Toch leert de ervaring in dit land dat de grote meerderheid zich vasthoudt aan het 'one-tier' systeem. Ongeveer 4 procent van de publieke ondernemingen kiezen voor het 'two-tier' systeem. Dit komt overeen met 20 procent van de bedrijven in de CAC 40-index

(Hopt, 2002: 7). Het 'one-tier' systeem vindt men vooral terug in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, terwijl het 'two-tier' systeem vooral voorkomt in Duitsland en Nederland (Van Luijk en Schilder, 1997: 29). Een uitgebreider overzicht is terug te vinden in tabel 2.

In België is vooral de 'one-tier' structuur van toepassing. Er is één raad van bestuur die verkozen wordt door de aandeelhouders (Robert Taylor, 2004). Een echte 'two-tier' structuur is in België niet van toepassing. Wel kan men door de Wet van 2 augustus 2002 (Wet Corporate Governance) een aangepaste 'one-tier' structuur onderscheiden. Hierbij is er sprake van een raad van bestuur en een directiecomité (management board). De raad van bestuur benoemt in deze structuur de leden van het directiecomité en oefent er toezicht op uit (Van Der Elst, 2003: 10). Een uitgebreide uiteenzetting komt verder aan bod als de Wet van 2 augustus 2002 wordt besproken.

Tabel 2: Structuur van de raad van bestuur in de EU-27 landen en de VS

	Overheersend 'one-tier'	Overheersend 'two-tier'	Keuze
Oostenrijk*		X	
België****	X		2002: aangepast 'one-tier' model
Bulgarije*	X	X	X
Cyprus*	X		
Tsjechië*		X	
Denemarken*		X	
Estland*		X	
Finland*	X	X	X
Frankrijk***	X		X: 1966 2001: 3 modellen
Duitsland*		X	
Griekenland*	X		
Hongarije*	X	X	X: 'one-tier' enkel voor publieke vennootschappen
Ierland*	X		
Italië*	X		X: 2004: 3 modellen

Letland*		X	
Litouwen*	X	X	X
Luxemburg*	X		
Malta*	X		
Nederland*		X	
Polen*		X	
Portugal*	X		
Roemenië*	X		
Slovakije*		X	
Slovenië**	X		X: 2006
Spanje*	X		
Zweden*	X		
Verenigd Koninkrijk*	X		
Verenigde Staten***	X		

\*Bron: Kluge en Stollt, 2007.

\*\*Bron: <http://www.seeurope-network.org/homepages/seeurope/countries.html>

\*\*\*Bron: Hopt en Ieyens, 2004: 3-19, 21.

\*\*\*\*Bron: Van Der Elst, 2003.

### 3.4 Het marktgeoriënteerde versus het netwerkgeoriënteerde systeem

In voorgaande paragraaf is al opgemerkt dat de bestuursstructuren van bedrijven kunnen verschillen tussen landen. Een belangrijk onderscheid is hier gemaakt tussen de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk enerzijds en bepaalde landen van continentaal Europa (Duitsland, Nederland e.d.) anderzijds. Deze opdeling naar landen kan ook doorgetrokken worden voor de **structuur van de financiering**. De meeste auteurs, waaronder Van Luijk en Schilder (1997: 28), maken hierbij een onderscheid tussen het marktgeoriënteerde (Verenigde Staten en Verenigd Koninkrijk) en het netwerkgeoriënteerde (continentaal Europa) systeem.

Solomon en Solomon (2004: 149-150) kiezen voor een opdeling tussen het 'outsider-dominated' en het 'insider-dominated' systeem. Het eerste systeem is een alternatieve benaming voor het marktgeoriënteerde systeem. De tweede benaming staat voor het netwerkgeoriënteerde systeem.

Tenslotte maken Cohen en Boyd (2000: 7-15) een onderscheid tussen het 'market-based' en het 'bank-based' systeem. Een voorbeeld van het 'market-based' systeem is de structuur in de Verenigde Staten. Voor het 'bank-based' systeem wordt een onderscheid gemaakt in twee subcategorieën: de eerste is het Duitse 'universal banking systeem' en het tweede is het Japanse 'main bank systeem'.

### 3.4.1 Het marktgeoriënteerde systeem

Om het één en ander te verduidelijken worden hier de algemene kenmerken van de financieringsstructuren beschreven. In het **marktgeoriënteerde systeem** geschiedt de kapitaalverschaffing haast enkel en alleen via de beurs. Veel ondernemingen zijn genoteerd op de beurs en het aandelenkapitaal per bedrijf zit verspreid onder talloze aandeelhouders. Hierdoor zijn er onder meer efficiënte en liquide kapitaalmarkten nodig en mogelijk. Bedrijven met deze financieringsstructuur worden meestal gekenmerkt door een 'one-tier' bestuursstructuur (Van Luijk en Schilder, 1997: 28-29). Financiële instellingen kunnen aandelen aanhouden van deze bedrijven maar dit doen ze enkel voor portfoliodoeleinden (Cohen en Boyd, 2000: 7). Doordat de eigendom van de onderneming hierdoor terug te vinden is bij partijen die buiten het bedrijf en het bestuur staan, noemen Solomon en Solomon (2004: 150) dit een outsider-dominated systeem. Het management heeft hierbij meestal een grote macht (Van Hulle, 2003: 181).

De markten dienen in dit systeem als corporate governance middel om bedrijven efficiënt te laten presteren. De beurskoers op de **kapitaalmarkt** is bijvoorbeeld een indicatie van de prestaties van een bedrijf en van het succes als manager. Als de beurskoers ondermaats presteert is dit misschien een signaal om een manager te vervangen. Naast de kapitaalmarkt onderscheiden Cohen en Boyd (2000: 9-10) ook nog de 'market for corporate control', de 'market for managers' en de 'product market':

- De **markt voor bedrijfscontrole** is hierbij een belangrijk instrument om het 'agency'-probleem op te lossen. Dit komt door het mogelijke gevaar van overnames (vijandig of niet) wanneer het bedrijf minder goed tot slecht presteert. Hierdoor wordt het ondermaatse management vervangen door de overnemer.
- De **markt voor managers** speelt zich af op individueel niveau. Er wordt mee bedoeld dat als managers onvoldoende presteren, ze later moeilijker een nieuwe functie zullen vinden.

- Onder de **productmarkt** wordt verstaan dat indien een onderneming minder presteert op productgebied (minder innovatie, niet concurrentieel en dergelijke), ze financiële moeilijkheden zal krijgen. Hierdoor kan ze uiteindelijk zelfs failliet gaan.

### 3.4.2 Het netwerkgeoriënteerde systeem

In vergelijking met het marktgeoriënteerde systeem zijn er in het **netwerkgeoriënteerde systeem** minder aandeelhouders. Er is dus eerder sprake van geconcentreerd aandeelhouderschap. Ook zijn er veel minder bedrijven die op de beurs zijn genoteerd. Hier bestaan er dus andere mechanismen voor een goede corporate governance die dadelijk worden toegelicht. Op te merken valt ook dat in deze organisatie er meestal een 'two-tier' bestuursstructuur is (Van Luijk en Schilder, 1997: 29). Door het geconcentreerde aandeelhouderschap wordt dit systeem door Solomon en Solomon (2004: 149) het 'insider-dominated' systeem genoemd. Een overzicht van de kenmerken is terug te vinden in tabel 3.

Om de onderverdeling in subcategorieën van Cohen en Boyd (2000: 10-15) door te trekken, wordt hier een onderscheid gemaakt tussen het Duitse en het Japanse systeem. Een belangrijke eigenschap van het **Duitse 'universal banking' systeem** is dat het toezichthoudende orgaan voor de helft gevuld is met afgevaardigden van de arbeiders. De andere helft bestaat uit leden die door de aandeelhouders worden gekozen. Zoals de naam van het Duitse systeem al laat vermoeden, zijn deze aandeelhouders hoofdzakelijk financiële instellingen die dan vooral in hun eigen belang bepaalde leden verkiezen. Daarnaast kunnen ook families of holdings een belangrijk aandeel hebben in een bedrijf (Cohen en Boyd, 2000: 10-11). Hun belang is echter meestal niet zo groot als dat van de financiële instellingen en het kan zelfs verwateren. Dit kan voorkomen omwille van twee redenen:

- Ten eerste kunnen banken de stemrechten van klanten uitoefenen als ze daartoe schriftelijke toestemming hebben;
- Ten tweede kunnen de stemrechten van de gewone aandeelhouders worden beperkt tot een bepaald percentage, dat niet geldt voor de banken.

Door de sterke aanwezigheid van financiële instellingen en hun stemrechten zijn de markt voor bedrijfscontrole en de kapitaalmarkt niet zo sterk ontwikkeld als in het marktgeoriënteerde systeem. Maar in plaats van deze markten zijn het de banken zelf die er trachten voor te zorgen dat het

management effectief werkt. Financiële instellingen hebben met name een voordeel omdat ze meestal ook nog andere diensten verstrekken aan bedrijven. Ze kunnen dus over meer informatie beschikken dan gewone aandeelhouders. Een bank zal het bijvoorbeeld als eerste weten wanneer een lening niet wordt terug betaald. Doordat financiële instellingen ook vorderingen hebben op bedrijven, en deze willen innen, zullen ze ook vooral gefocust zijn op de cashflow in plaats van op de winst op korte termijn. Verder is er ook nog een controle van eventuele moedermaatschappijen (Cohen en Boyd, 2000: 11-12).

Zoals reeds weergegeven is er in België vooral een 'one-tier' structuur van het bestuur van toepassing. Ook stemmen de aandeelhouders elk jaar de jaarrekening en kunnen ze de leden van de raad van bestuur aanduiden. Dit geldt eveneens in de Verenigde Staten. In België is er echter sprake van een geconcentreerd aandeelhouderschap, wat het netwerkgeoriënteerde systeem van toepassing maakt. De referentieaandeelhouder tekent hierbij mee het beleid uit, waardoor het management zelf minder macht heeft. Er kan hierdoor ook sprake zijn van belangentegenstellingen tussen de grote en de kleine aandeelhouder(s) (Van Hulle, 2003: 181).

Ter informatie wordt hier ook het **Japanse systeem** kort toegelicht. In dit systeem spelen financiële instellingen eveneens een belangrijke rol. Er is namelijk sprake van een bepaald hoofdbedrijf, dat ofwel een moeder kan zijn, ofwel een 'main bank'. Vandaar de benaming '**main bank systeem**'. Er zijn daarnaast ook allerlei verschillende bedrijven die verband houden met het hoofdbedrijf. Het verschil met het Duitse 'universal banking' systeem is dus dat er hier één bank is die alles overkoepeld (Cohen en Boyd, 2000: 13-14). Een voorbeeld van een 'main bank' is 'The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ Ltd.' (Bremner et al., 1999).

Voorgaande beschrijving geeft de structuur weer in zijn zuiverste vorm. Dit is ook wel de traditionele vorm. Van Heumen (2001) merkt echter op dat er zich sinds 1990 veranderingen voordoen in de wereld die ook gevolgen hebben voor het Japanse systeem. De oorzaak hiervan is de globalisering. Globalisering is: *"het vergroten van onderlinge afhankelijkheid van nationale markten en de vermindering van marktsegmentatie"* (Van Heumen, 2001). Dit heeft gevolgen voor de financieringsstructuur, hoewel het één en ander afhangt van de behoefte aan extern kapitaal. Indien deze behoefte niet aanwezig is, dan zal alles meer bij het oude blijven. In het andere geval (mindere afhankelijkheid van de Japanse banken) komen er meer westerse aandeelhouders, die ook inspraak



eisen. Er kan zich hierdoor een verschuiving voordoen van een aandacht voor de werknemers naar een toegenomen aandacht voor de aandeelhouders. Toch moet opgemerkt worden dat de structuur van cross-holding ervoor zorgt dat veel aandelen in handen zijn van de businessgroep (Van Heumen, 2001). Een belangrijk item hierbij is dat ook de Japanse kapitaalmarkten tegenwoordig sterk zijn ontwikkeld (Cohen en Boyd, 2000: 101).

Tabel 3: Vergelijking tussen het markt- en het netwerkgeoriënteerde systeem

Marktgeoriënteerde vennootschappen	Netwerkgeoriënteerde vennootschappen
Groot aantal beursvennootschappen	Gering aantal beursvennootschappen
Spreiding aandeelhouderschap	Geconcentreerd aandeelhouderschap
Scheiding schuld- en aandeelvermogen	Combinatie schuld- en aandeelvermogen
Efficiënte en liquide financiële markten	Ondoorzichtige financiële markten
Market for corporate control	Nauwelijks market for corporate control
Gemengd toporgaan ('single tier')	Gescheiden toporgaan ('dual tier')

Bron: Van Luijk en Schilder, 1997: 29.

### 3.5 Het angelsaksisch versus het continentaal model

Na het niveau van het bestuur en van de financiering te hebben besproken, volgt hier een uiteenzetting van de **maatschappijstructuren**. Op die manier zijn de corporate governance systemen op verschillende niveaus aan bod gekomen. Met een maatschappijstructuur wordt in dit werk een model of een systeem bedoeld dat overheersend is voor een bepaald land. Elke natie heeft immers door historische ontwikkelingen een bepaalde structuur ontwikkeld waarop het economische bestel is gebouwd. In zeer grote lijnen kan men hierbij een onderscheid maken tussen een angelsaksisch en een continentaal model. Hoewel er hier in de eerste plaats over een maatschappijstructuur wordt gesproken, is dit niets anders dan het samengaan van de manieren waarop bedrijven zich financieren en de structuur van de eigendom in een bepaalde economie (Solomon en Solomon, 2004: 148). Deze twee thema's zijn reeds uitvoerig aan bod gekomen.

Toch kan resumerend worden weergegeven wat de kenmerkende eigenschappen zijn voor elk model.

❖ Het **angelsaksisch model**:

- Vooral in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Canada en Australië (Gregory, 2001: 1);
- De nadruk ligt op de bescherming van alle aandeelhouders en op de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde (Van Hulle, 2003: 183-184);
- Marktgeoriënteerd of buitenstaandersmodel;
- Er is een verspreid aandeelhoudersschap, waardoor vooral het 'agency'-probleem heerst. Dit komt omdat het management veel macht heeft en beter geïnformeerd is omtrent de werkelijke prestaties van de onderneming. Een sterke raad van bestuur is nodig (Van Hulle, 2003: 184);
- Corporate governance gebeurt via de markt.

❖ Het **continentaal model**:

- Vooral in Frankrijk, Nederland, Duitsland, België en Italië (Gregory, 2001: 1);
- De nadruk ligt op het voldoen aan de sociale verwachtingen. Dit houdt de bescherming van de werknemers en andere stakeholders in (Van Hulle, 2003: 184);
- Netwerkgeoriënteerd of ingewijdenmodel;
- Het bezit van grote blokken aandelen door onder andere banken en holdings. Er is dus een concentratie van het aandeelhoudersschap. Hierdoor kan het wel zijn dat de referentieaandeelhouders de raad van bestuur en het management gaan domineren en dat er belangenconflicten ontstaan met de kleine aandeelhouders. Toch wordt hierdoor de macht van het management ingeperkt (Van Hulle, 2003: 192);
- Corporate governance gebeurt via de raad van bestuur en de wetgeving.

Elk model legt de nadruk op een bepaald aspect. Toch zijn op lange termijn de aandeelhoudersbenadering en de stakeholdersbenadering niet zonder elkaar te implementeren. Er zal aan alle betrokken partijen aandacht moeten worden geschonken. Aandeelhouders moet men tevreden houden omwille van hun kapitaalbreng. Daarnaast mag men om succesvol te zijn werknemers, klanten, leveranciers en dergelijke niet negeren (Gregory, 2001: 6-7).

Op het macro-economisch niveau bevindt België zich in het continentaal model. De kapitaalmarkt in België is namelijk minder ontwikkeld dan die van de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Bedrijven vinden hierdoor moeilijker de weg naar de beurs voor hun financiering, wat op termijn leidt tot een rem op de ondernemingsgroei (Van Hulle, 2003: 181).

### 3.6 Convergentie en persistentie van corporate governance modellen

De omstandigheden waarbij landen kenmerken vertonen van verschillende modellen van deugdelijk bestuur heeft ook te maken met een verschijnsel dat men convergentie noemt (Solomon en Solomon, 2004: 148). Convergentie betekent in deze context eigenlijk niets anders dan het samenkomen van verschillende corporate governance modellen in een punt (Van Dale, 1997b).

Een belangrijk thema dat de convergentie van corporate governance systemen versterkt, is de globalisatie. Waar voordien ondernemingen vooral concurrentie ondervonden van andere bedrijven in hun buurt of in hetzelfde land, ervaren ze er nu ook vanuit andere landen over de hele wereld. Globalisatie zorgt voor een gemakkelijkere betreding van alle markten. Volgens Gordon en Roe (2004: 1-2) beïnvloedt het corporate governance op twee manieren:

1. Grotere **ongerustheid** over de vraag of bepaalde corporate governance systemen in andere landen **concurrentieel** beter zijn;
2. Druk van de **kapitaalmarkten** op corporate governance. Wereldwijde investeerders willen hun inzeg in de implementatie van corporate governance mechanismen. Als deze mechanismen hun niet aanstaan dan investeren ze in andere landen.

De vorige twee verschijnselen liggen aan de basis van de convergentie in systemen van deugdelijk bestuur, waarvoor globalisatie verantwoordelijk is (Gordon en Roe, 2004: 1-3).

Gordon en Roe (2004: 5) maken een onderscheid tussen functionele en formele convergentie. Een **functionele convergentie**, zo stellen de auteurs, heeft op het elementaire niveau in alle succesvolle economische systemen altijd plaats. Het heeft betrekking op de eigen aanpasbaarheid van bedrijven. Ze schikken zich naar het algemeen gangbare. Een voorbeeld hiervan is de verantwoordelijkheid van managers voor hun prestaties. De **formele convergentie** heeft betrekking op de wetten en regels.

Ook de keuze die sommige landen nu al bieden aan bedrijven om te kiezen voor een 'one-tier' of 'two-tier' bestuursstructuur kan convergentie in de hand werken. Deze weg werd geopend door het ontstaan van de bepalingen van de Societas Europa (SE). Dit is de benaming van de Europese onderneming (Hopt, 2005: 19). Ze zag het levenslicht door de 'Council Regulation No 2157/2001' van oktober 2001. In België neemt ze de vorm aan van een naamloze vennootschap (Van der Elst, 2003: 1-2).

Gordon en Roe (2004: 3) benadrukken dat corporate governance zich op verschillende niveaus afspeelt. Dit is een belangrijk topic aangezien ze duidelijk maken dat er zich convergentie kan voordoen op één bepaald niveau terwijl de verschillen op een ander niveau volharden. Een voorbeeld dat deze auteurs aanhalen is dat van het al dan niet verspreide aandeelhoudersschap en de controle door de raad van bestuur op managers. Het verspreide of het geconcentreerde aandeelhoudersschap van vennootschappen kan blijven bestaan, terwijl de controle op het management bij allen strenger wordt. Vaak speelt hier ook een interactie tussen de verschillende niveaus.

Toch zal er volgens verschillende auteurs, waaronder Gregory (2001: 8), nooit een volledige convergentie bestaan. Volgens deze laatste auteur is één enkele set van corporate governance regels zowel onwaarschijnlijk als onnodig. Ze vermeldt nog dat er zelfs verschillen bestaan tussen de systemen in de Verenigde Staten en in het Verenigd Koninkrijk. Vanzelfsprekend zijn er enkele redenen die voor een 'persistence' (volharding) zorgen van corporate governance structuren. Bebchuk en Roe (1999: 1) zien hier twee grote klassen van argumenten. Deze zijn de structuurgedreven en de regelgedreven soorten. Daarnaast bemerken ze nog dat verschillen in opinies, bedrijven, markten, cultuur, ideologie en politiek aanleiding kunnen geven tot een volharding van de corporate governance structuren tussen landen.

Aan de basis van de **structuurgedreven redenen** liggen twee oorzaken. Ten eerste zorgt de oorspronkelijke structuur in een bepaald land welke structuur in de toekomst het meest efficiënt zal zijn. Dit komt omdat bij de oorspronkelijke structuur verschillende organen, instellingen zijn gecreëerd die ervoor hebben gezorgd dat de kost van het systeem is gedaald. Ook zorgt het 'rent-seeking' argument voor een volharding. Hiermee wordt bedoeld dat personen of groepen (managers, aandeelhouders, werknemers) die invloed uitoefenen hun voordelen, macht willen gaan behouden. Het is bijgevolg

moeilijk om van structuur te veranderen omdat deze personen het gaan tegenwerken (Bebchuk en Roe, 1999: 23; Gordon en Roe, 2004: 11-12).

De **regelgedreven soorten** bevatten ook zowel het efficiëntie als het 'rent-seeking' argument. Voor het eerste kan volgens Bebchuk en Roe (1999: 34) worden vastgesteld dat bestaande structuren de regels en wetten bepalen die worden uitgevaardigd. Het huidige systeem zorgt er met andere woorden voor welke regels efficiënt zijn op dat moment. Voor het 'rent-seeking' argument geldt volgens deze auteurs dezelfde reden als bij de structuurgedreven redenen. Politieke belangengroepen lobbyen namelijk voor hun bestaande voorrechten.

Dus hoewel globalisatie zorgt voor een convergentie van corporate governance systemen van diverse landen, kunnen verschillen blijven bestaan. Hieruit kan geconcludeerd worden dat het convergentieproces eerder traag verloopt.

# 3

## Hoofdstuk 3

### **De situatie omtrent corporate governance in België**

---

*Dit hoofdstuk biedt een overzicht van de recente initiatieven in België op het gebied van corporate governance. In eerste instantie wordt het wettelijk kader geschetst zoals dit tot stand is gekomen in de Wet van 2 augustus 2002 (Wet Corporate Governance). Hierna zal in punt 1.2 kort worden ingegaan op de Code Buysse. Tenslotte wordt de Code Lippens uitgebreider besproken in een apart deel in dit hoofdstuk.*

## 1 Recente evoluties en initiatieven

De drie meest bekende initiatieven in het corporate governance domein zijn de Wet van 2 augustus 2002, de Code Lippens en de Code Buysse. Ze zijn tot stand gekomen na talrijke internationale projecten zoals in de probleemstelling van dit werk reeds is aangehaald. De bedoeling is hier om deze Belgische initiatieven met betrekking tot corporate governance kort toe te lichten.

Er zal in paragraaf 1.1 worden uiteengezet welke nieuwigheden de Wet van 2 augustus 2002 met zich heeft meegebracht. Naast het wettelijk kader bestaan er in België twee codes. Ze zijn vooral bedoeld om een kentering teweeg te brengen in de negatieve spiraal van ondernemingsschandalen (Van der Elst, 2006a: 1). De Code Buysse geldt voor de niet-genoteerde vennootschappen. De Code Lippens geldt voor de genoteerde vennootschappen. Mede door het zeer actuele karakter van deze initiatieven zijn hier al tal van publicaties rond verschenen. Sommigen daarvan worden hier kort besproken.

De Code Lippens zal uitgebreider worden besproken in een apart deel (paragraaf 2), aangezien bepaalde aspecten hiervan in relatie zullen worden gebracht met winstmanipulatie. Het is de toonaangevende aanbevelende code in verband met deugdelijk bestuur in België. Dit is pas later aan de orde.

### 1.1 Wet van 2 augustus 2002

Door de Wet van 2 augustus 2002 (of de Wet Corporate Governance) heeft deugdelijk bestuur in België een iets uitgebreider wettelijk kader gekregen. Deze wet veranderde onder andere het Wetboek van Vennootschappen en zorgde voor de invoering van enkele nieuwigheden. De volledige benaming van deze wet luidt: '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 overnamebiedingen', B.S. 22 augustus 2002. Hieronder volgt een opsomming van de belangrijkste nieuwe items, met een beperkte uitleg. Zo komen de onafhankelijkheid van de commissaris, de bepalingen over de algemene vergadering en de nieuwe regels omtrent het bestuur aan bod. Voor een uitgebreide analyse van deze wet wordt hier naar de gespecialiseerde literatuur verwezen.

### 1.1.1 De onafhankelijkheid van de commissaris

De commissaris dient op elk moment onafhankelijk te zijn. Hiervoor zijn er verschillende bepalingen opgelegd omtrent een omschrijving van het begrip onafhankelijkheid. Zo moet hij zich houden aan een afkoelingsperiode van twee jaar na het beëindigen van zijn mandaat. Daarna mag hij pas een opdracht als bestuurder of enige andere functie in het bedrijf aanvaarden (Van der Elst, 2002: 6). De commissaris kan ook andere diensten aanbieden aan de vennootschap waar hij zijn controleopdracht uitoefent. Of deze diensten verenigbaar zijn met zijn controleopdracht en zijn onafhankelijkheid, zal moeten worden nagegaan door een adviserend comité, zoals zo dadelijk zal worden besproken. Het auditcomité kan echter sommige handelingen toelaten (Van der Elst, 2004: 15). Anderen zijn bij wet verboden. Het gaat hier om bepaalde niet-auditdiensten en nevendiensten (Hellemans, 2003b: 260-268).

- **De adviserende comités:** Artikel 522, §1 lid 3, Wetboek van Vennootschappen: *“De raad van bestuur kan in zijn midden en onder zijn aansprakelijkheid een of meer adviserende comités oprichten. Hij omschrijft hun samenstelling en hun opdrachten.”* Door de Wet van 2 augustus 2002 zal een comité voor advies en controle toezicht uitoefenen op de onafhankelijke werking van het commissariaat. Het geeft niet-bindende adviezen betreffende de zojuist vermelde verenigbaarheid, adviezen omtrent vergoedingen voor niet-revisorale diensten en het kan ook *“een zaak aanhangig maken bij het bevoegde tuchtorgaan van het Instituut der Bedrijfsrevisoren”* (Van der Elst, 2002: 9-10).
- **Het auditcomité:** Het auditcomité heeft een grotere bevoegdheid dan die van andere comités binnen de raad van bestuur. Zo heeft het een bijzondere beslissingsbevoegdheid en niet enkel een adviserende. *“Het comité kan toelaten dat de commissaris of iemand waarmee hij samenwerkt aan de vennootschapsgroep diensten verstrekt waarvoor de vergoeding deze voor de wettelijke controleopdracht overtreft”* (Van der Elst, 2004: 13). Het auditcomité wordt eveneens belast met het permanente toezicht op de afgewerkte dossiers van de commissaris (Artikel 133, §6, 1° W. Venn.).



### 1.1.2 De bepalingen over de algemene vergadering

De bedoeling van deze reglementeringen is het verhogen van de deelnemingsgraad aan de algemene vergadering bij vennootschappen. Een belangrijke wettelijke nieuwigheid is de **schriftelijke algemene vergadering**. Artikel 536, vierde lid W. Venn. vormt hiervoor de legitieme basis: *“De aandeelhouders kunnen eenparig en schriftelijk alle besluiten nemen die tot de bevoegdheid van de algemene vergadering behoren, met uitzondering van die welke bij authentieke akte moeten worden verleden”*. Van der Elst (2002: 11) merkt op dat deze bepaling enkel geldt voor *“gewone en bijzondere algemene vergaderingen die geen tussenkomst van de notaris vereisen”*. Vóór de Wet van 2 augustus 2002 werd in de praktijk ook reeds bij vooral besloten en kleine vennootschappen een schriftelijke algemene vergadering gevoerd, die natuurlijk in strijd was met de wet en bijgevolg valsheid in geschrifte met zich meebracht (Hellemans, 2003a: 199).

Een ander belangrijk item dat Van der Elst (2004: 16) bespreekt, is de regeling dat een aandeelhouder met aandelen aan toonder rechtsgeldig kan deelnemen aan een algemene vergadering, ook al heeft deze zijn aandelen niet neergelegd. Dit komt door de optionele invoering van **de registratiedatum**. De aandeelhouder met aandelen aan toonder moet dan zijn houderschap op deze registratiedatum bewijzen. Artikel 536, derde lid W. Venn. spreekt voor zich: *“De statuten van een genoteerde vennootschap kunnen bepalen dat de aandeelhouders aan de algemene vergadering kunnen deelnemen en er hun stemrecht kunnen uitoefenen, met betrekking tot de aandelen waarvan zij op de registratiedatum om 24 uur houder zijn, ongeacht het aantal aandelen waarvan zij houder zijn op de dag van de algemene vergadering. Deze registratiedatum kan niet vroeger dan op de vijftiende dag en niet later dan vijf werkdagen voor de algemene vergadering worden vastgesteld. In een door de raad van bestuur aangewezen register wordt ingeschreven over hoeveel aandelen elke aandeelhouder beschikt op de registratiedatum om 24 uur”*. Het is hiervoor wel nodig dat de algemene vergadering dit systeem moet goedkeuren. De raad van bestuur zorgt dan voor de toepassing (Van der Elst, 2004: 16).

Er dient echter ook te worden opgemerkt dat de ‘wet van 14 december 2005 houdende de afschaffing van effecten aan toonder’ (B.S. 23 december 2005) ervoor zal zorgen dat de aandelen aan toonder op termijn gaan verdwijnen. Vanaf 1 januari 2008 zullen deze niet meer gekocht kunnen worden (Artikel 4 W. 14.12.05). Ten laatste op 31 december 2013 moeten ze zelfs op een effectenrekening gedeponneerd

zijn (gedematerialiseerd) of omgezet zijn in aandelen op naam (Artikel 7 §1 W. 14.12.05). Als gevolg hiervan zal het recht om deel te nemen aan de algemene vergadering slechts worden verleend op basis van de inschrijving in het register van de aandelen op naam of aan de hand van de neerlegging van een attest door een erkende rekeninghouder of vereffeningsinstelling (Artikel 536, tweede lid W. Venn.).

### 1.1.3 De nieuwe regels omtrent het bestuur

Voor wat betreft het bestuur zijn er ook een aantal nieuwe regels in het leven geroepen. Ze hebben betrekking op de vaste vertegenwoordiger, het optionele tweeledige systeem, de belangenconflictregering en de onafhankelijke bestuurders. Vooral de wettelijke erkenning van het optionele tweeledige systeem is door de Wet van 2 augustus 2002 een vernieuwing geweest. Voordien werd immers enkel een 'one-tier' structuur toegelaten.

#### a) De vaste vertegenwoordiger

Er bestaat de mogelijkheid dat een vennootschap als rechtspersoon een bestuursmandaat opneemt in een andere vennootschap. Dit kwam in het verleden vooral voor omwille van fiscale, sociaalrechtelijke, controle- en/of aansprakelijkheidsmotieven. De Wet Corporate Governance heeft met de bepaling van de vaste vertegenwoordiger een grote invloed op het aansprakelijkheidsmotief. De fysieke vertegenwoordiger wordt in dit opzicht op gelijke voet gesteld met de bestuurder-rechtspersoon (Wauters, 2003: 15-16). De wettelijke grondslag voor deze regel kan worden teruggevonden in artikel 61, §2 W. Venn.: *"Wanneer een rechtspersoon aangewezen wordt tot bestuurder, zaakvoerder of lid van het directiecomité, van de directieraad of van de raad van toezicht, benoemt deze onder zijn vennoten, zaakvoerders, bestuurders, leden van de directieraad, of werknemers een vaste vertegenwoordiger die belast wordt met de uitvoering van de opdracht in naam en voor rekening van de rechtspersoon. Deze vertegenwoordiger moet aan dezelfde voorwaarden voldoen en is burgerrechtelijk en strafrechtelijk aansprakelijk alsof hij zelf de betrokken opdracht in eigen naam en voor eigen rekening zou volbrengen, onverminderd de hoofdelijke aansprakelijkheid van de rechtspersoon die hij vertegenwoordigt. Deze laatste mag zijn vertegenwoordiger niet ontslaan zonder tegelijk een opvolger te benoemen"*.

b) Het optionele tweeledige systeem bij de naamloze vennootschap

Dit systeem is door de Wet Corporate Governance ingevoerd omdat er stemmen opgingen dat de unitaire raad van bestuur niet meer zou voldoen aan de werkelijkheid. Vennootschappen kunnen er hoe dan ook voor kiezen hun organisatie te behouden (Van der Elst, 2002: 3-4). Er dient hier toch te worden opgemerkt dat vóór de Wet van 2 augustus 2002 ook al directiecomités bestonden die dan wel onder diverse benamingen voorkwamen. Deze hadden toen ook al ruime bevoegdheden. Voor bijvoorbeeld banken, beleggingsondernemingen en sommige overheidsbedrijven werd dit zelfs wettelijk geregeld. Bij andere bedrijven kreeg het zogenaamde vroegere directiecomité verantwoordelijkheden, die de normale bevoegdheden overschreden, waardoor dit in feite illegaal was. Door de Wet van 2 augustus 2002 heeft men dus eigenlijk een bestaande praktijk gelegaliseerd (Nelissen Grade, 2003: 109-115).

- **De raad van bestuur:** Artikel 518 W. Venn. bepaalt dat er minstens drie bestuurders moeten zijn, behoudens een uitzondering indien er slechts twee oprichters of aandeelhouders zijn. Ze worden benoemd door de oprichtingsakte of de algemene vergadering. *“De raad van bestuur is bevoegd om alle handelingen te verrichten die nodig of dienstig zijn tot verwezenlijking van het doel van de vennootschap, behoudens die waarvoor volgens de wet alleen de algemene vergadering bevoegd is”* (Artikel 522 §1 lid 1 W. Venn.). De raad van bestuur blijft in dit systeem bevoegd voor het algemeen beleid van de vennootschap en het toezicht op het directiecomité (Van der Elst, 2002: 3).
- **Het nieuwe directiecomité:** Over de oprichting van een directiecomité alsook over de inrichting van het comité kunnen de vennootschappen zelf beslissen. Ze kunnen aldus hun bestuursstructuren optimaliseren. Dit heeft wel tot gevolg dat theoretisch de mogelijkheid bestaat dat er een heterogeniteit ontstaat in de bestuursstructuren tussen de vennootschappen in België. De oprichting van een directiecomité zal gepaard gaan met een wijziging van de statuten. Dit gebeurt door een buitengewone algemene vergadering die de raad van bestuur machtigt om een directiecomité op te richten (Van der Elst, 2004: 3). Artikel 524bis W. Venn. verwoordt het als volgt: *“De statuten kunnen de raad van bestuur toestaan zijn bestuursbevoegdheden over te dragen aan een directiecomité, zonder dat deze overdracht betrekking kan hebben op het algemeen beleid van de vennootschap of op alle handelingen die op grond van andere bepalingen van de wet aan de raad van bestuur zijn voorbehouden. Wanneer een directiecomité wordt ingesteld is de raad van bestuur belast met het*

*toezicht op dat comité.*” In de rechtsleer bestaat wel enige onenigheid omtrent het concurrerende al dan niet exclusieve karakter van de bevoegdheden van het directiecomité (Van der Elst, 2004: 6). Een directiecomité kan bestaan uit bestuurders en/of (overwegend) managers. Het feit dat leden van de raad van bestuur in het directiecomité kunnen zitten, maakt dat deze structuur een aangepaste ‘one-tier’-structuur is en geen ‘two-tier’ (Van der Elst, 2003: 11).

### c) De nieuwe belangenconflictregering

De nieuwe belangenconflictregering werd van toepassing voor de boekjaren die ingingen na 31 december 2003. Bij een belangenconflict zal de omstreden beslissing of verrichting moeten worden beoordeeld door een comité van drie onafhankelijke bestuurders dat wordt bijgestaan door één of meer onafhankelijke experts. Hiervan zal een schriftelijk en gemotiveerd advies naar de raad van bestuur worden gezonden. De raad van bestuur beraadslaat dan over de voorgenomen beslissing of verrichting (artikel 524 §2, §3 W. Venn.). Deze procedure diende vroeger ook gevolgd te worden, hoewel het wetboek toen melding maakte van ‘een deskundige’ in plaats van ‘één of meer onafhankelijke experts’ (artikel 524 §1 W. Venn. (oud), in: Ballon et al., 2002: 799).

Het advies omvat nu zowel een omschrijving van de aard van de beslissing of verrichting, als een beoordeling van het bedrijfsmatige voor- of nadeel voor de vennootschap en haar aandeelhouders. Tevens zullen de vermogensrechtelijke gevolgen moeten worden begroot en zal moeten worden vastgesteld of de vennootschap geen nadeel wordt aangedaan (artikel 524 §2, W. Venn.). Voordien was er enkel sprake van een omschrijving van de financiële gevolgen voor de vennootschap, waarbij het belang voor de vennootschap en de aandeelhouders werd aangetoond. Hierbij diende ook de afwezigheid van een voordeel in de aard van een bevoorrechte vergoeding voor een aandeelhouder te worden beschreven (artikel 524 §1 W. Venn. (oud), in: Ballon et al., 2002: 799). Verder zal door de nieuwe regeling de commissaris zijn oordeel moeten geven omtrent de getrouwheid van de gegevens in het advies en in de notulen van de raad van bestuur (artikel 524 §3, W. Venn.).

De belangenconflicten hebben betrekking op intragroepsverrichtingen bij de genoteerde vennootschap en haar verbonden vennootschappen, met uitzondering van de dochtervennootschappen. De geschetste procedure is dus van toepassing op elke beslissing of verrichting ter uitvoering van een

beslissing van een Belgische genoteerde vennootschap (Wyckaert, 2003: 159-163). Voor niet-beursgenoteerde vennootschappen zijn andere artikelen van toepassing (o.a. artikel 523 W. Venn.).

#### d) De onafhankelijke bestuurders

De wet beschrijft wat moet verstaan worden onder onafhankelijke bestuurders in artikel 524 W. Venn. Van der Elst (2004: 10) heeft de criteria voor onafhankelijkheid samengevat in volgende voorwaarden:

- “1. geen kaderlid of lid van een bestuursorgaan gedurende twee jaar voorafgaand aan de benoeming tenzij voor de eerste benoeming;*
- 2. geen echtgenoot, familielid of samenwonende die aan de eerste of derde voorwaarde niet beantwoordt;*
- 3. geen belangrijke houder van maatschappelijke rechten (<10% van het kapitaal);*
- 4. geen andere relatie die de onafhankelijkheid in het gedrang brengt.”*

## 1.2 Code Buysse

De Code Buysse is in een bepaalde zin op zichzelf al vernieuwend. Er zijn maar weinig landen waar een dergelijke code is ontwikkeld die zich richt op niet-beursgenoteerde bedrijven. Ook in Frankrijk en Colombia ziet men het nut hiervan in. In dit eerste land bestaat de leidraad “administrateurs de PME non c t es: r les et responsabilit s”. Toch heeft België al een voorganger gekend met de aanbevelingen van het VBO in 2001. Een eerste ontwerpcode van de Code Buysse is reeds in maart 2005 verschenen. Na een publieke consultatie is in september 2005 de definitieve code uitgekomen (Van Der Elst, april 2006b: 7, 11).

Van Der Elst (april 2006b: 8-9) haalt in zijn publicatie het doel van de Code Buysse aan. Dit is het zorgen voor een waardecreatie op lange termijn van de onderneming. In dit opzicht staan alle stakeholders centraal. Het wil hier eigenlijk vooral een bewustwordingsinstrument zijn van het belang van deugdelijk bestuur dat ook de managers en eigenaren van niet-beursgenoteerde ondernemingen wakker schudt. Het eerste deel behelst de algemene ‘aanbevelingen voor alle niet-beursgenoteerde ondernemingen’. Hierna wordt er specifiek ingegaan op de aspecten van familiale ondernemingen. De auteur geeft hier een opsomming van de aanbevelingen voor dit soort bedrijven:

*“Familiale ondernemingen krijgen de aanbeveling om een familieforum in te richten, een familiaal charter op te stellen, ten minste tweemaal per jaar overleg te organiseren met de aandeelhouders, tijdig de opvolgingsprocedure in gang te zetten en conflicten tussen familieleden professioneel aan te pakken.”* (Van Der Elst, april 2006b: 9).

Naast deze twee grote delen houdt de Code Buysse nog een derde deel in dat uniek is ten opzichte van de Code Lippens. Dit zijn de ‘basisaanbevelingen voor deugdelijk ondernemen’. Hiermee wil de code adviezen geven op welke manier bedrijven de relaties met verschillende belanghebbenden kan optimaliseren. De partijen die aan bod komen zijn: de bank en de financiers, het personeel, de leveranciers, de externe adviseurs, de klanten en de overheid. Dit onderdeel benadrukt nog eens de stakeholderbenadering van de Code Buysse. Deze opvatting is nodig voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Bij hun vallen meestal de eigendom, het bestuur en het management samen (Code Buysse, september 2005: 2-3, 26-27). Richtlijnen voor een goede relatie met de betrokkenen bewijzen hier dan zeker hun nut. Hoewel de Code Buysse twee specifieke delen bevat voor de niet-genoteerde vennootschappen is ze op zich minder gedetailleerd dan de Code Lippens (Van der Elst, 2006a: 3).

## **2 De Code Lippens**

In dit deel zal de Code Lippens worden besproken, zoals deze te raadplegen is op de website <http://www.corporategovernancecommittee.be> van de commissie corporate governance. Deze commissie is op 22 januari 2004 opgericht onder leiding van Maurice Lippens. Het was de bedoeling om binnen een vast tijdsschema een code van ‘best practices’ omtrent corporate governance te ontwikkelen die rekening zou houden met de recente economische ontwikkelingen en de internationale normen. Op 18 juni 2004 is dan de Ontwerpcode gepubliceerd. Na een publieke raadpleging, die deel uitmaakte van het democratische proces, werd op 9 december 2004 de definitieve versie van de Code Lippens gepubliceerd. Ze is in de eerste plaats van toepassing op *‘vennootschappen waarvan de maatschappelijke zetel in België is gevestigd en de aandelen tot de verhandeling op een gereguleerde markt zijn toegelaten’*. Ook voor niet-genoteerde vennootschappen kan het een referentie zijn (Commissie Corporate Governance, 2007). De Code Lippens kwam in de plaats van drie afzonderlijke codes van de Beurs van Brussel, het VBO en het C.B.F. (nu C.B.F.A.) (Van der Elst,

2006a: 1). Alvorens in te gaan op de verschillende principes zullen het belang, de werking, de bijkomende verplichtingen en de afdwingbaarheid van de Code worden behandeld.

## 2.1 Belang, werking en verplichtingen van de Code Lippens

In zijn toespraak tijdens de vergadering van 26 april 2005 in de Kamercommissie belast met de problemen inzake handels- en economisch recht, benadrukte Hugo Vandamme (Voorzitter VZW Belgische vereniging van beursgenoteerde vennootschappen) het nut van de Code Lippens en corporate governance codes in het algemeen. Zo stelde hij dat deugdelijk bestuur goed is voor het vertrouwen van de beleggers, de kwaliteit van het imago, de ontwikkeling en de continuïteit van bedrijven. Hij onderstreepte eveneens dat het hierbij noodzakelijk is dat er slechts één code voor deugdelijk bestuur bestaat in België. Op die manier bestaat er één enkele handleiding voor beleggers en aandeelhouders. Dat bij de opstelling van de Code Lippens rekening werd gehouden met de noden van diverse partijen is hierbij een pluspunt. Zowel de controleautoriteit (C.B.F.A.), de marktautoriteit (Euronext Brussel), het bedrijfsleven (VBO) als vertegenwoordigers van ondernemingen hadden hierbij een inbreng.

De commissie corporate governance voegt hier nog aan toe dat een goed model van deugdelijk bestuur noodzakelijk is voor vennootschappen indien ze kansen willen grijpen en de risico's hieromtrent willen beperken (Commissie Corporate Governance, 2007). Door een goede naleving van de Code kunnen vennootschappen zich ook extern financieren aan een lagere kost en kunnen ze genieten van een verhoogde economische efficiëntie en groei. Tenslotte biedt het ook een betere bescherming van privé-beleggingen. Uiteindelijk komt men zo terecht bij het belangrijkste doel van de Code. Dit is: *“het bevorderen van waardecreatie op lange termijn.”* (Commissie Corporate Governance, 2005: 7).

De Code Lippens werkt volgens een **‘Comply or explain’-aanpak**. Hierdoor kan ze zowel met de verscheidenheid van de Belgische genoteerde vennootschappen (met een referentieaandeelhouder of versnipperd aandeelhouderschap, met families of holdings en met een reeds lange of korte beursnotering) als van de talrijke bestuursvormen (via directiecomité, gedelegeerd bestuurder, managementcomité en dergelijke) rekening houden (Vandamme, 2005). In zijn voorwoord bij de Belgische Corporate Governance Code haalt Maurice Lippens aan dat de flexibiliteit van de Code, die

het 'pas toe of leg uit'-systeem biedt, ervoor zorgt dat ze aangepast kan worden aan “*de omvang, de activiteiten en de cultuur van elke vennootschap.*” Vennootschappen kunnen dus afwijken van de Code indien ze afdoende argumenten naar voor brengen (Commissie Corporate Governance, 2005: 5).

Om voorgaande aanpak mogelijk te maken heeft de Code Lippens een specifieke structuur meegekregen. Ze bestaat uit negen principes met bepalingen en richtlijnen. De negen principes vormen de pijlers die men zonder uitzondering moet toepassen. Hieronder worden ze in tabel 4 opgesomd.

Tabel 4: De principes van de Code Lippens

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 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.

Bron: Commissie Corporate Governance, 2005: 3.

Elk principe heeft een aantal bepalingen. Ze beschrijven hoe de principes moeten worden toegepast. Het zijn deze bepalingen die de vennootschappen moeten toepassen of uitleggen waarom ze dit niet doen. Deze bepalingen bestaan tenslotte uit één of meerdere richtlijnen. Ze kunnen dienen als leidraad voor “*de wijze waarop de vennootschap de bepalingen van de Code dient toe te passen of te interpreteren*” (Commissie Corporate Governance, 2005: 8).

In de hele problematiek rond deugdelijk bestuur is **transparantie** een belangrijk en vaak voorkomend begrip. Het wordt bekomen door openbaarmaking van informatie. De Code Lippens bepaalt dat vennootschappen een corporate governance charter en een corporate governance hoofdstuk moeten openbaar maken op de website van de vennootschap respectievelijk in het jaarverslag. In het charter



worden de voornaamste aspecten van het beleid met betrekking tot deugdelijk bestuur bekend gemaakt. In het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag moet de vennootschap de feitelijke informatie omtrent deugdelijk bestuur weergeven. Dit bevat ook de wijzigingen in het corporate governance beleid en relevante gebeurtenissen (Commissie Corporate Governance, 2005: 9).

## 2.2 Afdwingbaarheid van de Code Lippens

Het **toezicht** op de beursgenoteerde vennootschappen gebeurt vooral via de raad van bestuur, de aandeelhouders en de Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA). De raad van bestuur moet hierbij onafhankelijk kunnen oordelen en objectief besluiten kunnen nemen. Het is ook verantwoordelijk voor de volledigheid van het corporate governance charter en het corporate governance hoofdstuk. Ook de aandeelhouders dienen actief zorgvuldige analyses te maken van de corporate governance van hun vennootschap. Het CBFA zorgt voor het externe toezicht. Haar rol ligt in de *“verificatie van de naleving van het ‘pas toe of leg uit’-principe en tot het verzoeken van de vennootschappen zich ernaar te schikken”* (Commissie Corporate Governance, 2005: 9-10).

Toch gaan er ook stemmen op om de Code Lippens een **wettelijk karakter** te geven. Er is namelijk een groot verschil tussen een code van wettelijke aard (zoals de ‘Sarbanes Oxley Act’ in de Verenigde Staten) en een code die dit niet is. Bij een corporate governance code die wettelijk ingeworteld is, kan men immers gebruik maken van de wettelijke technieken. Er kunnen boetes en celstraffen worden uitgesproken, bevelen en verboden worden opgelegd en zo meer. Bij de andere soort codes zijn de sancties meestal van economische of financiële aard. Vooral de marktdruk en de angst voor beschadiging van de reputatie zorgen er dan voor dat bedrijven de code naleven (Wymeersch, 2006: 3-4).

Hoewel de vrijwillige of zelfregelende codes niet wettelijk bindend zijn, bestaat er toch een link met het juridisch kader. Het feit dat deze codes niet in strijd mogen zijn met de wet is hierbij slechts de basis. Het is immers ook zo dat rechters zich in de rechtspraak vaak baseren op corporate governance codes om bijvoorbeeld te bepalen wat dient verstaan te worden onder goed bestuur. Toch kan het ook voorkomen dat bepaalde aspecten van deugdelijk bestuur in een wet worden gegoten (Wymeersch, 2006: 7-9).

In februari 2006 heeft minister Laurette Onkelinx kenbaar gemaakt dat ze de Code in de vennootschapswet wil laten opnemen. Ronald Van Riet van de Dienst Onderneming bij het ACV vindt dit, naar aanleiding van de Picanol-Wet, een goed plan. Hij vindt dat er openbaarheid nodig is. Andere partijen (aandeelhouders, werknemers en dergelijke) hebben recht om de vergoeding van het directiecomité, de leden van de raad van bestuur en van het eventuele toezichtorgaan te weten, zo stelt hij (Heirman, 2006: 10). Hugo Vandamme, van zijn kant, ziet een wettelijk karakter van de Code Lippens niet zitten. Hij vindt dat de 'comply or explain'-benadering voldoende is. Hij baseert zich hierbij vooral op de omvang van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Deze ondernemingen zijn immers klein in omvang vergeleken met de Verenigde Staten of het Verenigd Koninkrijk, zo vindt Hugo Vandamme. Om voor deze ondernemingen een sterke kapitaalmarkt te verzekeren is te veel reguleren niet goed (Vandamme, 2005).

Ook Eddy Wymeersch ziet geen heil in een corporate governance code die vervat zit in een wet. Volgens hem zorgt dit ervoor dat de bedoelde flexibiliteit en aanpasbaarheid zo teniet worden gedaan. Hij vindt dat de externe raadgevers, zoals beurscommissies en dergelijke, hun rol als externe toezichthouder moeten behouden. Wymeersch vermeldt wel dat voor specifieke aspecten de wet dient in te grijpen. Hij bedoelt hiermee die aspecten, waarvoor de code van deugdelijk bestuur niet effectief is gebleken en waar de bedrijfsgemeenschap zich niet bij neerlegt (Wymeersch, 2006: 9).

Zoals eerder al aangegeven bestaat er in de Verenigde Staten de 'Sarbanes Oxley Act' die reeds van wettelijke aard is. In een artikel in 'The Wall Street Journal' van 6 maart 2006, geeft Bob Greifeld (Voorzitter en CEO van Nasdaq) zijn mening over deze heersende Code in de Verenigde Staten. Hij had verwacht dat na verloop van tijd de voordelen van de Code de kosten zouden overtreffen en dat het lastige karakter van de 'Sarbanes Oxley Act' zou verdwijnen. Hij komt nu echter tot de vaststelling dat de kosten voor bedrijven om zich aan de Code te onderwerpen zeer hoog zijn en dat vooral de kleinere ondernemingen hier moeite mee hebben. Greifeld constateert ook dat buitenlandse bedrijven die van plan zijn om een beursintroductie te doen, niet geneigd zijn om zich te laten noteren op de Amerikaanse markt. Nochtans verwijst hij eveneens naar het jaar 1983 toen er een verstrengde wetgeving werd geïntroduceerd in de Verenigde Staten. Veel bedrijven vroegen toen ook een notering aan op een andere markt. Maar de meesten zijn teruggekeerd omwille van de kracht van de Amerikaanse markt (Greifeld, 2006: A14). Het is nog maar de vraag of de Europese markt deze kracht ook heeft.

## 2.3 Principes van de Code Lippens omtrent het corporate governance hoofdstuk

Zoals een vogel niet zonder vleugels kan, zo kan corporate governance niet zonder transparantie. De gedachte die achter deze slagzin schuil gaat, is dat de aandeelhouders zo goed mogelijk dienen geïnformeerd te zijn over alles wat hun onderneming aangaat. Een gevolg hiervan is dat transparantie ook een zeer belangrijk onderdeel is van de Code Lippens. Een eerste aanzet tot dit begrip werd reeds in paragraaf 2.1 van dit hoofdstuk gegeven. Volgens de Code Lippens wordt transparantie bekomen door openbaarmaking van informatie. Het zorgt dan op zijn beurt voor een beter extern toezicht (Commissie Corporate Governance, 2005: 9). Deze erkenning door de Code Lippens van het belangrijke karakter van dit thema leidt ertoe dat de bepalingen zijn opgesteld om goede transparantie te bekomen.

De openbaarmaking van informatie voor beursgenoteerde vennootschappen gebeurt in het corporate governance charter en in het corporate governance hoofdstuk. In dit onderzoek zal de klemtoon liggen op het corporate governance hoofdstuk. De voornaamste redenen hiervoor zijn het nieuwe karakter en de belangrijke rol van transparantie. Een uiteenzetting van de volledige Code Lippens zou ook te omvangrijk zijn. Tijdens het empirisch onderzoek in hoofdstuk 6 zal verder worden onderzocht of het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag een beperkende invloed heeft op de mate van winstmanipulatie.

Bijlage F van de Code Lippens geeft de vereisten weer inzake openbaarmaking (Commissie Corporate Governance, 2005: 36). De elementen die in het corporate governance hoofdstuk moeten worden vermeld, zijn er terug te vinden. Deze elementen behoren elk toe aan een bepaald principe uit de Code Lippens. In tabel 4 van paragraaf 2.1 werden reeds de negen principes weergegeven. Er zal daarom in volgende paragrafen per principe worden uiteengezet, welke elementen dienen vermeld te worden in het corporate governance hoofdstuk.

### 2.3.1 Een doeltreffende en efficiënte raad van bestuur (principe 2)

Met de termen doeltreffend en efficiënt, wordt een raad van bestuur bedoeld die beslissingen neemt in het vennootschapsbelang. Om dit te verwezenlijken, zijn er in de Code Lippens een aantal bepalingen opgesteld. Sommigen hiervan hebben, in het licht van de transparantie, betrekking op vermeldingen in het corporate governance hoofdstuk.

Er zal bijvoorbeeld een lijst moeten worden gepubliceerd van **de leden** van de raad van bestuur (Commissie Corporate Governance, 2005: 14). Op deze manier hebben de aandeelhouders kennis van de samenstelling van de raad van bestuur. Ze kunnen zo ook een oordeel vormen omtrent de gepastheid van de grootte en over de diversiteit en complementariteit van de leden. Als aanvulling hierop dient ook vermeld te worden welke bestuurders onafhankelijk zijn volgens bijlage A van de Code Lippens. Indien sommige onafhankelijke bestuurders dit niet zijn volgens bijlage A, dan zal er moeten verantwoord worden waarom de vennootschap deze bestuurders toch als onafhankelijk beschouwt. Deze regeling geldt zowel voor de bestaande bestuurders als voor de nieuwe bestuurders (Commissie Corporate Governance, 2005: 14, 36).

Verder dient het corporate governance hoofdstuk, volgens principe 2, een **activiteitenverslag** van de bijeenkomsten van de raad van bestuur en zijn comités te omvatten. Er dient hier tevens melding gemaakt te worden van het aantal bijeenkomsten en van de **individuele aanwezigheidsgraad** van de bestuurders (Commissie Corporate Governance, 2005: 15, 37). De aandeelhouders beschikken dan over informatie in verband met de prestaties van de leden van de raad van bestuur.

### 2.3.2 Integriteit en toewijding van de bestuurders (principe 3)

**Transacties** tussen een vennootschap (met inbegrip van haar verbonden vennootschappen) en haar bestuurders kunnen een belangrijke negatieve invloed hebben op de integriteit en toewijding van deze bestuurders. Hiervoor werd in het Wetboek van Vennootschappen reeds een regeling opgenomen. Artikel 523 §1 bepaalt immers dat: *“Indien een bestuurder, rechtstreeks of onrechtstreeks, een belang van vermogensrechtelijke aard heeft dat strijdig is met een beslissing of een verrichting die tot de bevoegdheid behoort van de raad van bestuur, moet hij dit mededelen aan de andere bestuurders vóór*

*de raad van bestuur een besluit neemt*". Voor de bestuurders die hier niet onder vallen dient de raad van bestuur echter een beleid op te stellen. Dit dient ze dan kenbaar te maken in het corporate governance charter. De toelichtingen bij de toepassing van haar beleid moeten worden opgenomen in het corporate governance hoofdstuk (Commissie Corporate Governance, 2005: 16).

Door de informatieasymmetrie, die werd toegelicht bij de 'agency'-theorie (zie hoofdstuk 2, punt 3.2), bestaat het gevaar dat bestuurders gaan handelen met voorwetenschap. In dit verband zal de vennootschap de nodige maatregelen moeten nemen om dit te voorkomen. Ze zal zich hierbij dienen te schikken naar Richtlijn 2003/6/EC betreffende handel met **voorwetenschap en marktmanipulatie** (marktmisbruik). Dit komt erop neer dat ze regels moet opstellen en openbaar maken omtrent transacties in aandelen en andere financiële instrumenten van de vennootschap door voornamelijk bestuurders. Een toelichting bij de maatregelen zal moeten worden opgenomen in het corporate governance hoofdstuk (Commissie Corporate Governance, 2005: 30, 37).

### 2.3.3 De gespecialiseerde comités van de raad van bestuur (principe 5)

De gespecialiseerde comités zijn nodig voor karakteristieke kwesties. Er wordt hier gedacht aan het auditcomité, het benoemingscomité en het remuneratiecomité. Informatie omtrent de samenstelling en de taken van deze comités is terug te vinden in respectievelijk bijlage C, D en E van de Code Lippens. Net zoals bij de raad van bestuur zal in het corporate governance hoofdstuk een lijst moeten worden opgenomen van **de leden** van de verschillende comités. Het intern reglement van elk comité moet worden opgenomen in het corporate governance charter (Commissie Corporate Governance, 2005: 36). Dit geeft de aandeelhouders de kennis over de samenstelling van de diverse comités van de raad van bestuur. Dit is tevens nodig omdat deze comités dienen te bestaan uit een meerderheid van onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders. Voor het auditcomité en het remuneratiecomité zullen zelfs alle leden niet-uitvoerende bestuurders moeten zijn (Commissie Corporate Governance, 2005: 31-35).

#### 2.3.4 Een duidelijke structuur voor het uitvoerend management (principe 6)

De bepalingen die gelden voor het uitvoerend management komen voor een groot deel terug bij de bepalingen voor de raad van bestuur. Deze laatste werden zonet in paragrafen 2.3.1 en 2.3.2 besproken. Er zal ten eerste een lijst moeten worden gepubliceerd in het corporate governance hoofdstuk met de namen van **de leden** van het uitvoerend management. Deze leden zijn tenminste alle uitvoerende bestuurders. Een afwijking met de regeling voor de raad van bestuur is dat er geen melding moet gemaakt worden van de onafhankelijkheid (Commissie Corporate Governance, 2005: 21). Dit is logisch aangezien de leden van het uitvoerend management niet onafhankelijk kunnen zijn.

De reeds omschreven bepaling in verband met **transacties** tussen een vennootschap (met inbegrip van haar verbonden vennootschappen) en haar bestuurders, is eveneens van toepassing op de leden van het uitvoerend management. De toelichting van het beleid van de vennootschap hierover, zal dus ook moeten worden opgenomen in het corporate governance hoofdstuk. Dit geldt ook voor de toelichting bij de maatregelen in verband met de handel met **voorwetenschap en marktmanipulatie** (Commissie Corporate Governance, 2005: 22).

#### 2.3.5 De vergoeding voor de bestuurders en de leden van het uitvoerend management (principe 7)

Principe 7 van de Code Lippens handelt over de remuneratie van de leden van de raad van bestuur en van het uitvoerend management. Over dit thema is de laatste jaren heel wat te doen geweest. Een eerdere toelichting is terug te vinden in paragraaf 2.2 van dit hoofdstuk. Het advocatenkantoor Claeys en Engels voerde in 2006 een onderzoek naar het remuneratiebeleid bij beursgenoteerde vennootschappen in België. Ze kwamen tot de conclusie dat deze bedrijven nog lang niet dicht bij een gedetailleerd remuneratiebeleid staan (Van Gysegem en Devos, 2006). Het vormt dus een belangrijk onderwerp dat kan bijdragen tot meer transparantie. Het biedt aandeelhouders hierdoor bijvoorbeeld de mogelijkheid om hun ongenoegen te uiten indien de vergoedingen niet verantwoord zijn. In de Code Lippens wordt een onderscheid gemaakt tussen de bepalingen voor de niet-uitvoerende bestuurders, de uitvoerende bestuurders en het uitvoerend management en de CEO.

Voor de **niet-uitvoerende bestuurders** geldt de bepaling dat hun remuneratie op individuele basis moet bekend worden gemaakt in het corporate governance hoofdstuk. Dit geldt eveneens voor de andere voordelen die ze ontvangen van de vennootschap of van elke entiteit die deel uitmaakt van dezelfde groep. Voor de **uitvoerende bestuurders** is dezelfde werkwijze van toepassing. Ze geldt dan wel alleen voor hun functie als bestuurder en niet als lid van het uitvoerend management (Commissie Corporate Governance, 2005: 23).

Voor deze leden van het **uitvoerend management**, uitgezonderd de CEO, dient slechts de remuneratie en de andere voordelen op globale basis bekend te worden gemaakt in het corporate governance hoofdstuk. Er zal wel een opsplitsing moeten gemaakt worden tussen het basissalaris, de variabele remuneratie en de overige componenten van de remuneratie (onder andere kosten voor pensioenen en verzekering). Ten aanzien van de **CEO** zelf moet dezelfde opsplitsing gemaakt worden, maar zijn remuneratie wordt individueel bekend gemaakt (Commissie Corporate Governance, 2005: 24).

Er zal bijkomend voor de leden van het uitvoerend management, inclusief de CEO, informatie moeten worden opgenomen in het corporate governance hoofdstuk over het aandelenbezit. Dit dient te gebeuren op individuele basis en heeft betrekking op zowel de aandelen, de aandelenopties als alle andere rechten om aandelen te verwerven die werden toegekend in het boekjaar waarop het jaarverslag betrekking heeft. Daarnaast moeten tenslotte de belangrijkste contractuele modaliteiten van aanwervings- en vertrekregelingen worden verstrekt (Commissie Corporate Governance, 2005: 37). Aandeelhouders hebben hier, in het licht van transparantie, zeker baat bij deze informatie. Hun vennootschap betaalt immers haar bestuurders en managers. Deze verloning moet in de eerste plaats verantwoord zijn. Er kan hierdoor ook een controle ontstaan op te hoge vergoedingen bij vervroegd vertrek van managers.

#### 2.3.6 De passende openbaarmaking van corporate governance (principe 9)

De voorgaande paragrafen duiden allemaal op een openbaarmaking van deugdelijk bestuur van een vennootschap in het corporate governance hoofdstuk van haar jaarverslag. Dit moet zorgen voor de transparantie waar de Code Lippens op doelt. Principe 9 geeft weer wat er dient verstaan te worden onder een passende openbaarmaking. Voor het corporate governance hoofdstuk betekent dit dat

minstens alle elementen uit bijlage F dienen vermeld te worden (Commissie Corporate Governance, 2005: 27). Deze zijn reeds besproken in paragrafen 2.3.1 tot 2.3.5.

Naast de voorgaande elementen hoort de vennootschap in het hoofdstuk ook alle relevante gebeurtenissen met betrekking tot deugdelijk bestuur te vermelden, die tijdens het boekjaar zijn opgetreden. Wanneer de situatie zich voordoet dat een vennootschap één of meerdere bepalingen van de Code Lippens niet naleeft, dan zal ze moeten uitleggen waarom ze dit niet doet. Dit dient dan te gebeuren in het corporate governance hoofdstuk (Commissie Corporate Governance, 2005: 27).

Er kan dus gesteld worden dat principe negen van de Code Lippens de basis vormt van de openbaarmaking van informatie. Vanuit dit principe wordt er dan verwezen naar de elementen in bijlage F die zullen moeten worden bekendgemaakt. Deze bijlage vormt op zijn beurt een index waaruit kan worden opgemaakt op welk principe van de Code Lippens een bepaald element betrekking heeft.

## 2.4 Evaluatie van de Code Lippens

Uit sommige hoeken (Van Gysegem en Devos, 2006: 24) hoort men af en toe al eens kritiek omtrent bepaalde aspecten van een corporate governance code. Dit is haast onvermijdelijk. Geen enkele code kan perfect zijn en voldoen aan de meningen van alle betrokken personen. Indien er in de wereld eensgezindheid zou bestaan, dan zouden er direct een veelheid aan problemen minder zijn.

Een vaak voorkomend thema is dit van de **verloning van topmanagers**. Van Gysegem en Devos (2006: 23) vinden dat er nog een aantal verbeteringen mogelijk zijn voor wat betreft remuneratiecomités. Deze twee advocaten zijn van mening dat bedrijven vooral het criteria van onafhankelijkheid opnieuw moeten evalueren. Nu moet het remuneratiecomité volledig bestaan uit niet-uitvoerende bestuurders. Het zou misschien beter zijn om ook externe experts toe te laten tot deze comités, zonder dat ze lid zijn van de raad van bestuur. Ook vinden ze dat bedrijven beter een zo concreet mogelijk algemeen remuneratiebeleid opstellen.

Maurice Lippens sluit zich hierbij aan. Hij vindt dat de cijfers van de verloning niet het belangrijkste zijn, maar dat er vooral moet gekeken worden naar het remuneratiebeleid. De transparantie rond dit beleid is



volgens hem van groter belang. Het bekendmaken van de criteria waarop de verloning is gebaseerd en het beslissingsproces draagt hiertoe bij (Molderez, 2006a: 8-9).

Het thema van vergoedingen leidt volgens Van Gysegem en Devos (2006: 24) tot **belangenconflicten**. Ze vinden dat de Code Lippens onduidelijk is gebleven ten aanzien van dit laatste. De twee advocaten stellen voor om, met betrekking tot de vaste vergoeding voor de bestuurders, meer beroep te doen op extern advies. Dit is nodig aangezien de leden van het remuneratiecomité normaal bestaan uit niet-uitvoerende bestuurders, waardoor er belangenconflicten kunnen optreden. Voor de vergoeding van de uitvoerende bestuurders suggereren ze om het remuneratiecomité de marktconformiteit te laten beoordelen. Dit dient dan te gebeuren op basis van objectieve criteria. Op deze manier kan een zich herhalende belangenconflictprocedure vermeden worden.

Eric de Keuleneer (professor aan de Solvay Business School en erevoorzitter van de Belgische Associate van Bestuurders) vindt dat de komst van de Code Lippens zeker een stap vooruit heeft betekend. Toch is hij ook van mening dat sommige aspecten niet de nodige aandacht hebben gekregen. Zo bestaat er nog een leegte bij de belangenconflicten van bestuurders. Volgens hem zijn zowel de twee codes (Code Lippens en Code Buysse) als de wet niet toereikend genoeg (Molderez, 2006b: 11).

Wymeersch (2006: 3-4) heeft een opmerking omtrent het '**comply or explain**'-principe. Hij vindt dat dit een nadeel met zich meebrengt. Bedrijven kunnen namelijk uitleggen waarom ze afwijken van een bepaling. Maar de auteur vraagt zich af in welke mate deze uitleg juist en betrouwbaar is. De vraag die zich hierbij opdringt is, of de waarheid van de verklaringen moet worden nagetrokken. Wymeersch vindt verder dat het moeilijk is om na te gaan of de onafhankelijke bestuurders werkelijk onafhankelijk zijn en of de economische en financiële gevolgen van het niet naleven wel degelijk effectief zijn.

Tenslotte is het ook nog zinvol om te vermelden dat, volgens Maurice Lippens, de Code positieve reacties vanuit politieke hoek heeft teweeggebracht. Hij vindt het wel jammer dat ze niet is erkend door de overheid. Toch is hij verder van mening dat de Code Lippens nu volledig is geïntegreerd in de beursgenoteerde ondernemingen. Enkel de kleine bedrijven hebben nog een kleine achterstand (Molderez, 2006a: 8).

# 4

## Hoofdstuk 4

### **Winstmanipulatie**

---

*In dit hoofdstuk is winstmanipulatie aan de orde. Na een overkoepelende inleiding worden er in paragraaf 2 enkele omschrijvingen van deze term uit de literatuur weergegeven. Dit zorgt voor een beter begrip hiervan. Nadien wordt er in paragraaf 3 ingegaan op de redenen die er kunnen bestaan om aan winstmanipulatie te doen. Nadat in een vierde paragraaf verschillende mogelijkheden om de resultaten te manipuleren zijn weergegeven, zal er tenslotte uitgebreider worden stilgestaan bij verschillende modellen om winstmanipulatie te detecteren.*

## **1 Inleiding**

Dit hoofdstuk heeft tot doel een verkenning te bieden in de wereld van winstmanipulatie. Er is in het vorige hoofdstuk reeds beschreven welke aspecten van deugdelijk bestuur (structuren, systemen, modellen, wetten en dergelijke) er bestaan. Corporate governance tracht hierbij het probleem van winstmanipulatie aan de hand van codes en wetten aan te pakken. Om echter een onderzoek naar de relatie tussen deugdelijk bestuur en winstmanipulatie te voeren, is het noodzakelijk om ook stil te blijven staan bij verschillende aspecten van winstmanipulatie. In een eerste deel zal worden omschreven wat er juist dient verstaan te worden onder winstmanipulatie. Het zal duidelijk worden dat er in de literatuur verschillende definities bestaan.

Vervolgens zullen de voornaamste redenen worden besproken waarom managers de resultaten zouden kunnen manipuleren. Uit een onderzoek van Victor Maas aan de Universiteit van Amsterdam is recent nog gebleken dat financiële managers een bereidheid tonen om 'prestatie-meetsystemen' te manipuleren (Koninklijk NIVRA, 2007). Er zal daarom worden nagegaan wat de beweeggronden zijn van managers in bedrijven om dit te doen. Indien deze managers zich hiermee inlaten dan heeft dit immers gevolgen, zoals verder wordt omschreven. Er is dus een nood aan waarheidsgetrouwe informatie.

Ook zal er aandacht besteed worden aan de manieren waarop er aan winstmanipulatie kan worden gedaan. Er zal een indeling gemaakt worden in verschillende categorieën, waarna er verschillende mogelijkheden aan bod zullen komen in de voorlaatste paragraaf. Tenslotte zal er gekeken worden naar de detectietechnieken die er bestaan voor winstmanipulatie.

## **2 Omschrijving van het begrip 'winstmanipulatie'**

De verschillende definities van corporate governance leggen elk de nadruk op een bepaald aspect. Deze kunnen bijvoorbeeld het bestuur en de controle zijn of de bescherming van de minderheidsaandeelhouders of de stakeholders. Bij winstmanipulatie ligt de klemtoon in de verschillen tussen de omschrijvingen echter op het binnen of buiten de wettelijke regels vallen van het begrip. Ook kunnen in sommige definities bepaalde motieven van winstmanipulatie worden waargenomen.

Het Engelstalige woord voor winstmanipulatie is 'earnings management'. Mulford en Comiskey (2002: 15-16) omschrijven 'earnings management' als de actieve manipulatie van de winst naar een voorafbepaald doel toe, dat kan vastgesteld worden door het management, door een verwachting van analisten, of door een boekhoudkundig resultaat dat consistent is met een meer egale en houdbare winststroom. Verder stellen de auteurs dat met 'earnings management' de flexibiliteit van de 'General accepted accounting principles' (GAAP) aangewend wordt. Deze definitie valt dus binnen de grenzen van wat wordt getolereerd door de boekhoudprincipes. Wanneer moedwillig verkeerde voorstellingen worden gegeven of wanneer bepaalde bedragen of toelichtingen worden weggelaten, en deze door een administratief, burgerlijk of strafrechtelijk proces als frauduleus worden bepaald, dan spreken de auteurs van "fraudulent financial reporting" (Mulford en Comiskey, 2002: 15-16).

Toch verwijzen Mulford en Comiskey ook naar de term 'abusive earnings management' die gehanteerd wordt door de 'Securities and Exchange Commission' (SEC). Deze term duidt aan dat bepaalde situaties niet door de beugel kunnen en worden gekenmerkt als 'verkeerd'. Hiermee wordt bedoeld dat er doelbewust verschillende vormen van kunstgrepen worden gebruikt om resultaten onjuist voor te stellen. Het doel is dan om de gewenste uitkomst te bekomen (SEC, 1999; in Mulford en Comiskey, 2002: 59). Dit zou kunnen aanzien worden als een vorm van 'earnings management' die zo vergaand is, dat de wettelijke grenzen worden overschreden.

Xie et al. (2001: 4) nemen in hun publicatie de definitie over van Healy en Wahlen (1998: 6). Zij verstaan onder 'earnings management' het gebruiken van schattingen in de financiële rapportering en in het organiseren van transacties door managers, om de financiële rapporten te wijzigen en zo ofwel de stakeholders te misleiden omtrent de onderliggende economische resultaten van het bedrijf ofwel de contractuele gevolgen te beïnvloeden die afhangen van de gerapporteerde boekhoudkundige resultaten.

Voorgaande alinea's willen in feite aanduiden dat er ook verschillende soorten van 'earnings management' (winstmanipulatie) kunnen zijn. Dit hangt af van de mate waarin men de resultaten manipuleert en vindt zijn oorzaak in de flexibiliteit van de boekhoudprincipes. Het begrip kan met andere woorden niet altijd omschreven worden als binnen of buiten de grenzen van de wet vallend. Giroux (2004) treedt hierin bij. Volgens zijn opvatting dekt 'earnings management' een volledig spectrum, van 'conservatief boekhouden' tot fraude.

De 'Chief Financial Officer' (CFO) zou in samenspraak met de leden van de raad van bestuur en het management moeten vastleggen wat er dient verstaan te worden onder de economische realiteit van de financiële prestaties en positie of hoe men er van afwijkt. In dit opzicht kan 'earnings management' dan gedefinieerd worden als de planning en controle van het boekhoud- en rapporteringssysteem om de persoonlijke doelstellingen van het management te behalen. De vastgelegde economische realiteit dient hierbij als een soort benchmark, die moet nagestreefd worden. De mate dat men hiervan afwijkt, duidt de mate van 'earnings management' aan (Giroux, 2004: 2-3).

In dit onderzoek zal de term 'winstmanipulatie' gebruikt worden als een overkoepelende term die zowel het 'conservatief boekhouden' als het 'frauduleus boekhouden' omvat. 'Conservatief boekhouden' komt neer op het sturen van de winst. Dit wordt dan ook wel winststuring genoemd.

### **3 Redenen voor winstmanipulatie**

Wanneer bedrijven hun boekhouding manipuleren, doen ze dit normaal met een bepaalde reden. In sommige definities zitten zoals net gezien reeds bepaalde drijfveren vervat. De motieven kunnen echter van uiteenlopende aard zijn. Mulford en Comiskey (2002: 60) geven er in hun boek een aantal weer.

Een eerste noemenswaardig motief is het effect van **aandelenkoersen**. Wanneer een beursgenoteerde onderneming meer winst maakt, zal normaal gesproken de aandelenkoers stijgen. Dit resulteert bijgevolg in een lagere kapitaalkost voor de onderneming. Ook de waarde van opties van het management stijgt hierdoor (Mulford en Comiskey, 2002: 60).

Een tweede reden volgens Mulford en Comiskey (2002: 60) is het effect van de **kosten van leningen**. Indien een onderneming goede resultaten kan voorleggen en een stevige balans zal ze bij de bank kunnen lenen aan lagere leenkosten. De bank heeft immers meer zekerheid dat de onderneming de lening zal kunnen terugbetalen. Ook kunnen er bepaalde convenanten (overeenkomsten) bestaan waardoor een bedrijf geneigd is om de boekhouding te manipuleren om zo de convenanten te respecteren. Dit wordt ook weergegeven door Sercu et al. (2002, in Vander Bauwhede en Willekens, 2003: 211). Hun onderzoek heeft uitgewezen dat bedrijven die meer afhankelijk zijn van bankschulden en handelsschulden een mindere mate van resultaatverlagende winstmanipulatie vertonen.

Het effect van **bonussen** speelt ook een rol. Managers kunnen een drang voelen om de resultaten op te schroeven indien ze daardoor een grotere bonus kunnen ontvangen. Ze kunnen ook de resultaten bij een verlies in de huidige periode kunstmatig verminderen omdat ze toch al geen bonus krijgen. De volgende periode doen ze het omgekeerde (Mulford en Comiskey, 2002: 60). Dit laatste fenomeen wordt ook 'big bath accounting' genoemd. De bedoeling is dus om de volgende periode betere resultaten te kunnen bekendmaken, waardoor de bonussen hoger zullen liggen dan normaal (Giroux, 2004: 4).

Mulford en Comiskey (2002: 60) vermelden ook nog het effect van **politieke kosten**. De resultaten naar onder bijsturen kan interessant zijn voor een onderneming omdat ze daardoor minder belastingen moet betalen. Sercu et al. (2002, in Vander Bauwhede en Willekens, 2003: 211) stellen ook vast dat belastingbetalende ondernemingen de resultaten meer verminderen door winstmanipulatie dan bedrijven die geen belastingen betalen.

Giroux (2004: 4) maakt een onderscheid naar de situatie waarin een onderneming zich bevindt. Een bedrijf kan de nadruk leggen op de **persoonlijke belangen op korte termijn** in plaats van het economische succes van de onderneming op lange termijn. Managers kijken dan naar hun persoonlijke verloning die ze gaan krijgen op korte termijn. Hier speelt het 'effect van bonussen' zoals Mulford en Comiskey (2002: 60) dit beschreven. Xie et al. (2001: 5) duiden hier op het 'agency'-probleem, omdat managers in eigen belang gaan handelen in plaats van het belang van de aandeelhouders. **Ondernemingen in moeilijkheden** gaan trachten deze problemen te camoufleren. Er ontstaat de neiging om de situatie beter voor te stellen dan ze in werkelijkheid is. Ook goede vennootschappen kunnen onder druk van **analistenverwachtingen**, een drang voelen om de resultaten kunstmatig te verhogen. In hun studie omtrent het verschil tussen beurs- en niet-beursgenoteerde ondernemingen stellen Vander Bauwhede et al. (2003, in Vander Bauwhede en Willekens, 2003: 212) vast dat **beursgenoteerde ondernemingen** de resultaten minder naar onder bijstellen. Ze vinden echter geen significant bewijs dat beursgenoteerde vennootschappen de resultaten meer opdrijven.

Daarnaast zouden bedrijven ervoor kunnen opteren om de resultaten in de tijd af te vlakken. Dit noemt men '**income smoothing**'. De pieken en dalen in de resultaten gaat men dan trachten te verminderen. Deze reden wordt ook besproken door Vander Bauwhede en Willekens (2003: 209-210). Ze stellen dat

bedrijven geneigd zijn tot het verminderen van de resultaten in jaren met zeer hoge winsten, om zo mogelijkheden te scheppen om de resultaten te verhogen in slechte jaren. Dit wordt ook wel 'cookie-jar accounting' genoemd.

Tenslotte wijzen Xie et al. (2001: 6) nog op het effect van **gebeurtenissen**. Als er een overname of fusie gaat gebeuren in de nabije toekomst, gaan bedrijven de winsten naar boven toe manipuleren. Bij een overname gebeurt dit om de aandeelhouders te ontraden om de overname goed te keuren. Bij een fusie is het doel om de aandelenkoers op te drijven, waardoor de kost van de fusie daalt voor het bedrijf. Ook als bijvoorbeeld de kwartaalresultaten worden gepubliceerd, kan het management de 'pre-issue' (pré-publicatie) resultaten hoger gaan bijstellen om bij de investeerders goede verwachtingen te scheppen omtrent de toekomst.

Hoewel er verschillende redenen kunnen zijn waarom het management aan winstmanipulatie doet, moet dit stellig vermeden worden. Hier zijn verschillende argumenten voor. In hun publicatie halen Xie et al. (2001: 5) er enkele aan. Zo zijn het de investeerders die hun aankoop- en verkoopbeslissingen baseren op de financiële informatie die bedrijven verstrekken. Indien ondernemingen de resultaten manipuleren dan gaan de investeerders uit van onjuiste gegevens. De aandelenkoersen op de kapitaalmarkten worden hierdoor ook foutief bepaald, waardoor de efficiëntie van de kapitaalmarkten vermindert. In dit opzicht vinden de auteurs dat winstmanipulatie kan aanzien worden als een 'agency'-kost. Andere argumenten die duiden op de noodzaak van waarheidsgetrouwe informatie zijn reeds in de probleemstelling aan bod gekomen.

## 4 Mogelijkheden

In het opstellen van de resultatenrekening beschikt het management over vele alternatieven om het resultaat van de onderneming te manipuleren. Dit komt door de ruime interpretatie- en schattingsmogelijkheden die de wet toelaat. Vander Bauwhede en Willekens (2003: 203) onderscheiden drie algemene categorieën:

- **Winstmanipulatie die binnen GAAP** (General Accepted Accounting Principles) valt: hier wordt de flexibiliteit van GAAP gebruikt. Dit kan omvatten dat men de keuze heeft uit verschillende afschrijvingsmethoden en voorraadwaarderingen;

- **Winstmanipulatie die buiten GAAP** valt: dit wordt ook wel fraude genoemd, omdat het in strijd is met de wet. Een voorbeeld is te vroege erkenning van winst;
- **Via echte transacties**: een voorbeeld is hier het vroeger dan noodzakelijk investeren in onderhoud en R&D (research and development) omdat de resultaten nu beter zijn dan verwacht.

De eerste twee categorieën zijn reeds ter sprake gekomen bij de definitie van winstmanipulatie. De auteurs merken wel op dat bepaalde winstmanipulatietechnieken soms niet éénduidig te classificeren zijn in 'binnen GAAP' of 'buiten GAAP' vallend.

Na een algemene indeling te hebben gegeven van de manieren van winstmanipulatie, zullen nu de individuele technieken met betrekking tot winstmanipulatie worden besproken. Dit zal echter geen exhaustieve opsomming zijn van de verschillende mogelijkheden. Het doel is hier om een idee te geven welke methoden er kunnen worden toegepast door managers en accountants in ondernemingen. Deze methoden vinden voornamelijk hun oorsprong in de vrijheid van oordeelvorming, wat ondermeer leidt tot keuzes in waarderingsmethodes en periodetoerekening.

Een eerste manier van winstmanipulatie zijn de mogelijkheden in de **flexibiliteit in de keuze van waarderingsmethodes**. De *voorraadwaardering* is hier een voorbeeld van. In hun publicatie besteden Vander Bauwhede en Willekens (2003: 205) hier ook de nodige aandacht aan. De auteurs geven enkele manieren weer om winstmanipulatie via de voorraden te verwezenlijken:

- Het beheersen van het voorraadniveau via het aantal eenheden in voorraad;
- Het veranderen naar een andere voorraadwaarderingmethode: FIFO, LIFO of gewogen gemiddelde;
- Niet-bestaande voorraad registreren;
- Verkeerde prijzen gebruiken voor de waardering. Men dient de laagste prijs te nemen tussen de marktprijs en de historische prijs. De marktprijs is echter ook subjectief vast te stellen;
- Het misbruiken van waardeverminderingen op voorraden.

Een ander voorbeeld waar een keuze kan gemaakt worden tussen verschillende waarderingsmethodes zijn de *afschrijvingen*. Het betreft hier dan voornamelijk de keuze en verandering in



afschrijvingsmethodes. Er kan bijvoorbeeld geopteerd worden voor een versnelde afschrijving wat resulteert in een lagere winst gedurende de eerstvolgende jaren. Ook het aantal jaren waarover wordt afgeschreven en de residuele waarde kan in beperkte mate zelf worden gekozen (Vander Bauwhede en Willekens, 2003: 208-209).

Vander Bauwhede en Willekens (2003: 208) halen ook aan dat veel Belgische onderzoeken naar winstmanipulatie zich richten op het 'rapporteren van *buitengewone posten*' bij ondernemingen. Deze vorm van winstmanipulatie vindt ook zijn oorsprong in de beoordelingsflexibiliteit van zowel de waardering als de periodoerekening. Er wordt hier onder andere gedacht aan:

- Waardeverminderingen op financiële activa;
- Voorzieningen voor buitengewone risico's;
- Verliezen op de verkoop van activa.

Een tweede manier van winstmanipulatie heeft betrekking op de mogelijkheden in de **keuze van realisatie en periodoerekening**. Wayman (2002) omschrijft de meest gebruikte vormen in deze klasse als 'opbrengsten vervroegen', 'kosten uitstellen' en 'kosten vervroegen'. In het eerste geval worden de opbrengsten in het huidige kwartaal geboekt terwijl de erkenning van de kosten die ermee betrekking hebben wordt uitgesteld. Het uitstellen van de kosten heeft grotendeels betrekking op de afschrijvingen die gebeuren op investeringen. Dit is daarnet reeds aan bod gekomen. Het doel is hier dat de kosten van de investering worden afgestemd op de opbrengsten die de investering zal genereren in de volgende jaren. In sommige gevallen hebben bedrijven echter ook productiekosten uitgesteld, en huurkosten geboekt als kapitaalkosten en deze afgeschreven. In het laatste geval gaan ondernemingen de kosten vervroegen om zo de winst in de volgende jaren op te drijven. Dit kan via het rapporteren van buitengewone posten zoals in een vorige paragraaf reeds is beschreven.

## 5 Detectie van winstmanipulatie

Wanneer bedrijven de winst manipuleren dan gaan ze dit trachten te verdoezelen voor de buitenwereld. Daarom is het niet altijd gemakkelijk om te onderzoeken of een onderneming aan winstmanipulatie doet. In de literatuur vindt men echter bepaalde modellen terug die kunnen berekenen in welke mate de

cijfers anders worden voorgesteld dan ze in werkelijkheid zijn. Het is nuttig om hier in dit deel even langer bij stil te staan, omdat in dit onderzoek moet worden nagegaan in hoeverre de resultaten worden gemanipuleerd. De meeste modellen schatten de mate van winstmanipulatie op basis van de 'discretionary accruals'. Ook in dit onderzoek zal een model dat hierop gebaseerd is, worden gebruikt. Er bestaan ook nog andere technieken, zoals bijvoorbeeld het richten op 'earnings restatements' (winstherzieningen) (Bergstresser en Philippon, 2004: 7) en het rapporteren van uitzonderlijke items (Vander Bauwhede en Willekens, 2003: 205). Alvorens de 'discretionary accruals'-modellen te bespreken, zal worden duidelijk gemaakt wat juist 'accruals' zijn.

## 5.1 Definiëren van 'Accruals'

Bergstresser en Philippon (2004: 2-5) beschrijven 'accruals' als componenten van de winst die niet zijn weergegeven in de huidige kasstromen. Het zijn dus de niet-kasopbrengsten en niet-kaskosten en in hun samenstelling schuilt een grote vrijheid voor managers. Door deze vrijheid kan men ze gebruiken om de resultaten tijdelijk bij te sturen. Door de auteurs worden enkele passende voorbeelden gegeven. Zo worden investeringen afgeschreven over een bepaalde periode. Bij de investering zelf is er een kasuitstroom. De inkomsten die deze investering zal genereren komen pas de volgende jaren voor. De kasuitstroom kan men nu gaan afstemmen (matchen) op deze kasinstromen aan de hand van afschrijvingen. Het management kan de resultaten beïnvloeden door de afschrijvingssnelheid te verhogen of te verlagen. Er kan ook klantenkrediet worden toegestaan wanneer er producten worden verkocht. Men vindt dit terug in de post handelsvorderingen op de balans. Deze balanspost zal moeten gewaardeerd worden aan de hand van schattingen en oordelen en dit zorgt voor de mogelijkheid tot winstmanipulatie.

Hoewel 'accruals' het verschil zijn tussen de kasstromen van de bedrijfsactiviteiten en het nettoresultaat, moet er rekening gehouden worden met volgende bemerking (Dharan, 2003: 3). De totale 'accruals' (TA) kunnen worden opgesplitst in de 'nondiscretionary accruals' (NDA) of 'verwachte accruals' en de 'discretionary accruals' (DA). Deze laatste zijn de 'accruals' waarover het management zeggenschap heeft. Hier komt met andere woorden subjectiviteit bij kijken en ze vormen een maatstaf voor winstmanipulatie. Over de 'nondiscretionary accruals' heeft het management dus geen beslisrecht.

Ze zijn te verwachten. Daarom geven de 'nondiscretionary accruals' in feite het verschil weer tussen de niet-gemanipuleerde winsten en de cashflow (McCulloch, 1998: 5).

$$TA_{it} = DA_{it} + NDA_{it} \quad (4.1)$$

De mate van winstmanipulatie zal dus moeten gemeten worden aan de hand van de 'discretionary accruals'. De modellen die dikwijls worden gebruikt, worden in volgende paragrafen besproken.

## 5.2 Het Jones Model

Het model van Jones vindt men vaak terug in de literatuur (Jones, K. et al., 2006; Xie et al., 2001) als gebruikt model. Het is gebaseerd op een publicatie van Jones, J. uit 1991. Nadien heeft dit model nog aanpassingen ondergaan, zoals in volgende paragrafen zal worden gezien. Hier zal het model echter worden uiteengezet, zoals het in Jones, K. et al. (2006: 7) is weergegeven. Het Jones model tracht ondermeer rekening te houden met de effecten van veranderingen in de economische omstandigheden van een bedrijf op de 'nondiscretionary accruals' (Bartov et al., 2000: 9). In dit model worden de totale 'accruals' van onderneming  $i$  berekend als het verschil tussen het resultaat uit de gewone bedrijfsuitvoering (vóór het uitzonderlijk resultaat) en de kasstromen uit de bedrijfsactiviteiten.

$$TA_{it} = \text{Resultaat uit gewone bedrijfsvoering}_{it} - \text{kasstromen}_{it} \quad (4.2)$$

Jans en Lybaert (2007: 20) stellen de totale 'accruals' volgens een andere formulering voor. Ze zijn: *'de wijzigingen in het niet-kasgedeelte van het werkkapitaal, verminderd met de afschrijvingen'*. De verandering in het werkkapitaal of nettobedrijfskapitaal wordt bekomen door de wijziging in de vlottende activa te verminderen met de wijziging in het vreemd vermogen op korte termijn (Ooghe en Van Wymeersch, 2003a: 110). Indien hier de mutatie in liquide middelen wordt afgetrokken, wordt de verandering in het niet-kasgedeelte van het werkkapitaal verkregen. Wanneer tenslotte de afschrijvingen nog in mindering worden gebracht, is de vorige formulering van de totale 'accruals' afgeleid. Op deze manier kan formule 4.3 worden opgesteld. Deze is ook terug te vinden in het onderzoek van Bergstresser en Philippon (2004: 8):

$$TA_{it} = \Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta Cash_{it} + \Delta STD_{it} - Dep_{it} \quad (4.3)$$

Met :  $\Delta CA_{it}$  = de verandering in vlottende activa tussen jaar t en t-1 voor bedrijf i;

$\Delta CL_{it}$  = de verandering in vreemd vermogen op korte termijn tussen jaar t en t-1 voor bedrijf i;

$\Delta Cash_{it}$  = de verandering in de liquide middelen tussen jaar t en t-1 voor bedrijf i;

$\Delta STD_{it}$  = de verandering in de schulden op meer dan één jaar, die binnen het jaar vervallen tussen jaar t en t-1 voor bedrijf i;

$Dep_{it}$  = de afschrijvingen en waardeverminderingen in jaar t voor bedrijf i.

Bergstresser en Philippon (2004: 8) merken op dat de variabele  $\Delta STD_{it}$  ervoor zorgt dat het gedeelte, dat voortkomt uit het vervallen van de bestaande schuld op lange termijn, uit het vreemd vermogen op korte termijn wordt verwijderd. Op deze manier kunnen de totale 'accruals' voor een onderneming i ( $TA_{it}$ ) worden berekend uit de jaarrekening op tijdstip t. Deze totale 'accruals' zullen dan moeten worden ingevuld in volgend model:

$$TA_{it} / AT_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 (1 / AT_{it-1}) + \beta_2 \Delta REV_{it} / AT_{it-1} + \beta_3 PPE_{it} / AT_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (4.4)$$

Met  $AT_{it-1}$  = de totale activa in de balans in jaar t-1 voor bedrijf i;

$\Delta REV_{it}$  = de verandering in verkoopopbrengsten tussen jaar t en t-1 voor bedrijf i;

$PPE_{it}$  = de historische waarde van terreinen, gebouwen en machines voor bedrijf i;

$\epsilon_{it}$  = storingsterm in jaar t voor bedrijf i;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$  = parameters.

In dit model zullen dan de parameters per onderneming moeten geschat worden. Dit gebeurt aan de hand van 'ordinary least squares' (OLS) voor een gegeven tijdreeks. Omwille van beperkingen in de steekproef stellen Jones, K. et al. (2006: 7) echter voor om het model cross-sectioneel te schatten. Volgens Hansen (1999: 13) is er immers nood aan data van vier jaar om een observatie te bekomen van één jaar. Een grotere nauwkeurigheid vereist zelfs gegevens over tien jaar. Ook Bartov et al. (2000: 7) komen tot de conclusie dat de cross-sectionele aanpak betere resultaten oplevert dan met gebruik van tijdreeksen. Bij een cross-sectionele methode wordt er gebruik gemaakt van data van verschillende subjecten (ondernemingen per sector) voor een bepaald jaar (Gujarati, 2003: 27). De onderliggende hypothese bij deze methode is dat alle bedrijven in dezelfde marktsector eenzelfde bedrijfscyclus hebben (Bartov et al., 2000: 12). Ook bestaat er de assumptie dat de relatie tussen de verandering in

de verkopen en de 'accruals' voor alle bedrijven in dezelfde marktsector gelijk zijn (Dopuch et al., 2006: 8). Een voordeel is wel dat de invloed van veranderingen in de economische toestand in een industrie wordt gecontroleerd (Kadan en Yang, 2005: 15). Eens de parameters bepaald kunnen de 'discretionary accruals' worden bepaald. Deze worden voorgesteld met de term  $\epsilon_{it}$ . De overige termen in de regressie representeren dan de 'nondiscretionary accruals'.

Er dient te worden opgemerkt dat de variabelen worden gedeeld door  $AT_{it-1}$ . Dit is een schaling voor de ondernemingsgrootte. Volgens Xie et al. (2001: 11) is dit nodig aangezien de storingsterm in de regressie anders heteroskedasticiteit vertoont. Dit betekent dat er dan een ongelijke spreiding of variantie zou zijn (Gujarati, 2003: 69). De oorzaak hiervan is dat grote ondernemingen absoluut gezien meer 'accruals' zullen hebben dan kleinere ondernemingen. Dit probleem is vooral aan de orde bij een cross-sectionele aanpak, aangezien er gebruik wordt gemaakt van een steekproef van verschillende bedrijven (Gujarati, 2003: 441).

### 5.3 Het Modified Jones Model

In het 'modified Jones model' wordt er een extra term toegevoegd aan de regressie. Dit is de verandering in de post handelsdebiteuren (Jones, K. et al., 2006: 8). De bespreking hier is gebaseerd op de aanpak van DeFond en Subramanyam uit 1998. Door deze extra term wordt een stijging of een daling van de verkoopopbrengsten verminderd met een verandering in de vorderingen die de verkopen hebben veroorzaakt. De verandering in de verkoopopbrengsten die vorderingen tot gevolg gehad hebben, worden dus uit de 'nondiscretionary accruals' geweerd. Zo wordt rekening gehouden met een eventuele manipulatie van de verkoopcijfers (Jans en Lybaert, 2007: 20). Dit leidt tot volgende regressie (Jones, K. et al., 2006: 8):

$$TA_{it} / AT_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 (1 / AT_{it-1}) + \beta_2 (\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}) / AT_{it-1} + \beta_3 PPE_{it} / AT_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (4.5)$$

Met:  $\Delta AR_{it}$  = de verandering in handelsdebiteuren tussen jaar t en t-1 voor bedrijf i.

Bergstresser en Philippon (2004: 10) bekomen in hun onderzoek via het 'modified Jones model' echter gelijke resultaten als met het 'Jones model'.

#### 5.4 Andere aanpassingen aan het 'Modified Jones Model'

In de literatuur zijn er nog andere aanpassingen terug te vinden aan het 'modified Jones model'. Ze zijn vooral tot stand gekomen in de laatste paar jaren. Zo is er het 'modified Jones model' met de 'book-to-market' ratio (BM, boekwaarde ten opzichte van marktwaarde) en cashflows uit bedrijfsactiviteiten (CFA) (Larcker en Richardson, 2004, in: Jones, K. et al., 2006: 8). Hier liggen specifieke redenen aan ten grondslag. Zo zorgt de 'book-to-market' ratio er voor dat er rekening wordt gehouden met de verwachte groei in de bedrijfsactiviteiten. Indien dit niet wordt gedaan, dan zal volgens Jones, K. et al. (2006: 8) deze groei in de 'discretionary accruals' zitten. De cashflows uit bedrijfsactiviteiten houden op hun beurt rekening met de huidige bedrijfsprestaties. Dit is ook volgens Dechow et al. (1995, in: Jones, K. et al., 2006: 8) nodig, aangezien anders voor bedrijven met zeer sterke prestaties de 'discretionary accruals' kunnen vertekend worden. Dit geeft volgend model:

$$\frac{TA_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 (1 / AT_{it-1}) + \beta_2 (\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}) / AT_{it-1} + \beta_3 PPE_{it} / AT_{it-1} + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 \frac{CFO_{it}}{AT_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (4.6)$$

Met:  $BM_{it}$  = boekwaarde van het eigen vermogen gedeeld door de marktwaarde van het eigen vermogen in jaar t voor bedrijf i;

$CFO_{it}$  = de cashflow uit bedrijfsactiviteiten in jaar t voor bedrijf i.

Een andere aanpassing is het 'modified Jones model' met een component die de 'return on assets' (ROA) voorstelt. Dit model kwam tot stand door Kothari et al. (2005: 174). Ze zijn van mening dat de prestaties van een onderneming gecorreleerd zijn met de 'accruals'. De auteurs stellen voor om de variabele ROA op te nemen in het 'modified Jones model':

$$\frac{TA_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 (1 / AT_{it-1}) + \beta_2 (\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}) / AT_{it-1} + \beta_3 PPE_{it} / AT_{it-1} + \beta_4 \frac{ROA_{it}}{AT_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (4.7)$$

Met:  $ROA_{it}$  = het resultaat uit de gewone bedrijfsvoering (voor uitzonderlijk resultaat) in jaar t voor bedrijf i.

## 5.5 Effectiviteit en problemen bij het meten van 'accruals'

In de paragrafen hierboven werd er uitgegaan van het model van Jones, J. uit 1991. Als aanvulling werden een gemodificeerde versie en enkele uitgebreide versies hierop besproken. Naast deze methoden voor het detecteren van earnings management, bestaan er nog meer modellen voor het schatten van 'accruals'. Toch bevinden het Jones model, het modified Jones model en het cross-sectionele Jones model zich tot de zes meest populaire modellen (Bartov et al., 2000: 2). Volgens een onderzoek van Dechow, Sloan, and Sweeney (1995, in: Bartov et al., 2000: 2), bezit het 'modified Jones model' zelfs de grootste kracht om earnings management te schatten.

Kothari et al. (2002: 4-5) komen met hun studie tot de conclusie dat het model van Jones en het 'modified Jones model' die aangepast zijn voor de prestaties (ROA), de beste resultaten opleveren om 'discretionary accruals' te meten. Ze merken hierbij op dat het de huidige ROA is die de beste prestaties levert. Jones, K. et al. (2006: 6) stellen zelfs dat deze 'performance-matched discretionary accruals' van het 'modified Jones model' verklarende kracht hebben om frauduleuze winsten (extreem earnings management) te ontdekken.

Toch wijzen Bergstresser en Philippon (2004: 10) erop dat methodes voor het meten van 'accruals' **problemen** kunnen geven. Dit komt volgens deze auteurs omdat ze gebruik maken van de balansen van bedrijven van verschillende jaren. Ze verwijzen hiervoor naar Hribar en Collins (2001) die problemen zien bij 'non-articulation' periodes. Dit zijn periodes die niet met elkaar verbonden zijn. Deze twee laatste auteurs geven als voorbeeld fusies en overnames. De balansen van twee opeenvolgende jaren kunnen dan niet met elkaar vergeleken worden. Ook stopgezette activiteiten en in mindere mate omzettingen van vreemde munten spelen hier een rol (Collins en Hribar, 1999: 24-26).

De auteurs stellen wel een alternatieve maatstaf voor: het verschil tussen enerzijds de gerapporteerde winst voor uitzonderlijke elementen en gestopte activiteiten en anderzijds de operationele kasstromen van voortgezette activiteiten. Deze maatstaf is dus gebaseerd op de resultatenrekening en de kasstromen in plaats van op de balans. Kadan en Yang (2006: 14) vinden in hun onderzoek nochtans dezelfde resultaten bij zowel een 'discretionary accruals' model als bij voorgaand kasstromengebaseerd model. Hun onderzoek handelt over de relatie tussen aandelenopties voor managers en earnings

management. Bartov et al. (2000: 13) vinden in hun studie zelfs een correlatie van 0,96 tussen de balansmethode en de kasstromenmethode.

Ook Hansen (1999) verrichtte onderzoek naar meetfouten en vertekeningen in 'discretionary accrual models'. Hij stelt dat modellen van 'discretionary accruals' eigenlijk modellen zijn van verwachte en niet-verwachte 'accruals'. De onverwachte 'accruals' die optreden onafhankelijk van de beslissingen van managers, in verband met de financiële rapportering, zijn meetfouten in 'discretionary accruals'. Ze vertegenwoordigen niet de mate van winstmanipulatie. Ze zullen toenemen bij bijvoorbeeld overnames of desinvesteringen. Indien de 'discretionary accruals' vertekend zijn en meetfouten bevatten dan zullen de conclusies uit deze onderzoeken geen empirische validiteit bieden.

Uit voorgaande uiteenzetting blijkt dat er verschillende modellen bestaan die de 'discretionary accruals' trachten te meten. Bij het empirisch onderzoek zal het model dat in deze studie wordt gebruikt, verklaard worden.



# 5

## Hoofdstuk 5

### **Invloed van corporate governance op winstmanipulatie**

---

*In dit hoofdstuk wordt de link gelegd tussen corporate governance en winstmanipulatie. Dit zal gebeuren aan de hand van de beschikbare literatuur. In paragraaf 1 zal nagegaan worden wat de invloed is van de soorten remuneratie op de mate van winstmanipulatie. Daarna komen verschillende aspecten aan bod met betrekking tot de raad van bestuur. Tenslotte wordt er in paragraaf 3 ook gecontroleerd of de samenstelling en de werking van het auditcomité in het bijzonder een invloed heeft op winstmanipulatie.*

## 1 Remuneratie

Er bestaan reeds verschillende studies die onderzoeken of bepaalde aspecten van corporate governance de mate van winstmanipulatie kunnen verminderen. Vooral in de Angelsaksische landen is hier al enige inspanning rond verricht. Vander Bauwhede en Willekens (2003: 200) merken dan ook op dat studies naar de stimulansen en beperkingen van winstmanipulatie beperkt zijn in niet-Angelsaksische landen. Om een beeld te geven van de belangrijkste onderzoeksfocussen naar corporate governance en winstmanipulatie, worden verschillende thema's aangekaart. De remuneratie komt hier eerst aan bod.

Het doel van **opties en aandelengerelateerde remuneratie** is om het management beter te laten presteren. Hun belangen worden als het ware afgestemd op die van de aandeelhouders, zodat er aandeelhouderswaarde wordt gecreëerd. Een studie van Bergstresser en Philippon (2004: 19) onderzoekt de invloed van de verloning van de CEO op de mate van winstmanipulatie via de 'discretionary accruals'. Hierbij gaan ze vooral het effect na van aandelenkoersgerelateerde verloning en verloning via aandelenopties. De auteurs vinden echter een statistisch bewijs dat CEO's, waarvan de verloning voor een groot deel gebaseerd is op de aandelenkoers, een grotere mate van winstmanipulatie aan de dag zullen leggen. Ze kwamen zelfs tot de vaststelling dat periodes met een hoge mate van 'accruals' gekenmerkt werden door zeer veel uitoefeningen van opties en door het verkopen van aandelen door CEO's en andere topmanagers. Hier moet bijgevolg de nodige aandacht aan besteed worden in een bedrijf.

Ook Gao en Schrieves (2002: 26) besluiten dat een grotere toekenning van aandelenopties en **bonussen** aan het management positief gecorreleerd is met de mate van winstmanipulatie. Dit geldt eveneens voor de toekenning van gewone aandelen. De auteurs vinden zelfs een negatieve correlatie tussen de gewone salarissen en winstmanipulatie. Hieruit kan dus worden geconcludeerd dat een remuneratie op basis van een vast loon beter zal zijn om de manipulatie van de resultaten tegen te gaan.

Tenslotte zien ook Chtourou et al. (2001: 27) een positief verband tussen het aantal korte termijn opties die door de niet-uitvoerende bestuurders van het auditcomité worden aangehouden en

resultaattoenemende winstmanipulatie. Bij resultaatverminderende winstmanipulatie echter vinden ze een verband dat omgekeerd is, maar niet significant. Dit wijst erop dat bij de aanwezigheid van bonussen de resultaten waarschijnlijk naar boven worden bijgesteld om een grotere remuneratie op te strijken.

Hoewel het ernaar uitziet dat de intentie om opties en bonussen toe te kennen met goede bedoelingen geschiedt, is het nodig dat er ook eerst wordt stilgestaan bij de negatieve gevolgen ervan. Op die manier kunnen ook de risico's worden ingeschat. In de zonet besproken literatuur kan immers teruggevonden worden dat de toewijzing van opties en andere aandelengerelateerde remuneratie aan zowel de CEO, de andere leden van het uitvoerend management als aan de niet-uitvoerende bestuurders de mate van winstmanipulatie kan doen toenemen. De essentie is dus dat een bezoldiging aan de hand van aandelenkoersen initieel bedoeld was om de belangen van het management en de aandeelhouders op elkaar af te stemmen. Dit had echter een niet bedoeld effect. Het werd een stimulans voor managers om de resultaten te manipuleren.

## **2 Raad van bestuur**

De raad van bestuur is een belangrijk orgaan binnen een vennootschap. Ze tekent de algemene beleidslijnen uit en houdt toezicht op het management. Het is daarom nodig dat deze efficiënt en integer functioneert. De samenstelling is hierbij onder andere een aandachtspunt van groot belang. Er zijn dan ook al vele onderzoeken gedaan naar de invloed op winstmanipulatie.

In een Amerikaanse publicatie van de auteurs Xie et al. (2001: 20) wordt vooral gekeken naar de **profielen van de leden** van de raad van bestuur en de invloed hiervan op winstmanipulatie. De methode die de auteurs gebruiken, is deze van de 'current accruals', waarbij de 'discretionary current accruals' staan voor de mate van winstmanipulatie. Ze komen tot de conclusie dat er minder winstmanipulatie zal zijn indien er meer onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders deel uit maken van de raad van bestuur. Hetzelfde effect, naar de richting toe, wordt bekomen indien er meer niet-uitvoerende bestuurders aanwezig zijn die reeds bedrijfservaring hebben.

Chtourou et al. (2001: 2) stellen ook minder resultaattoenemende winstmanipulatie vast bij raden van bestuur waarvan de niet-uitvoerende bestuurders reeds ervaring hebben bij andere bedrijven als leden van de raad. Ze wijzen er voorts op dat er algemeen minder winstmanipulatie is indien er meer onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders zijn die geen managersfunctie uitoefenen in andere bedrijven. Deze resultaten stemmen overeen met wat Xie et al. (2001: 20) reeds concludeerden.

De goede werking van de raad van bestuur hangt ook af van het **aantal leden** dat ze telt. De vraag is of er een optimale grootte bestaat die winstmanipulatie vermindert. Chtourou et al. (2001: 2) zien alvast een lagere resultaatverminderende winstmanipulatie bij grotere raden van bestuur. Ook Xie et al. (2001: 16) komen tot hetzelfde resultaat voor de algemene mate van 'discretionary current accruals'. Zij stellen dat door een grotere raad van bestuur er gebruik kan worden gemaakt van meer ervaring. In een Belgische context concluderen Vander Bauwhede en Willekens (2003: 215) dat er een negatief verband bestaat tussen de omvang van de raad van bestuur en resultaatverminderende winstmanipulatie, maar enkel voor zeer grote bedrijven. Toch kan dit enigszins genuanceerd worden aan de hand van een eerder onderzoek door Vander Bauwhede et al. (2000: 376). Hierin wordt weergegeven dat een optimale grootte zich tussen de acht en de twaalf leden telt. Een te kleine raad van bestuur zou niet de nodige expertise opleveren voor een discussie. Een raad die te groot is, zou dan hinder ondervinden van communicatieproblemen.

Naast de samenstelling en de grootte van de raad van bestuur is ook het **aantal bijeenkomsten** een belangrijke determinant om winstmanipulatie terug te dringen. Tot deze conclusie komen alvast Xie et al. (2001: 20). Voor de **aanwezigheid van een grote aandeelhouder** in de raad van bestuur vinden ze geen verband met de mate van winstmanipulatie. Ook de scheiding tussen de **functie van CEO en voorzitter** van de raad van bestuur is volgens hun niet gecorreleerd met 'earnings management'.

Uit de literatuur kan dus geconcludeerd worden dat een goede structuur en werking van de raad van bestuur nodig is om de manipulatie van de winsten bij vennootschappen te verminderen. De raad van bestuur kan ook verschillende comités hebben zoals onder andere een auditcomité en een remuneratiecomité. Hun structuur en werking kan ook bepalend zijn. Dit zal in volgende paragraaf worden besproken.

### 3 De comités van de raad van bestuur

De verschillende comités van de raad van bestuur hebben elk aparte functies. Zo kan het auditcomité bijvoorbeeld instaan voor de controle van de financiële rapportering, de interne controle en de externe controle. De taak van het remuneratiecomité zal het vastleggen van de verloning zijn. In dit gedeelte zal aan de hand van de literatuur worden nagegaan wat de impact bepaalt van de comités op de mate van winstmanipulatie. De meeste studies richten zich echter op het auditcomité.

Klein (2006: 2) vindt een negatief verband tussen de **onafhankelijkheid** van het auditcomité en de mate van winstmanipulatie, alhoewel dit enkel geldt voor auditcomités waarvan de minderheid bestaat uit onafhankelijke bestuurders. Ze treft geen relatie aan tussen winstmanipulatie en een auditcomité dat volledig bestaat uit onafhankelijke bestuurders. Toch besluiten Chtourou et al. (2001: 2) dat er minder winstmanipulatie naar boven toe is indien het auditcomité enkel is samengesteld uit onafhankelijke bestuurders die meer dan twee keer per jaar vergaderen. Eenzelfde conclusie bekomen ze als er meer **niet-uitvoerende bestuurders** in het auditcomité zitten. Inkomensverminderende winstmanipulatie kan volgens hen worden teruggedrongen door tenminste één lid met financiële kennis op te nemen in het auditcomité en door dit lid de bevoegdheid te geven over zowel de externe als de financiële audit. Xie et al. (2001: 20) komen tot dezelfde conclusie. Volgens hen spelen leden van het auditcomité met een bedrijfsachtergrond of een verleden in 'investment' een belangrijke rol om winstmanipulatie te beperken.

Omtrent de **bijeenkomsten** van de verschillende comités concluderen Xie et al. (2001: 20) dat comités die meer samenkomen een lagere mate van winstmanipulatie tot gevolg hebben. Verder komen ze tot het besluit dat de **grootte van het auditcomité** geen invloed heeft evenals de aanwezigheid van een **grote aandeelhouder**. Klein (2006: 2) komt tot een andere bevinding. Volgens haar is er minder winstmanipulatie indien een grote aandeelhouder deel uitmaakt van het auditcomité. Tenslotte stelt ze ook dat er meer winstmanipulatie zal zijn wanneer de **CEO in het remuneratiecomité** zetelt.

Er kan dus besloten worden dat ook de samenstelling en werking van het auditcomité in het bijzonder een bepalende invloed heeft op 'earnings management'. Een bepalende factor hierbij is de aanwezigheid van leden met financiële expertise.

# 6

## Hoofdstuk 6

### **Empirisch onderzoek**

---

*In dit hoofdstuk wordt er op een empirische wijze de invloed van het corporate governance hoofdstuk op de mate van winstmanipulatie nagegaan. In paragraaf 1 wordt het kernprobleem terug kort gesitueerd, samen met de centrale onderzoeksvraag. Vervolgens worden enkele hypothesen opgesteld die zullen onderzocht worden. In paragraaf 3 zal de aanpak van de studie worden toegelicht aan de hand van een verklaring omtrent de onderzoeksmethode, waarna ook de steekproef wordt gedefinieerd. Tenslotte worden in paragraaf 5 de resultaten besproken.*

## 1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal het eigenlijke empirisch onderzoek worden uitgevoerd. Er zal worden onderzocht of recente initiatieven met betrekking tot corporate governance een invloed hebben op de mate van winstmanipulatie. Dit is van belang omdat dergelijke initiatieven inspanningen hebben gevergd. Er is niet alleen een commissie corporate governance opgericht, maar er is ook tijd en geld besteed aan de tot standkoming van de Code Lippens. Het bedrijfsleven is zelfs betrokken geworden via een openbare raadpleging van de code. Ondanks dit is er toch kritiek te horen uit bepaalde hoeken. Dit kwam reeds aan bod in het besluit van de Code Lippens (hoofdstuk 3, paragraaf 2.4). Het doel van dit onderzoek is dus om na te gaan of bepaalde inspanningen geleid hebben tot een mindere mate van winstmanipulatie.

Het onderzoek zal gebeuren op basis van de karakteristieken van het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag zoals is besproken in hoofdstuk 3 (paragraaf 2.3). Er zullen hiervoor in paragraaf 2 van dit hoofdstuk hypothesen worden uitgewerkt, die verband houden met de centrale onderzoeksvraag. Deze vraag is in hoofdstuk 1 (paragraaf 2) reeds geformuleerd. Hieronder wordt ze gerecapituleerd:

***“Is het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag van Belgische beursgenoteerde ondernemingen een, in de praktijk, effectieve component van de Code Lippens om winstmanipulatie bij deze bedrijven tegen te gaan?”***

Er zal hierbij geconcentreerd worden op de aanwezigheid van inhoudelijke bepalingen van het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag bij Belgische beursgenoteerde bedrijven. Om dit te kunnen onderzoeken, is het nodig om gericht naar informatie te zoeken. De jaarverslagen van bedrijven bijvoorbeeld zijn te downloaden op hun website. Na een uiteenzetting omtrent de informatieverzameling zullen er variabelen worden gedefinieerd in paragraaf 3.2. Bepaalde variabelen dienen om de inhoud van het corporate governance hoofdstuk te meten. Hierdoor kan bijgevolg een score worden gegeven aan dit hoofdstuk in het jaarverslag van een onderneming. Andere variabelen zijn dan weer nodig om de mate van winstmanipulatie te schatten. Een volledige beschrijving van de onderzoeksmethode is terug te vinden in paragraaf 3 van dit hoofdstuk.

Na het opstellen van de manier waarop deze studie zal worden gevoerd, dient er aandacht geschonken te worden aan de steekproef. In paragraaf 4 wordt hier dan ook dieper op ingegaan. Dit geschiedt allemaal alvorens de verzamelde gegevens te verwerken en te analyseren. Tenslotte worden in paragraaf 5 de resultaten besproken.

## 2 Hypothesen

In dit deel zullen een aantal hypothesen worden opgesteld. Ze zullen worden onderzocht voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen en hebben tot doel een besluit te formuleren op de centrale onderzoeksvraag. De hypothesen zijn gebaseerd op de bespreking van de karakteristieken van het hoofdstuk deugdelijk bestuur in hoofdstuk 3 (paragraaf 2.3).

Een hoge score op het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag duidt er op dat de onderneming zich bewust is van de noodzaak van deugdelijk bestuur en dat ze dit degelijk omschrijft in het jaarverslag. Dit is een teken dat deze onderneming deugdelijk bestuur als een belangrijk thema ziet en dat ze de aandeelhouders duidelijk wil informeren. Deze ondernemingen zullen dan niet zo snel hun toevlucht zoeken tot winstmanipulatie.

*H<sub>1</sub>: Een hoge score op het corporate governance hoofdstuk heeft een mindere mate van winstmanipulatie tot gevolg.*

Wanneer ondernemingen hun aandeelhouders uitgebreider informeren, impliceert dit ook dat ze een grote transparantie in het vaandel voeren. Deze transparantie is noodzakelijk voor een goede corporate governance. Vennootschappen die hier aan voldoen zullen zich dan minder snel laten verleiden door winstmanipulatie.

*H<sub>2</sub>: Een beursgenoteerde Belgische vennootschap waarvan het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag een groter aantal bladzijden telt, zal een mindere mate van winstmanipulatie vertonen.*

De derde hypothese is gebaseerd op dezelfde redenen als hypothese 2. Indien een onderneming haar jaarverslag in meerdere talen publiceert dan houdt dit in dat ze een groter aantal aandeelhouders wil



bereiken in hun eigen taal. Ze hecht dus belang aan het informeren van de aandeelhouders. Ze wil goed zijn voor hun en zal dan ook niet zo gauw de winsten manipuleren.

*H<sub>3</sub>: Een beursgenoteerde Belgische vennootschap waarvan het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag in meerdere talen is gepubliceerd zal een mindere mate van winstmanipulatie vertonen.*

Hoewel de bekendmaking van de remuneratie nog een heikel thema is voor vennootschappen, draagt het wel bij tot de transparantie. Geïnteresseerde aandeelhouders willen immers uitgebreide informatie omtrent het bedrijf. Het op een correcte wijze publiceren van de remuneratie draagt hierdoor bij aan de corporate governance. Vooral de variabele remuneraties (bonussen) kunnen een bron van winstmanipulatie vormen zoals reeds is omschreven in hoofdstuk 4 (paragraaf 3). De publicatie van deze remuneratie zorgt er dan voor dat managers minder vlug hun toevlucht zullen zoeken in winstmanipulatie.

*H<sub>4</sub>: Indien het bedrag van de remuneratie op een juiste wijze wordt bekend gemaakt in het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag, dan zal er een mindere mate van winstmanipulatie zijn.*

Tenslotte kan er ook nog een hypothese worden opgesteld over de activiteiten van de raad van bestuur en zijn comités. Deze raad heeft immers de leiding over de vennootschap. Ze dient daarom haar verantwoordelijkheid te nemen en haar taken naar behoren uit te voeren. Er wordt dan ook verwacht dat een grotere transparantie omtrent de werking van de raad van bestuur en zijn comités een beperkende invloed kan hebben op de mate van winstmanipulatie.

*H<sub>5</sub>: Een hogere score op de variabelen met betrekking tot de bijeenkomsten van de raad van bestuur en zijn comités zal een mindere mate van winstmanipulatie tot gevolg hebben.*

Nadat deze hypothesen zijn opgesteld, zal het nodig zijn om een goede onderzoeksmethode voorop te stellen. Dit zal gebeuren in de volgende paragraaf.

### 3 Methode

In dit deel wordt de toegepaste methode in dit onderzoek toegelicht. Voordat de hypothesen worden getoetst, is het immers nodig te weten op welke manier deze studie wordt aangevat. Er zal immers informatie over de ondernemingen in de steekproef moeten worden opgezocht. Nadien zal de mate van winstmanipulatie moeten worden geschat en zal de score op het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag moeten worden opgesteld aan de hand van variabelen.

#### 3.1 Informatieverzameling

Om het doel van dit onderzoek te verwezenlijken, is het nodig om de juiste informatie te verzamelen. Er zal moeten bestudeerd worden of de bepalingen in het corporate governance hoofdstuk van Belgische beursgenoteerde vennootschappen zorgen voor een mindere mate van winstmanipulatie. Dit hoofdstuk is terug te vinden in het jaarverslag van een vennootschap. In dit rapport zullen de jaarverslagen worden gebruikt die betrekking hebben op het boekjaar 2005. Deze zijn in 2006 gepubliceerd en vormen zo de laatst beschikbare jaarverslagen. Voor ondernemingen met gebroken boekjaren zullen de recentst beschikbare jaarverslagen worden gebruikt. Ze zijn terug te vinden op de website van de vennootschappen. Op deze manier is de informatie omtrent corporate governance terug te vinden.

Voor de informatie in verband met winstmanipulatie wordt gebruik gemaakt van de beschikbare jaarrekeningen van de boekjaren 2004 en 2005. De cijfers van twee jaren zijn nodig aangezien bepaalde variabelen in het schattingsmodel een wijziging voorstellen tussen twee boekjaren. Uit deze vereiste jaarrekeningen zal dan de mate van winstmanipulatie worden geschat. De gegevens die voor het onderzoek nodig zijn, bestaan uit diverse balansposten binnen de geconsolideerde jaarrekening. Sinds 2005 dienen vennootschappen deze jaarrekening op te stellen volgens de IFRS-normen (International Financial Reporting Standards). Dit zijn standaarden die bepalen hoe de geconsolideerde jaarrekening eruit moet zien. Ze leggen ook andere verplichtingen op dan de Belgische GAAP-richtlijnen (Generally Accepted Accounting Principles), bijvoorbeeld met betrekking tot waarderingen. Een analyse van de IFRS-normen valt echter buiten het bestek van dit onderzoek. Daarom wordt hier verwezen naar de website van de Nationale Bank van België (<http://www.nbb.be>). Hier kan men doorklikken naar 'Balanscentrale' en vervolgens 'IFRS'. De impact van IFRS heeft echter ook invloed op dit onderzoek.

Zo zijn in het computerprogramma Belfirst, dat een database van jaarrekeningen vormt, enkel de enkelvoudige rekeningen terug te vinden voor het boekjaar 2005. Omwille van deze reden zijn de nodige gegevens manueel verzameld uit de geauditeerde jaarrekeningen in de jaarverslagen van bedrijven. Hierin is ook telkens een vergelijking terug te vinden met het vorige boekjaar, waardoor de wijzigingen tussen 2004 en 2005 volgens IFRS kunnen berekend worden.

## 3.2 Onderzoeksmodel

Na te hebben besproken waar de nodige informatie beschikbaar is, kan er dieper worden ingegaan op het onderzoeksmodel. De gegevens die zijn verzameld, zullen moeten omgevormd worden tot wezenlijke informatie. Op deze manier kunnen dan de hypothesen worden onderzocht. In dit onderzoek dient er uitleg gegeven te worden bij twee werkwijzen. De eerste heeft betrekking op de samenstelling van de score voor het corporate governance hoofdstuk (CGH) in het jaarverslag. De tweede werkwijze is van toepassing op het model dat zal worden gebruikt voor het schatten van de winstmanipulatie.

### 3.2.1 Score voor het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag

Om een score te bepalen voor het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag zal er worden gewerkt op basis van 20 variabelen. Deze staan voor de deelelementen die volgens de Code Lippens in het corporate governance hoofdstuk van de vennootschap moeten aanwezig zijn. Indien de respectievelijke variabele in dit hoofdstuk terug te vinden is, dan krijgt deze de score 1. Wanneer dit niet het geval is, dan krijgt ze de score 0. Op die manier kan er een index worden samengesteld die de globale score weergeeft van het corporate governance hoofdstuk. Sommige variabelen zijn onder te verdelen in klassen. Zo zijn er drie deelaspecten die behoren tot de klasse 'lijst van de leden'. Ook zijn er zeven aspecten die betrekking hebben op de 'remuneratie' en zeven aspecten op de 'bijeenkomsten van de raad van bestuur en de comités'. Bij het meten van de variabelen met betrekking tot de comités van de raad van bestuur wordt het remuneratie- en het benoemingscomité samengevoegd. Er zal voor dit comité dus één score worden toegekend per variabele. De samenvoeging van deze twee comités is ook toegelaten volgens de Code Lippens indien er voldaan wordt aan de vereisten inzake samenstelling van het remuneratiecomité (Commissie Corporate Governance, 2005: 20). Hiervan wordt ook, in het licht van hun omvang, veel gebruik gemaakt door vennootschappen. Tenslotte zijn er ook drie

variabelen die niet in een klasse onder te brengen zijn, maar die wel de score op het corporate governance hoofdstuk van een vennootschap mee bepalen. Dit zijn de variabelen V1 tot V3. Tabel 5 geeft de verschillende variabelen weer.

Tabel 5: Variabelen van het corporate governance hoofdstuk

NUMMER	VARIABELE	WAARDE
V1	Voornaamste contractuele bepalingen van de aanwervings- en vertrekregelingen die zijn afgesproken met het uitvoerend management	1/0
V2	Toelichting bij de maatregelen die zijn genomen om in overeenstemming te zijn met Richtlijn 2003/6/EC betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie	1/0
V3	Toelichting van het beleid betreffende transacties en andere contractuele banden met bestuurders en leden van het uitvoerend management die niet onder de belangenconflictregeling vallen	1/0
<b>LIJST VAN DE LEDEN</b>		
V4	Lijst van de leden van de raad van bestuur en wie onafhankelijk is	1/0
V5	Lijst van de leden van de comités van de raad van bestuur	1/0
V6	Lijst van de leden van het uitvoerend management	1/0
<b>REMUNERATIE</b>		
V7	Bedrag van de remuneratie en andere voordelen aan de niet-uitvoerende bestuurders op individuele basis	1/0
V8	Bedrag van de remuneratie en andere voordelen aan de CEO op individuele basis	1/0
V9	Er is een onderscheid gemaakt tussen het basissalaris, de variabele remuneratie en de overige componenten aan de CEO	1/0
V10	Bedrag van de remuneratie en andere voordelen aan de andere leden van het uitvoerend management op globale basis	1/0
V11	Er is een onderscheid gemaakt tussen het basissalaris, de variabele	1/0

	remuneratie en de overige componenten aan de andere leden van het uitvoerend management	
V12	Bedrag van de remuneratie aan de uitvoerende bestuurders op individuele basis	1/0
V13	Aantal en kenmerken van aandelen, aandelenopties of alle andere rechten om aandelen te verwerven in de loop van het jaar toegekend aan de CEO en de andere leden van het uitvoerend management op individuele basis	1/0
	<b>BIJEENKOMSTEN RAAD VAN BESTUUR EN COMITÉS</b>	
V14	Activiteitenverslag van de bijeenkomsten van de raad van bestuur	1/0
V15	Activiteitenverslag van de bijeenkomsten van het auditcomité	1/0
V16	Activiteitenverslag van het remuneratie- en benoemingscomité	1/0
V17	Aantal bijeenkomsten van de raad van bestuur	1/0
V18	Aantal bijeenkomsten van het auditcomité	1/0
V19	Aantal bijeenkomsten van het remuneratie- en benoemingscomité	1/0
V20	De individuele aanwezigheidsgraad van de bestuurders	1/0
	<b>TOTALE SCORE CORPORATE GOVERNANCE HOOFDSTUK (CGH)</b>	

Bron: eigen verwerking

### 3.2.2 Aanpak voor het meten van de 'discretionary accruals'

Nadat de voorgaande score is opgesteld, zal ook de mate van winstmanipulatie geschat moeten worden. Dit zal gebeuren aan de hand van een model dat de 'discretionary accruals' schat. In hoofdstuk 4 (paragraaf 5) zijn verschillende methoden besproken die kunnen gebruikt worden bij het schatten van winstmanipulatie. Hoewel sommige onderzoeken het tegendeel beweren (Garza-Gómez et al., 1999: 2-3; Guay et al., 1996: in Hansen, 1999: 2), stellen verschillende auteurs (Kothari et al., 2002: 4-5; Jones, K. et al., 2006: 6; Bartov et al., 2000: 6) dat het 'modified Jones model', en met de ROA-variabele in het bijzonder, een goede voorspellende kracht heeft. Dit model zal daarom ook in dit onderzoek worden gehanteerd. Er zal nu in het kort worden weergegeven hoe dit model gebruikt wordt.

In de eerste plaats dienen voor elke onderneming de totale 'accruals' berekend te worden uit de jaarrekening. Dit zal gebeuren aan de hand van een balansmethode. Zoals reeds gezien kan vergelijking 4.3 hiervoor gebruikt worden, waarbij deze geschaald is met  $AT_{it-1}$ :

$$TA_{it} / AT_{it-1} = ( \Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta Cash_{it} + \Delta STD_{it} - Dep_{it} ) / AT_{it-1} \quad (6.1)$$

Dit zal gebeuren voor alle bedrijven in de steekproef (zie paragraaf 4 'steekproef'). Vervolgens worden deze bedrijven ingedeeld in sectoren. Dit komt omdat de cross-sectionele aanpak gevolgd wordt. Deze aanpak is ook aangewezen in het licht van IFRS. Een tijdreeks zou immers een vertekend beeld geven, aangezien de jaarrekeningen sinds 2005 volgens andere normen worden opgesteld (zie paragraaf 3.1 'informatieverzameling'). De indeling in sectoren zal gebeuren volgens de SIC-classificatie, die tien klassen telt van nul tot en met negen. De afkorting SIC staat voor 'Standard Industrial Classification'.

De bekomen totale geschaalde 'accruals' worden dan per onderneming en per jaar 't' ingevuld in regressie 4.7. Ook de onafhankelijke variabelen in deze regressie zullen per bedrijf en per jaar worden gebruikt. Op deze manier kan via OLS (Ordinary Least Squares) een schatting gemaakt worden van de parameters per sector en per jaar t. Via deze methode worden de totale gekwadrateerde afwijkingen van de resttermen geminimaliseerd.

Bartov et al. (2000: 10) stellen een aanpak voor waarbij de term  $\Delta AR_{it}$  uit het model wordt gehouden en slechts wordt toegevoegd in regressie 6.2. Dit is gebaseerd op de veronderstelling dat de verkopen niet worden gemanipuleerd in de periode waarin de schatting gebeurt en dat de totale verandering in de handelsdebiteuren in de testperiode winstmanipulatie inhouden. Wanneer zich er in de testperiode echter een sterke groei voordoet dan zullen de 'discretionary accruals' sterk stijgen. Deze aanpak is van toepassing op tijdreeksen (Kothari et al., 2002: 14). In dit onderzoek zal deze term wel worden toegevoegd in regressie 4.7. Er zal dus worden aangenomen dat de veranderingen in handelsdebiteuren gemanipuleerd zijn. Hierin zal Kothari et al. (2002: 14) worden gevolgd.

$$TA_{it} / AT_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 (1 / AT_{it-1}) + \beta_2 (\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}) / AT_{it-1} + \beta_3 PPE_{it} / AT_{it-1} + \beta_4 ROA_{it} / AT_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (4.7)$$

Uit deze regressie kunnen de parameters ( $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ ) per sector worden geschat. Deze parameters zijn nodig om de 'nondiscretionary accruals' te berekenen. De parameter  $\beta_0$  stelt een constante voor. Volgens Kothari et al. (2002: 17) is deze vooral nodig omdat ze een bijkomende controle biedt tegen heteroskedasticiteit en omdat het model hierdoor duidelijkere resultaten oplevert. Om de 'nondiscretionary accruals' te bepalen, dienen de parameters te worden ingevuld in de volgende vergelijking:

$$\frac{NDA_{it}}{AT_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 (1 / AT_{it-1}) + \beta_2 (\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}) / AT_{it-1} + \beta_3 PPE_{it} / AT_{it-1} + \beta_4 ROA_{it} / AT_{it-1} \quad (6.2)$$

Uiteindelijk kunnen de 'discretionary accruals' van een onderneming worden bekomen uit vergelijking 4.1:

$$DA_{it} = TA_{it} / AT_{it-1} - NDA_{it} / AT_{it-1} \quad (6.3)$$

Nadat de score op het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag en de 'discretionary accruals' zijn berekend, zullen deze twee aan elkaar moeten worden gelinkt. Dit gebeurt via een nieuwe regressie. In deze regressie zijn het de 'discretionary accruals' (DA) die de afhankelijke variabele zijn. De score op het corporate governance hoofdstuk (CGH) is een onafhankelijke variabele. Daarnaast zijn er ook een aantal controlevariabelen in het model opgenomen, die nader zullen worden toegelicht.

$$|DA_{it}| = \alpha_0 + \alpha_1 CGH_{it} + \alpha_2 Industrie_{it} + \alpha_3 Grootte_{it} + \alpha_4 Leverage_{it} + \alpha_5 Big\ 4_{it} + \alpha_6 Vergaderingen\ RvB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6.4)$$

Met :  $|DA_{it}|$  = De absolute waarde van de 'discretionary accruals' van vennootschap i op tijdstip t;

$CGH_{it}$  = score op het corporate governance hoofdstuk voor vennootschap i op tijdstip t;

$Industrie_{it}$  = de industriegroep volgens de SIC-Code voor vennootschap i op tijdstip t;

$Grootte_{it}$  = het logaritme van de boekwaarde van de totale activa van vennootschap i op tijdstip t;

$Leverage_{it}$  = lange termijnschuld / totale activa van vennootschap i op tijdstip t;

$Big\ 4_{it}$  = aanwezigheid van een big 4-auditor bij vennootschap i op tijdstip t (ja = 1, neen = 0);

$Vergaderingen\ RvB_{it}$  = aantal vergaderingen van de raad van bestuur bij vennootschap i in jaar t.

In de regressie wordt de absolute waarde genomen van de 'discretionaire accruals'. De denkwijze hierachter is dat er in dit onderzoek wordt gekeken naar de totale mate van winstmanipulatie. Dit houdt zowel de positieve als de negatieve 'discretionaire accruals' in. De controlevariabelen zijn geselecteerd aan de hand van eerder onderzoek naar de relatie tussen winstmanipulatie en corporate governance zoals in de volgende alinea's wordt beschreven.

Zo zorgt de variabele '**industrie**' er voor dat er rekening wordt gehouden met de marktsector waarin het bedrijf actief is. Anders zouden de resultaten worden vertekend door industrieverschillen. De auteurs Ahmed en Duellman (2005: 19) wijzen hier onder andere op. Ook kan deze variabele in andere onderzoeken gebruikt worden om de ondernemingsprestaties als afhankelijke variabele te meten (Gaeremynck et al., 2006: 25).

De **grootte** van een onderneming beïnvloedt ook de mate van 'discretionary accruals'. Dit is eerder al aangehaald. Ahmed en Duellman (2005: 16) verwijzen hiervoor naar Watts en Zimmerman (1978). Deze laatste auteurs stellen dat grotere bedrijven meer te maken hebben met politieke kosten, zoals belastingen, en daarom de winsten eerder naar onder bijstellen. Ook Vander Bauwhede et al. (2000: 376) sluiten zich hierbij aan. In beide voorgaande publicaties wordt een negatieve coëfficiënt verwacht bij de variabele 'grootte'. Xie et al. (2001: 16) komen in hun onderzoek tot de conclusie dat kleinere bedrijven een grotere mate van 'discretionary accruals' rapporteren. Dit komt volgens hen doordat kleinere bedrijven minder gewetensproblemen ondervinden om de winsten te manipuleren.

Naast de variabelen 'industrie' en 'grootte' is ook de '**leverage**' een onafhankelijke variabele in het model. Ahmed en Duellman (2005: 17-20) verwachten een negatieve coëfficiënt bij deze variabele. Dit komt volgens deze auteurs omdat bedrijven met een grotere leverage (en dus relatief gezien meer schulden) meer te maken hebben met conflicten tussen aandeelhouders en schuldeisers. Hierdoor zijn deze ondernemingen conservatiever in winstmanipulatie. Toch concluderen Sercu et al. (2006: 2; 17) dat earnings management en leverage positief gecorreleerd zijn. Hun redenering is gebaseerd op eerder onderzoek en op de gevallen van convenanten bij leningen en obligaties. Dit is ook al besproken in hoofdstuk 4 (punt 2). Ondernemingen met convenanten zullen hierbij de resultaten naar boven bijstellen om aan deze overeenkomsten te blijven voldoen. Ook kunnen andere stakeholders (onder



andere werknemers en klanten) bekommerd zijn om de mogelijke financiële moeilijkheden door de hoge schulden.

In de literatuur (Bartov et al., 2000: 14) kan er worden teruggevonden dat ondernemingen met een **big 4-auditor** minder earnings management vertonen. Dit komt omdat deze auditors betere middelen hebben om winstmanipulatie op te sporen. Ook stellen Vander Bauwhede et al. (2000: 376) dat ze deze praktijken eerder zullen bekendmaken, omdat ze minder afhankelijk zijn van individuele klanten en omdat ze eerder bezorgd zijn om hun reputatie.

Ook zal het **aantal vergaderingen van de raad van bestuur** worden opgenomen als onafhankelijke variabele. Deze zal een grotere verklarende kracht opleveren van het model. Het komt erop neer dat hoe meer de raad van bestuur vergadert, hoe minder de mate van winstmanipulatie zal zijn. Deze relatie wordt ook bevestigd door Xie et al. (2001: 20).

#### **4 Steekproef**

In voorgaande paragrafen is uiteengezet wat onderzocht zal worden en op welke manier dit zal gebeuren. Het enige wat nog rest om het onderzoek uit te voeren, is de keuze van de steekproef. Er zal moeten bepaald worden voor welke ondernemingen de invloed van het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag op de winstmanipulatie onderzocht wordt.

Zoals reeds in de centrale onderzoeksvraag is weergegeven, zal er in dit onderzoek geconcentreerd worden op beursgenoteerde vennootschappen in België. Hiervoor zijn op 18 april 2007 de vennootschappen geselecteerd die genoteerd zijn in de BEL20-index, de BEL MID-index en de BEL SMALL-index. Deze kunnen bekomen worden via de website van NYSE Euronext ([www.euronext.com](http://www.euronext.com)). Op deze manier wordt een initiële steekproef opgesteld van 100 vennootschappen (BEL20: 19; BEL MID: 35; BEL SMALL: 46). Deze lijst is terug te vinden in bijlage 1.

De financiële ondernemingen worden uit de steekproef geweerd, aangezien hun balansstructuur verschilt van normale vennootschappen. Hun 'accruals' wijken immers grondig af van deze van andere bedrijven (Hansen, 1999: 13). Dit gebeurt op basis van de SIC-classificatie. De financiële

ondernemingen behoren tot de SIC-klasse [8000] 'Financials'. Op deze manier blijven er 71 vennootschappen over. Om een betrouwbare cross-sectionele analyse uit te voeren is het verder nodig dat elke sector minstens tien vennootschappen in de steekproef heeft. Dit aantal wordt zowel door Zhang (2002: 15) als door Kothari et al. (2005: 172) vooropgesteld. Op deze manier dienen in totaal 11 vennootschappen in de SIC-classes [1000] 'Basic materials', [6000] 'Telecommunications' en [7000] 'Utilities' te worden uitgesloten. Dit resulteert dan in een totale steekproef van 60 beursgenoteerde ondernemingen.

Daarnaast zijn er ook vier vennootschappen die het jaarverslag over het boekjaar 2005 niet hebben gepubliceerd op hun website. Het gaat over vennootschappen die pas in 2006 naar de beurs zijn gegaan. Tabel 6 geeft een overzicht van deze vennootschappen. Voor Oncomethylome Sciences zijn wel de geconsolideerde financiële cijfers teruggevonden.

Tabel 6: Vennootschappen die in 2006 in de beurs zijn geïntroduceerd

Vennootschap	Datum	SIC-klasse
Metris	12/12/2006	[2000]
Oncomethylome Sciences	27/06/2006	[4000]
Thrombogenics	07/07/2006	[4000]
Punch Telematix	29/11/2006	[9000]

Bron: <http://www.euronext.com/news/ipos/archive/archivesIPOs-2051-NL.html>, 18 april 2007.

Tenslotte worden er nog twee vennootschappen uitgesloten. Van één vennootschap is geen website gevonden en de andere betreft een financiële holding. Er valt wel op te merken dat de SIC-klasse [5000] 'consumer services' slechts negen vennootschappen telt en de SIC-klasse [4000] 'Health Care' acht ondernemingen. Deze sectoren worden toch opgenomen omdat het richtcijfer van tien benaderd wordt. Zoals reeds gezien wordt er data verzameld omtrent deze vennootschappen uit de jaarrekeningen van de boekjaren 2004 tot 2005. Voor de corporate governance score wordt het jaarverslag van 2005 geraadpleegd. De uiteindelijke steekproef bevat 54 vennootschappen. In bijlage 1 zijn deze ondernemingen aangeduid in de laatste kolom.

## 5 Onderzoeksresultaten

In dit deel zullen de onderzoeksresultaten worden besproken. Ze zijn tot stand gekomen aan de hand van de onderzoeksmethode zoals deze in paragraaf 3 van dit hoofdstuk is beschreven. In het eerste gedeelte 5.1 worden enkele beschrijvende statistieken voorgesteld omtrent corporate governance en winstmanipulatie van de geselecteerde beursgenoteerde vennootschappen in België. Ze bieden onder andere meer inzicht in de naleving van enkele principes van de Code Lippens. Zo zal in paragraaf 5.1.1 de totale score op het corporate governance hoofdstuk worden onderworpen aan een univariate analyse. Daarna wordt hetzelfde gedaan voor de deelklassen van deze score en de andere variabelen met betrekking tot corporate governance in respectievelijk paragraaf 5.1.2 en 5.1.3. De beschrijvende statistieken van winstmanipulatie worden in paragraaf 5.1.4 besproken. Tenslotte zal er in dit eerste gedeelte ook een bivariate analyse worden uitgevoerd aan de hand van een correlatiematrix in paragraaf 5.1.5. In het tweede gedeelte 5.2 wordt dan de invloed onderzocht van deugdelijk bestuur op de mate van winstmanipulatie. Dit zal gebeuren aan de hand van de hypothesen die werden opgesteld in paragraaf 2 van dit hoofdstuk.

### 5.1 Beschrijvende statistieken

Aan de hand van beschrijvende statistieken is het mogelijk om een beeld te vormen van de toepassing van de Code Lippens. De aandacht gaat hierbij vooral uit naar het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag van beursgenoteerde vennootschappen in België. Zoals net gezegd zullen er in paragrafen 5.1.1 tot 5.1.4 univariate analyses worden uitgevoerd en in paragraaf 5.1.5 een bivariate analyse. Bij deze analyses zal er ook worden nagegaan of er 'outliers' aanwezig zijn, omdat deze de resultaten kunnen vertekenen. In navolging met Jans en Lybaert (2007:19) wordt de waarde van een variabele voor een bepaalde onderneming verwijderd, indien deze waarde meer dan driemaal de standaardafwijking afwijkt van het gemiddelde.

#### 5.1.1 De score op het corporate governance hoofdstuk

De score op het hoofdstuk 'deugdelijk bestuur' is samengesteld aan de hand van de twintig variabelen in tabel 5. Hiervoor zijn de gegevens gebruikt van 54 beursgenoteerde vennootschappen voor het

boekjaar 2005. Tabel 7 biedt een overzicht van enkele statistieken, zoals het gemiddelde, de mediaan en de standaardafwijking.

Tabel 7: Beschrijvende statistieken van de score op het corporate governance hoofdstuk

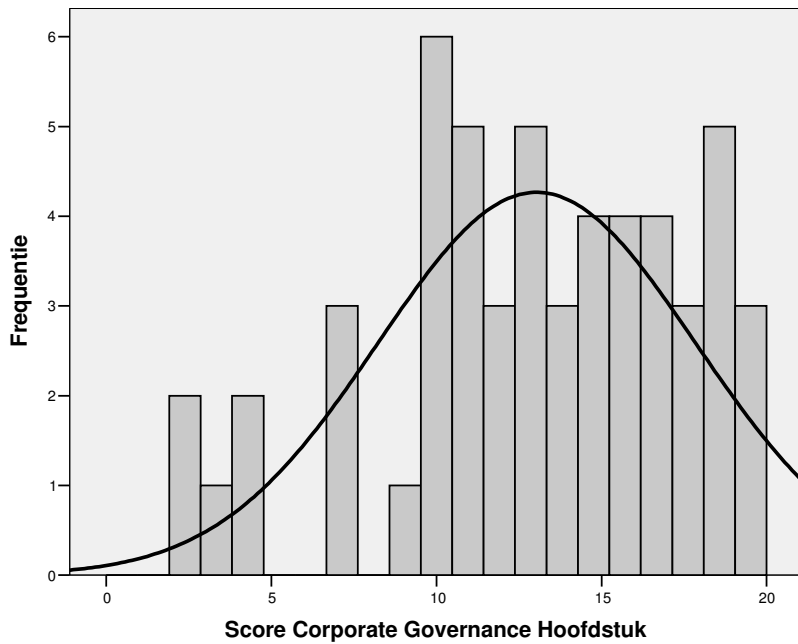
Score Corporate Governance Hoofdstuk (CGH) /20							
		Frequenties	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Mediaan	Standaard afwijking
Aantal	54		2	20	13,04	13,00	4,809
Percentielen	25	10,00					
	50	13,00					
	75	17,00					

Bron: eigen verwerking

Uit de bovenstaande tabel kan afgeleid worden dat een gemiddelde onderneming een score heeft van 13,04 op 20 voor het corporate governance hoofdstuk. Dit is een score die boven de helft van 10 op 20 ligt, maar tegelijk duidt op de verbeteringen die er nog mogelijk zijn met betrekking tot de transparantie. Er valt zelfs op te merken dat er een grote spreiding is tussen de verschillende vennootschappen. De minimumscore uit de steekproef bedraagt immers 2, terwijl de maximumscore op 20 uitkomt. Er zijn geen bedrijven die op geen enkel of slechts één punt scoren voor de onderzochte variabelen. Dit betekent dat sommige ondernemingen zich bijna niet schikken naar de aanbevelingen van de Code Lippens met betrekking tot het hoofdstuk 'deugdelijk bestuur', terwijl anderen zelfs alle onderzochte aanbevelingen naleven. Deze laatsten (Ackermans en Van Haaren, Omega Pharma en Delhaize Group) verdienen dan ook een pluim voor hun transparantie.

De voorgaande statistieken leveren een goed beeld omtrent de naleving van de bepalingen met betrekking tot het corporate governance hoofdstuk. Deze analyse kan zelfs nog worden uitgebreid. Hoewel er een grote spreiding is wat betreft de score op het hoofdstuk 'deugdelijk bestuur', kan er in tabel 7 worden afgeleid dat slechts 25 procent van de onderzochte vennootschappen een score heeft van 10 of minder. Een andere groep ondernemingen, die ook 25 procent van de totale steekproef uitmaken, heeft een score van 17 of meer. Deze laatste groep leeft de aanbevelingen zeer goed na. Figuur 2 geeft hier een duidelijke weerspiegeling van.

Figuur 2: Histogram met frequenties van de score op het corporate governance hoofdstuk



Bron: eigen verwerking

### 5.1.2 De componenten van de score op het corporate governance hoofdstuk

Er kunnen ook enkele vaststellingen gedaan worden met betrekking tot de deelelementen van de score op het corporate governance hoofdstuk. Sommige deelelementen kunnen worden ingedeeld in een klasse, zoals in paragraaf 3.2.1 bij het onderzoeksmodel reeds ter sprake kwam. Tabel 8 geeft een overzicht van enkele statistieken van deze klassen.

Tabel 8: Beschrijvende statistieken van de scores op de onderzochte klassen

Lijst met leden /3							
		Frequenties	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Mediaan	Standaard afwijking
Aantal	54	3,00	1	3	2,83	3,00	0,466
Percentielen	25						
	50		3,00				
	75		3,00				
Remuneratie /7							
		Frequenties	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Mediaan	Standaard afwijking
Aantal	54	1,75	0	7	3,89	4,00	2,582
Percentielen	25						
	50		4,00				
	75		7,00				
Bijeenkomsten raad van bestuur en comités /7							
		Frequenties	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Mediaan	Standaard afwijking
Aantal	54	4,00	0	7	5,02	5,50	1,976
Percentielen	25						
	50		5,50				
	75		7,00				

Bron: eigen verwerking

Een eerste bevinding is dat de bepalingen omtrent de **publicatie van een lijst met de leden** van de raad van bestuur, van de comités en van het uitvoerend management goed worden nageleefd. Sommige vennootschappen maken slechts één lijst bekend met bijvoorbeeld de namen van de raad van bestuur. Dit zijn vooral enkele vennootschappen uit de BEL SMALL-index en vormen outliers. Andere ondernemingen brengen ze alle drie uit. De gemiddelde score bedraagt zelfs 2,83. Dit betekent dat een vennootschap gemiddeld 2,83 lijsten publiceert. Deze score is hoog. Uit tabel 8 kan zelfs afgeleid worden dat het laagste kwartiel (eerste 25 procent van de vennootschappen) drie lijsten of minder openbaar maakt. In totaal vernoemen 87 procent van de onderzochte ondernemingen de leden van de raad van bestuur, de comités en het uitvoerend management.

De klasse 'remuneratie' handelt over het publiceren van de verloning van de raad van bestuur en van het uitvoerend management. Hier valt op dat onder de ondernemingen een grote verscheidenheid aan opinies heersten met betrekking tot de bekendmaking van de remuneratie. Sommige vennootschappen maken volgens de Code Lippens de verloning niet goed bekend of zelfs helemaal niet. Anderen leven de bepalingen volledig na. Ook zijn er die bijvoorbeeld enkel de globale remuneratie van het uitvoerend management bekend maken. Dit is goed volgens de Code Lippens, maar ze vinden dan dat een individuele publicatie van de verloning van de CEO bijvoorbeeld een inbreuk is op zijn/haar privacy. De grote standaarddeviatie ten opzichte van het gemiddelde wijst op de gelijke spreiding. Er is wel een groep van vennootschappen (25,9 procent) die de remuneratie volledig openbaar maakt in overeenstemming met de bepalingen in de Code Lippens.

Verder is er ook nog de klasse die betrekking heeft op de **bijeenkomsten** van de raad van bestuur en zijn comités. Volgens de Code Lippens dienen immers het aantal bijeenkomsten, de individuele aanwezigheidsgraad en een activiteitenverslag te worden opgenomen in het corporate governance hoofdstuk van het jaarverslag. Uit tabel 8 kan worden afgeleid dat sommige vennootschappen dit niet doen. Ook zijn er die zich volledig aan de bepalingen van de Code Lippens houden. Toch ligt het gemiddelde eerder hoog, namelijk 5,02 op een totaal van 7. Vijftig procent van de onderzochte bedrijven scoort zelfs op zes van de zeven variabelen of meer. Deze aanbevelingen van de Code Lippens worden dus over het algemeen redelijk goed nageleefd.

Naast de deelelementen die kunnen worden ingedeeld in drie grote klassen, zijn er ook drie aparte deelelementen. Deze verdienen ook de nodige aandacht. De indeling waarvan hier sprake is, werd in paragraaf 3.2.1 bij het onderzoeksmodel besproken. Tabel 9 geeft enkele beschrijvende statistieken weer.

Tabel 9: Beschrijvende statistieken van de score op de alleenstaande deelelementen

	Aantal	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaard afwijking
V1 Contractuele bepalingen	54	0	1	0,37	0,487
V2 Voorwetenschap en marktmanipulatie	54	0	1	0,41	0,496
V3 Transacties bij belangenconflicten	54	0	1	0,52	0,504

Bron: eigen verwerking

Uit de tabel kan worden afgeleid dat beursgenoteerde vennootschappen voor wat betreft de genoemde deelelementen nog vooruitgang kunnen boeken. De transparantie betreffende deze variabelen is nog ver van volmaakt. De hoogst gemiddelde score wordt nog bekomen voor de toelichting die ondernemingen moeten bekend maken omtrent hun beleid betreffende transacties en andere contractuele banden met de bestuurders en leden van het uitvoerend management die niet onder de belangenconflictregering vallen. Een 52 procent van de onderzochte vennootschappen heeft dit gedaan. Voor de andere deelelementen houdt minder dan de helft zich aan de bepalingen van de Code Lippens.

### 5.1.3 Andere variabelen met betrekking tot deugdelijk bestuur

Bij de vergaring van de gegevens omtrent de beursgenoteerde vennootschappen in de steekproef is er ook informatie opgezocht over andere variabelen die betrekking hebben op corporate governance. Sommigen hiervan, zoals onder andere het aantal talen en aantal bladzijden van het corporate governance hoofdstuk, zijn nodig voor de toetsing van de hypothesen. Anderen vormen niet het hoofddoel van dit onderzoek, maar kunnen nuttige informatie verstrekken omtrent de algemene werking van vennootschappen en hun deugdelijk bestuur. Deze variabelen maken dus geen deel uit van de score op het hoofdstuk 'deugdelijk bestuur' in het jaarverslag, maar hebben betrekking op de samenstelling en het aantal bijeenkomsten van de comités, het aantal leden van de raad van bestuur, het aantal bladzijden van het corporate governance hoofdstuk en dergelijke. Ze worden hier aan de hand van enkele beschrijvende statistieken besproken. Tabel 10 geeft alvast een overzicht.



Tabel 10: Beschrijvende statistieken van variabelen in verband met deugdelijk bestuur

	Aantal	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaard afwijking
Big 4-auditor	54	0	1	0,70	0,461
Auditcomité > 50% onafhankelijk	48	0	1	0,73	0,449
Remuneratie- en benoemingscomité > 50% onafhankelijk	47	0	1	0,53	0,504
Auditcomité volledig niet-uitvoerend	48	0	1	0,81	0,394
Remuneratie- en benoemingscomité volledig niet-uitvoerend	47	0	1	0,64	0,486
# bijeenkomsten raad van bestuur	49	4	20	8,33	3,986
# bijeenkomsten auditcomité	42	2	10	3,90	1,605
# bijeenkomsten remuneratie- en benoemingscomité	31	1	7	3,68	1,815
# leden raad van bestuur	54	4	16	8,70	2,376
# bladzijden corporate governance hoofdstuk	54	2	23	7,65	4,460
# talen corporate governance hoofdstuk	54	1	4	2,44	0,634

Bron: eigen verwerking

De resultaten zullen hier kort worden besproken. Allereerst dient te worden opgemerkt dat bij sommige variabelen de steekproef kleiner is dan 54 ondernemingen. Dit heeft betrekking op de comités. Niet alle vennootschappen hebben alle comités ingericht, waardoor deze uit de steekproef zijn gelaten.

Uit de tabel is af te leiden dat 70 procent van de onderzochte beursgenoteerde bedrijven een **big 4-auditor** heeft. Deze variabele zal ook dienen als controlevariabele bij het onderzoek naar de relatie tussen de score op het corporate governance hoofdstuk en de mate van winstmanipulatie. Er wordt immers uitgegaan van de gedachte dat deze auditors minder afhankelijk zijn van een klant en dat ze over meer middelen beschikken om winstmanipulatie te ontdekken. De big 4-auditors zijn KPMG, Deloitte, Ernst & Young en PriceWaterhouseCoopers.

Indien de **verschillende comités** met elkaar worden vergeleken, dan kan er worden opgemerkt dat het auditcomité hoger scoort dan het remuneratie- en benoemingscomité. Van de onderzochte vennootschappen heeft 81 procent een auditcomité dat volledig bestaat uit niet-uitvoerende bestuurders, zoals de Code Lippens dit voorschrijft. Bij 73 procent van deze vennootschappen bestaat

het auditcomité uit een meerderheid van onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders. Voor het remuneratie- en auditcomité bedragen deze percentages respectievelijk 64 procent en 53 procent, wat beduidend lager ligt. Dit kan verklaard worden doordat het auditcomité vooral de integriteit van de financiële rekeningen moet controleren. Hierbij dienen de leden zelf blijk te geven van integriteit. Dit wordt in het algemeen meer erkend door vennootschappen. In het remuneratie- en benoemingscomité zetelt regelmatig de CEO. De meeste vennootschappen verdedigen dit door erop te wijzen dat hij de prestaties van het uitvoerend management beter kan inschatten, waardoor zijn deelname aan het comité gerechtvaardigd is.

Het gemiddeld **aantal bijeenkomsten** van de raad van bestuur bedraagt 8,33 voor het jaar 2005. Er dient hier wel te worden opgemerkt dat sommige vennootschappen veel meer vergaderingen hebben gehouden. Deze bijeenkomsten kunnen specifieke redenen gehad hebben, zoals het organiseren van een overname (Galapagos), het internationale karakter (Inbev) en dergelijke. Door deze uitschieters ligt het gemiddelde van deze variabele hoger dan zijn mediaan. Dit is te zien in tabel 11. Het gemiddeld aantal bijeenkomsten van het auditcomité bedraagt 3,9 en van het remuneratie- en benoemingscomité 3,68. Er dient hier wel te worden opgemerkt dat de maximumwaarde van 10 bijeenkomsten van het auditcomité een outlier vormt.

Tabel 11: Het aantal bijeenkomsten van de raad van bestuur en zijn comités

		Raad van bestuur	Auditcomité	Remuneratie- en benoemingscomité
Aantal		49	42	31
Gemiddelde		8,33	3,90	3,68
Mediaan		7,00	4,00	3,00
Percentielen	25	5,00	3,00	2,00
	50	7,00	4,00	3,00
	75	11,00	5,00	5,00

Bron: eigen verwerking

De **grootte van de raad van bestuur** is ook een factor in de corporate governance van een onderneming. De grootte dient volgens de Code Lippens immers klein genoeg te zijn voor een

efficiënte besluitvorming en groot genoeg omwille van de diversiteit van de kennis en de ervaring van de leden (Commissie Corporate Governance, 2005: 14). Vander Bauwhede et al. (2000: 376) wijzen erop dat in de literatuur wordt aangenomen dat een raad van bestuur met een optimale grootte tussen de 8 en de 12 leden telt. In de steekproef die hier is uitgevoerd, bedraagt de gemiddelde omvang van de raad van bestuur 8,7 leden. Dit ligt dus in de zojuist genoemde marge. Er zijn wel vennootschappen waar slechts vier leden in de raad van bestuur zetelen en ook vennootschappen die zestien bestuurders tellen. Deze laatste waarde vormt hierbij een outlier. Tabel 12 geeft de cumulatieve frequenties weer in percentielen.

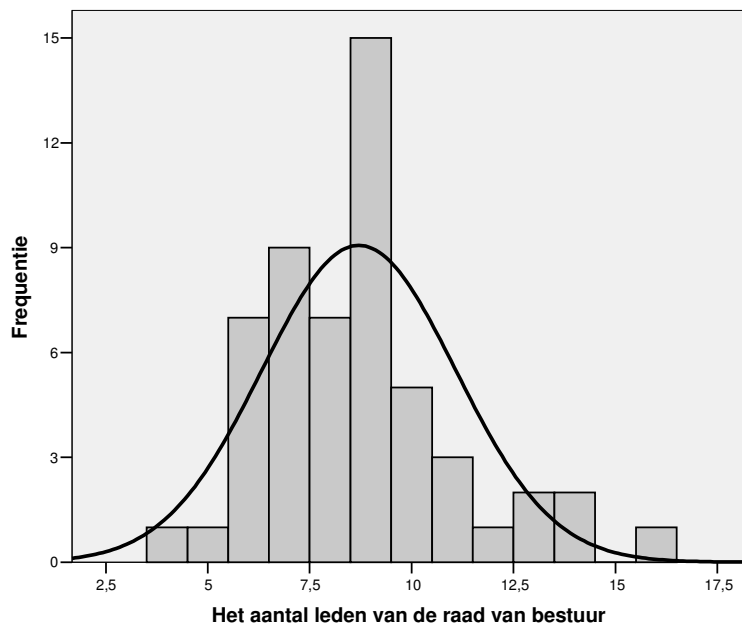
Tabel 12: Frequentietabel van het aantal leden van de raad van bestuur

		Aantal leden
Aantal		54
Gemiddelde		8,70
Mediaan		9,00
Percentielen	25	7,00
	50	9,00
	75	10,00

Bron: eigen verwerking

Uit de voorgaande frequentietabel kan afgeleid worden dat de meeste ondernemingen (50 procent) tussen de zeven en de tien leden in de raad van bestuur hebben. Van de overige ondernemingen heeft de helft zeven of minder leden en de andere helft tien of meer leden. Om dit duidelijk te illustreren, is in figuur 3 een histogram opgenomen met een normale verdeling.

Figuur 3: Het aantal leden van de raad van bestuur



Bron: eigen verwerking

Het **aantal bladzijden** van het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag zal in dit onderzoek worden aangewend om hypothese 2 te toetsen. Er zal worden nagegaan of vennootschappen waarvan het hoofdstuk 'deugdelijk bestuur' meer bladzijden telt een mindere mate van winstmanipulatie vertonen. Daarom zullen de beschrijvende statistieken hieromtrent worden besproken. Gemiddeld telt een dergelijk hoofdstuk in het jaarverslag 7,65 bladzijden. Uit het raadplegen van de jaarverslagen is gebleken dat met een dergelijke hoeveelheid bladzijden alle nodige aspecten kunnen gezegd worden. Toch zijn er ook vennootschappen die hier slechts twee bladzijden aan wijden. Anderen willen voor een uitgebreide transparantie zorgen en besteden 23 bladzijden aan hun deugdelijk bestuur. Uit tabel 13 blijkt dat 75 procent van de onderzochte ondernemingen een hoofdstuk 'deugdelijk bestuur' van tien bladzijden of minder heeft. De vennootschappen met een hoofdstuk van 23 bladzijden zijn dus eerder uitzonderlijk en vormen outliers. In de steekproef komen er twee voor. Dit zijn Global Graphix en Real Software. Bij Global Graphix is de reden dat het geen apart hoofdstuk deugdelijk bestuur heeft. De informatie is verspreid terug te vinden in het jaarverslag. Real Software heeft wel een afzonderlijk hoofdstuk. Hierna komen drie bedrijven met een 14 bladzijden tellend hoofdstuk. Door deze uitschieters ligt het gemiddelde iets hoger dan de mediaan. Bij verdere analyses zullen deze outliers daarom worden verwijderd.

Tabel 13: Het aantal bladzijden van het corporate governance hoofdstuk

		Aantal bladzijden
Aantal		54
Gemiddelde		7,65
Mediaan		7,00
Percentielen	25	4,00
	50	7,00
	75	10,00

Bron: eigen verwerking

Net zoals het aantal bladzijden zal ook **het aantal talen** van het corporate governance hoofdstuk in het jaarverslag worden onderzocht. Een hypothese die wordt vooropgesteld, is dat een vennootschap die haar jaarverslag en dus ook haar hoofdstuk 'deugdelijk bestuur' in meerdere talen opstelt, een lagere mate van winstmanipulatie zal vertonen. Dit komt omdat ze hierdoor meer transparant is. Er is een beursgenoteerd bedrijf (Agfa-Gevaert) dat haar jaarverslag in vier talen opstelt. Anderen stellen het slechts in één taal op. Door deze kleine waarden is het interessanter om te kijken naar de absolute frequenties. Deze worden weergegeven in tabel 14.

Tabel 14: Frequentietabel van het aantal talen van het corporate governance hoofdstuk

	Frequentie	Percent	Cumulatief percent
1	3	5,6	5,6
2	25	46,3	51,9
3	25	46,3	98,1
4	1	1,9	100,0
Totaal	54	100,0	

Bron: eigen verwerking

Uit tabel 14 is af te leiden dat 25 ondernemingen hun corporate governance hoofdstuk in twee talen hebben opgesteld. Een even grote andere groep doen dit in drie talen. Het aantal talen is dus rond deze twee waarden gecentreerd, met een gemiddelde van 2,44.

#### 5.1.4 Variabelen uit de jaarrekening

De vorige paragrafen hadden vooral betrekking op variabelen omtrent deugdelijk bestuur. Net zoals daar kunnen ook de geschatte 'accruals' en andere variabelen uit de jaarrekening aan een univariate analyse worden onderworpen. De 'discretionary accruals' zijn berekend zoals in paragraaf 3.2.2 van dit hoofdstuk is uiteengezet. Hierbij is er rekening gehouden met 'outliers', zoals aan het begin van paragraaf 5.1 werd beschreven. Dit levert betere specificaties bij de schatting van het 'discretionary accruals'-model. De geschatte regressies worden ook gecontroleerd op autocorrelatie aan de hand van de 'Durbin-Watson d'-test. Autocorrelatie staat voor de correlatie tussen de resttermen (Gujarati, 2003: 467-470). In dit geval zijn dit de 'discretionary accruals'.

Tabel 15: Beschrijvende statistieken van de variabelen uit de jaarrekening

	Aantal	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Standaard afwijking
Totale accruals	55	-0,6540	0,2881	-0,048904	0,1263372
<b>Totale accruals (zonder outliers)</b>	<b>51</b>	<b>-0,1804</b>	<b>0,1443</b>	<b>-0,043018</b>	<b>0,0690057</b>
Niet discretionaire accruals	55	-0,6454	0,1298	-0,050055	0,1061729
<b>Niet discretionaire accruals (zonder outliers)</b>	<b>54</b>	<b>-0,1782</b>	<b>0,1298</b>	<b>-0,039030</b>	<b>0,0683670</b>
Discretionaire accruals	55	-0,1531	0,2371	0,001149	0,0698783
<b>Discretionaire accruals (zonder outliers)</b>	<b>54</b>	<b>-0,1531</b>	<b>0,1701</b>	<b>-0,003220</b>	<b>0,0624918</b>
Industrials [2000]	15	-0,1354	0,0821	0,004220	0,0580641
Consumer Goods [3000]	11	-0,0820	0,1134	-0,000009	0,0607790
Health Care [4000]	8	-0,1354	0,2371	0,000000	0,1135271
<b>Health Care [4000] (zonder steekproefoutliers)</b>	<b>7</b>	<b>-0,1354</b>	<b>0,0839</b>	<b>-0,033871</b>	<b>0,0657919</b>
Consumer Services [5000]	9	-0,1531	0,0676	-0,000011	0,0680771
Technology [9000]	12	-0,0617	0,1701	-0,000008	0,0687884
Leverage	55	0,0014	0,7851	0,216755	0,1670539
<b>Leverage (zonder outliers)</b>	<b>54</b>	<b>0,0014</b>	<b>0,6260</b>	<b>0,206230</b>	<b>0,1490840</b>
Grootte	55	4,15	7,37	5,5093	0,74990

Bron: eigen verwerking

In tabel 15 worden de beschrijvende statistieken van de variabelen weergegeven die uit de jaarrekening zijn berekend. Er wordt geen bewijs van autocorrelatie gevonden. In deze tabel kan worden vastgesteld

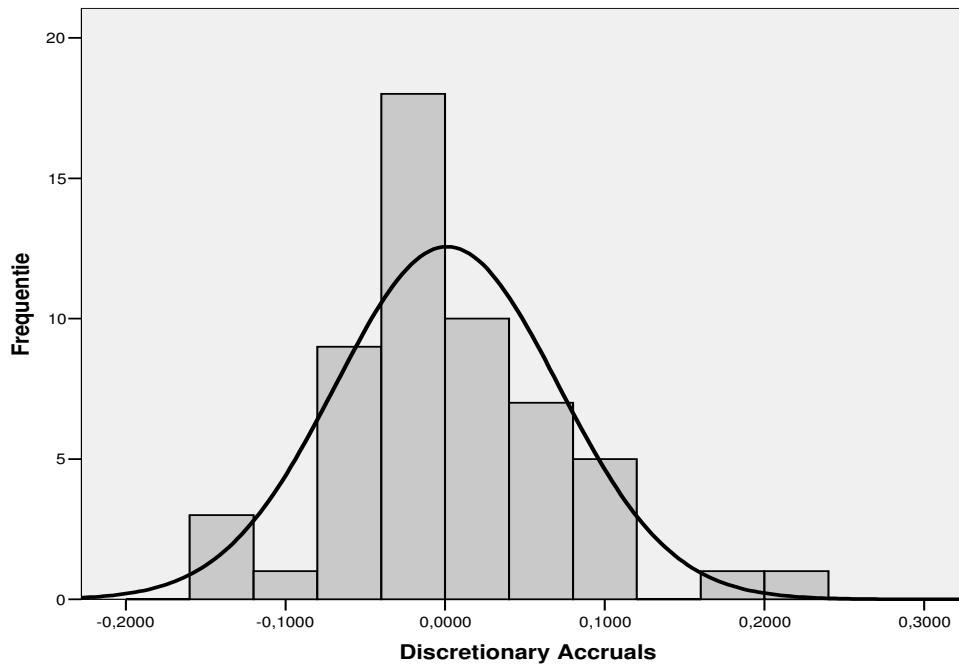
dat er enkele vennootschappen zijn die outliers vertegenwoordigen voor één of meer van de variabelen. Bij de **totale 'accruals'** ligt de minimumwaarde van -0,6540 buiten de grens van het interval dat zich rond drie standaardafwijkingen van het gemiddelde bevindt. Deze grote negatieve waarde is van dezelfde onderneming als de minimumwaarde van -0,6454 bij de **verwachte 'accruals'**. De totale 'accruals' van deze onderneming zijn dus in grote mate verwacht. Ook de maximumscore van 0,2881 bij de totale 'accruals' is een outlier. Bij de **discretionaire 'accruals'** is er ook een vennootschap die een extreme waarde heeft.

In tabel 15 zijn bovendien de statistieken opgenomen indien er geen outliers meer aanwezig zijn. Voor de 'discretionary accruals' is een opsplitsing gemaakt per sector. Hoewel er per sector geen outliers zijn voor deze 'accruals' door de grotere standaardafwijking, worden ook de statistieken weergegeven zonder de steekproefoutliers. Voor de verschillende soorten 'accruals' is af te leiden dat hun gemiddelden negatief zijn. Deze conclusie wordt bekomen na een correctie voor extreme waarden. Dit betekent dat bedrijven gemiddeld genomen hun winsten naar onder bijstellen, hoewel er ook zijn die trachten hun resultaat te verhogen. Er dient wel te worden opgemerkt dat er hierbij verschillen zijn tussen de sectoren. Daar waar gemiddeld genomen de industriële bedrijven hun winsten naar boven sturen, doen de ondernemingen uit de gezondheidssector dit neerwaarts.

De variabele **leverage** meet de schuldgraad. Er dient te worden opgemerkt dat er één outlier aanwezig is, die een zeer hoge schuldgraad heeft. Voor de variabele **grootte** wordt het logaritme genomen van het totaal actief van elke vennootschap. Deze twee variabelen zullen verder als controlevariabelen worden gebruikt wanneer de invloed van corporate governance op de mate van winstmanipulatie wordt berekend.

Tenslotte worden in figuur 4 de frequenties uitgezet voor de 'discretionary accruals'. Hierdoor kan er een beter idee worden gevormd omtrent de spreiding en de verdeling van deze onverwachte 'accruals'. Er kan worden vastgesteld dat de verdeling bij benadering een normale verdeling volgt.

Figuur 4: De verdeling van de discretionaire 'accruals'



### 5.1.5 Bivariate analyse

Er zijn nu verschillende univariate analyses uitgevoerd. Op deze manier werden verschillende variabelen onderworpen aan enkele beschrijvende statistieken, zoals onder andere gemiddelden, frequenties en standaardafwijkingen. De volgende stap houdt in dat via een bivariate analyse de relaties tussen de variabelen onderling worden onderzocht. Zo geven de correlaties tussen de mogelijke afhankelijke variabelen en hun onafhankelijke variabelen een eerste indicatie omtrent hun onderling verband. Een grote samenhang tussen niet-afhankelijke variabelen duidt op het probleem van collineariteit. Tabel 16 toont de correlatiematrix.



Tabel 16: Correlatiematrix van variabelen

	DA	CGH	Bijeenkomsten	Remuneratie	Talen	Bladzijden	Aantal bijeenkomsten RvB	Industrie	Grootte	Leverage	Big 4	Beursindex	Comités
DA	1												
CGH	0,020	1											
Bijeenkomsten	0,004	0,810(**)	1										
Remuneratie	0,006	0,845(**)	0,448(**)	1									
Talen	-0,166	0,452(**)	0,249	0,445(**)	1								
Bladzijden	0,005	0,465(**)	0,363(**)	0,315(*)	0,033	1							
Aantal bijeenkomsten RvB	0,265	0,230	0,160	0,115	0,050	0,203	1						
Industrie	0,054	-0,126	-0,190	-0,023	-0,201	-0,063	0,212	1					
Grootte	0,030	0,353(**)	0,252	0,362(**)	0,394(**)	0,077	0,058	-0,295(*)	1				
Leverage	0,157	0,281(*)	0,115	0,314(*)	0,268(*)	0,019	0,121	-0,212	0,297(*)	1			
Big 4	0,057	0,482(**)	0,483(**)	0,352(**)	0,201	0,037	0,073	-0,010	0,178	-0,105	1		
Beursindex	0,007	0,476(**)	0,357(**)	0,419(**)	0,384(**)	0,144	0,140	-0,147	0,728(**)	0,203	0,301(*)	1	
Comités	0,000	0,265	0,265	0,159	0,206	0,075	0,082	0,054	0,125	0,143	-0,052	0,044	1

Pearson correlatie test

\*\* Correlatie is significant op het 0,01 niveau (twee-zijdig).

\* Correlatie is significant op het 0,05 niveau (twee-zijdig).

Bron: eigen verwerking

DA = 'Discretionary accruals';

CGH = Score op het corporate governance hoofdstuk;

Bijeenkomsten = Score op de bijeenkomsten van de raad van bestuur;

Remuneratie = Score op de bekendmaking van de remuneratie van de leden van de raad van bestuur en het uitvoerend management;

Talen = Aantal talen waarin het corporate governance hoofdstuk is opgesteld;

Bladzijden = Aantal bladzijden van het corporate governance hoofdstuk.

Er is in paragraaf 2 'Hypothesen' van dit hoofdstuk verondersteld dat initiatieven met betrekking tot corporate governance de mate van winstmanipulatie zouden terugdringen. Zo zouden een hoge score op het hoofdstuk 'deugdelijk bestuur', een groter aantal talen van publicatie en een groter aantal bladzijden van dit hoofdstuk negatief gecorreleerd zijn met de mate van winstmanipulatie. Op basis van de correlatiematrix is er echter geen significant verband vast te stellen. Deze correlaties bieden echter slechts een eerste indicatie, waardoor het nog te vroeg is om reeds een definitieve conclusie te vormen.

Enkele andere verbanden die kunnen verwacht worden, zijn wel te constateren. De onderdelen van de score op het corporate governance hoofdstuk, zoals deze in paragraaf 3.2.1 werden geformuleerd, hebben uiteraard een positief significant verband op deze score. Dit geldt eveneens voor het aantal talen waarin dit hoofdstuk is gepubliceerd en het aantal bladzijden. Er kan verder uit tabel 16 worden afgeleid dat er een significante correlatie bestaat tussen de grootte van de vennootschap en haar score op het corporate governance hoofdstuk. Dit kan verklaard worden doordat grote ondernemingen meer middelen hebben om zich naar de regelgevingen te schikken.

Ook de aanwezigheid van een big 4-auditor, een hoge leverage en een notering op een grotere beursindex vertonen een positief verband met de gemeten score. Het lijkt er dus op dat vennootschappen die genoteerd staan op de BEL 20 een betere corporate governance hebben dan ondernemingen op kleinere indexen, zoals de BEL SMALL. Dit geldt voor de onderdelen die het deugdelijk bestuur meten en het aantal talen waarin het corporate governance hoofdstuk is gepubliceerd. Eenzelfde redenering gaat tevens op voor de aanwezigheid van een big 4-auditor. Dit soort auditors kunnen waarschijnlijk hun klanten beter bijstaan in de tot standkoming van een goed deugdelijk bestuur, omdat ze over meer middelen en expertise beschikken.

Tabel 17 maakt hierbij een onderverdeling waardoor het verband van de aanwezigheid van elke big 4-auditor met corporate governance en winstmanipulatie kan worden vastgesteld. Uit deze tabel kunnen bijkomende conclusies getrokken worden. Er is namelijk een significante negatieve correlatie op het 0,05 niveau tussen de aanwezigheid van KPMG als auditor en winstmanipulatie. Ook bestaat er een significante positieve correlatie op het 0,10 niveau met de score op het corporate governance hoofdstuk. De aanwezigheid van KPMG als revisor in een vennootschap zou dus volgens deze gegevens verband houden met een goede corporate governance en een mindere mate van

winstmanipulatie. Voor de aanwezigheid van de andere big 4-auditors bestaan er geen significante verbanden. Toch dient er ook te worden opgemerkt dat Ernst & Young een redelijk sterk positief verband heeft met de 'discretionary accruals'. Deze is net niet significant op het 0,10 niveau. Als er dan gekeken wordt naar het verband met de score voor het hoofdstuk deugdelijk bestuur, springt de negatieve correlatie in het oog. Deze is echter ook niet significant. De correlaties in tabel 17 zeggen iets over de samenhang tussen de variabelen, maar geven het causaal verband niet weer.

Tabel 17: Relatie van Big 4-auditors met deugdelijk bestuur en winstmanipulatie

	<b>Deloitte</b>	<b>Price Waterhouse Coopers</b>	<b>KPMG</b>	<b>Ernst &amp; Young</b>
Discretionary Accruals	<b>0,036</b> 0,831	<b>0,071</b> 0,671	<b>-0,364(**)</b> 0,025	<b>0,270</b> 0,101
CGH	<b>0,064</b> 0,701	<b>-0,069</b> 0,682	<b>0,299(*)</b> 0,068	<b>-0,222</b> 0,181

Pearson correlatie test

\* Correlatie is significant op het 0,10 niveau (2-zijdig).

\*\* Correlatie is significant op het 0,05 niveau (2-zijdig).

Bron: eigen verwerking

Er dient ook nog te worden opgemerkt dat het vooral de grote ondernemingen zijn die genoteerd staan op een grotere index, waardoor er zich interactie voordoet. De correlatie van 0,728 uit tabel 16 spreekt voor zich. Ook zijn het meestal de vennootschappen op deze grotere indexen die een big 4-auditor in dienst hebben.

Er kan hier dus worden geconcludeerd dat er twee groepen variabelen bestaan in dit onderzoek. De eerste groep betreft de variabelen die betrekking hebben op corporate governance. Zij vertonen onderling meestal een significant positief verband, wat ook te verwachten is. De tweede groep is samengesteld door de variabelen die de omvang van een onderneming meten. Deze zijn de 'grootte', de 'beursindex' en de 'big 4-auditor'. Zij hebben eveneens wederzijdse significante correlaties. De twee groepen zijn verder ook aan elkaar gecorreleerd. Het lijkt erop dat grote vennootschappen op de BEL 20 en met een big 4-auditor de hoogste scores zullen behalen op de corporate governance variabelen. De correlatie tussen de score voor het hoofdstuk 'deugdelijk bestuur' en respectievelijk de variabelen 'grootte', 'leverage' en 'big 4' is belangrijk om te onthouden, aangezien er zich hierdoor in regressie 6.4

multicollineariteit kan voordoen. Dit zal behandeld worden in paragraaf 5.2 waar ook de hypothesen zullen getest worden.

## 5.2 Testen van de hypothesen

Het onderzoeken van de opgestelde hypothesen houdt in dat er per hypothese een regressie dient te worden uitgevoerd. De grootste aandacht gaat hierbij uit naar de mate waarin een goede omschrijving van corporate governance in het gelijknamige hoofdstuk in het jaarverslag van beursgenoteerde Belgische ondernemingen een beperkende invloed heeft op winstmanipulatie. Ook alle andere hypothesen uit paragraaf 2 krijgen de nodige aandacht.

### 5.2.1 Invloed van het corporate governance hoofdstuk op winstmanipulatie

In deze paragraaf zal hypothese 1 worden onderzocht. Er zal met name worden nagegaan of er een statistisch bewijs is dat een hoge score op het corporate governance hoofdstuk een mindere mate van winstmanipulatie tot gevolg heeft. De gebruikte regressie is reeds in paragraaf 3.2.2 bij het onderzoeksmodel weergegeven, maar wordt hier herhaald.

$$|DA_{it}| = \alpha_0 + \alpha_1 CGH_{it} + \alpha_2 Industrie_{it} + \alpha_3 Grootte_{it} + \alpha_4 Leverage_{it} + \alpha_5 Big\ 4_{it} + \alpha_6 Vergaderingen \\ RvB_{it} + \epsilon_{it} \quad (6.4)$$

Tabel 18 geeft een samenvatting van de waarden van de verschillende coëfficiënten. In deze tabel zijn er ook enkele statistieken te vinden omtrent multicollineariteit en autocorrelatie. Aan de hand van de 'Durbin-Watson d'-test kan er geen bewijs worden gevonden dat er zich autocorrelatie voordoet van de resttermen. Dit komt onder andere omdat 1,947 de waarde van 2 zeer goed benadert. De aanwezigheid van multicollineariteit wordt nagegaan door middel van de VIF, oftewel de 'variance-inflating factor'. Opdat er geen sprake zou zijn van multicollineariteit zou deze indicator gelijk moeten zijn aan één. Bij perfecte multicollineariteit wordt deze oneindig (Gujaratie, 2003: 351). Op basis hiervan kunnen we stellen dat dit zich zeer weinig voordoet. Deze conclusie kan ook worden bekomen doordat er geen hoge (> 0,80) paargewijze correlaties zijn. Tenslotte is er ook gecontroleerd op outliers.

Tabel 18: Resultaten van de invloed van het corporate governance hoofdstuk op winstmanipulatie

Variabelen	Beta	Significantie	Collineariteit	
			VIF	Tollerantie
(Constance)	-0,030	0,534		
CGH	-0,0000282	0,986	1,667	0,600
Grootte	0,011	0,252	1,754	0,570
Leverage	-0,053	0,275	1,835	0,545
Big4	-0,010	0,539	1,572	0,636
Vergaderingen RvB	0,002	0,143	1,321	0,757
R <sup>2</sup> = 0,157		Durbin-Watson d = 1,947	F = 0,787 Sig. = 0,630	

Bron: eigen verwerking

Het geschatte model biedt een verklarende kracht van 0,157. Dit wordt weergegeven door de R<sup>2</sup>. De significantie van het totale model is niet zo hoog. De F-waarde is hier een maatstaf voor. Verder kan er worden afgeleid dat de coëfficiënten bij de onderzochte variabelen statistisch niet afwijken van nul. Dit komt erop neer dat deze variabelen geen significante invloed hebben op de mate van winstmanipulatie. Voor de corporate governance score met betrekking tot het jaarverslag (CGH) bedraagt deze waarschijnlijkheid zelfs 98,6 procent. Deze vaststellingen komen niet overeen met hetgeen er aanvankelijk is verwacht. Toch hebben de coëfficiënten bij de variabelen 'leverage' en 'Big 4' een negatief teken. Hoewel deze coëfficiënten niet significant zijn, kan dit erop wijzen dat vennootschappen met een big 4-auditor en een hogere schuldgraad minder winstmanipulatie zullen vertonen.

Een bewijs van hypothese 1 kan dus niet geleverd worden. Een mogelijke verklaring is de recente invoering van de Code Lippens. De effecten hiervan zullen slechts op langere termijn zichtbaar worden. Het zou misschien tevens kunnen dat door deze vertraagde impact een goede transparantie in het jaarverslag zijn invloed zal hebben op de winstmanipulatie van het volgende boekjaar. Het feit dat het jaarverslag over een bepaald boekjaar pas het jaar nadien gepubliceerd wordt, zou deze stelling kunnen ondersteunen. Omdat een goede score voor transparantie in het hoofdstuk deugdelijk bestuur geen invloed heeft op winstmanipulatie, betekent dit niet dat bepaalde onderdelen van deze score of andere variabelen ook geen invloed hebben. Dit zal in de volgende paragrafen worden onderzocht.

### 5.2.2 Invloed van het aantal bladzijden van het corporate governance hoofdstuk op winstmanipulatie

Na hypothese 1 zal ook hypothese 2 aan dezelfde empirische test worden onderworpen. Dit zal gebeuren aan de hand van dezelfde regressie als 6.4. Enkel de variabele die de score weergeeft op het corporate governance hoofdstuk wordt vervangen door het aantal bladzijden van dit hoofdstuk. De volgende regressie werd dus geschat, waarvan de resultaten terug te vinden zijn in tabel 19.

$$|DA_{it}| = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Bladzijden}_{it} + \alpha_2 \text{Industrie}_{it} + \alpha_3 \text{Grootte}_{it} + \alpha_4 \text{Leverage}_{it} + \alpha_5 \text{Big 4}_{it} + \alpha_6 \text{Vergaderingen RvB}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6.5)$$

Ook in deze regressie wordt er geen bewijs gevonden dat er sprake is van autocorrelatie of multicollineariteit. Er is ook rekening gehouden met eventuele outliers.

Tabel 19: Resultaten van de invloed van het aantal bladzijden dat het corporate governance hoofdstuk telt op winstmanipulatie

Variabelen	Beta	Significantie	Collineariteit	
			VIF	Tollerantie
(Constance)	-0,28	0,583		
Bladzijden	-0,001	0,719	1,083	0,923
Grootte	0,012	0,250	1,703	0,587
Leverage	-0,054	0,246	1,555	0,643
Big4	-0,010	0,484	1,212	0,825
Vergaderingen RvB	0,002	0,137	1,318	0,759
R <sup>2</sup> = 0,158      Durbin-Watson d = 1,950      F = 0,773				
			Sig. = 0,642	

Bron: eigen verwerking

Uit de resultaten van regressie 6.5 blijkt dat dit model een verklarende kracht van 0,158 heeft. Er is ook af te leiden dat het aantal bladzijden van het hoofdstuk deugdelijk bestuur in het jaarverslag geen significante invloed heeft op de mate van winstmanipulatie. Hoewel hypothese 2 ervan uitgaat dat er een negatief verband bestaat, is soms tijdens de informatievergaring reeds gebleken dat deze hypothese niet altijd hoeft waar te zijn. Er bestaan namelijk vennootschappen die op een beperkt aantal

bladzijden het nodige kunnen communiceren. Anderen hebben meer bladzijden nodig en voldoen nog lang niet aan de minimum vereisten van de bekendmaking volgens de Code Lippens. Toch kan er in tabel 16 reeds worden afgeleid dat er tussen de score op het corporate governance hoofdstuk en het aantal bladzijden dat dit telt een significante correlatie is van 0,465. De conclusies zijn dus in grote mate vergelijkbaar met deze van hypothese 1.

### 5.2.3 Invloed van het aantal talen van het corporate governance hoofdstuk op winstmanipulatie

Een derde hypothese onderzoekt de invloed van het aantal talen waarin het hoofdstuk deugdelijk bestuur is gepubliceerd op de mate van winstmanipulatie. Dit gebeurt aan de hand van regressie 6.6 die hier onder wordt weergegeven.

$$|DA_{it}| = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Bladzijden}_{it} + \alpha_2 \text{Industrie}_{it} + \alpha_3 \text{Grootte}_{it} + \alpha_4 \text{Leverage}_{it} + \alpha_5 \text{Big 4}_{it} + \alpha_6 \text{Vergaderingen RvB}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6.6)$$

Deze regressie bevat geen bewijs van autocorrelatie. Er is bovendien bijna geen sprake van multicollineariteit. De schatting van deze regressie is ook hier gecontroleerd op outliers. Tabel 20 geeft hier de nodige statistische kengetallen.

Tabel 20: Resultaten van de invloed van het aantal talen waarin het corporate governance hoofdstuk is gepubliceerd op winstmanipulatie

Variabelen	Beta	Significantie	Collineariteit	
			VIF	Tollerantie
(Constante)	-0,018	0,705		
Talen	-0,009	0,364	1,376	0,727
Grootte	0,012	0,212	1,734	0,577
Leverage	-0,042	0,378	1,755	0,570
Big4	-0,007	0,615	1,269	0,788
Vergaderingen RvB	0,002	0,114	1,292	0,774
R <sup>2</sup> = 0,175		Durbin-Watson d = 1,912	F = 0,898 Sig. = 0,537	

Bron: eigen verwerking

Bovenstaande regressie heeft een verklarende kracht van 0,175. Er kan tevens uit tabel 20 worden opgemerkt dat de coëfficiënt bij de variabele 'Talen' -0,009 bedraagt. Dit is negatief, wat ook in de hypothese 3 is verondersteld. Toch is er slechts een kans van 63,6 procent dat deze coëfficiënt niet gelijk is aan nul. Om deze reden kan er dan ook geen bewijs worden gevonden van de beperkende invloed van het aantal talen waarin het corporate governance hoofdstuk is gepubliceerd op de mate van winstmanipulatie. Een verklaring kan zijn dat de meeste vennootschappen hun jaarverslag in twee of drie talen opstellen. Het gemiddelde ligt hierdoor op 2,44 wat reeds uit tabel 10 is gebleken. Slechts enkele ondernemingen publiceerden hun jaarverslag in ofwel één taal, ofwel in vier talen. Hieruit volgt dat er weinig variatie in de gegevens zit, waardoor de resultaten minder betrouwbaar kunnen zijn.

#### 5.2.4 Invloed van de juiste bekendmaking van de remuneratie op winstmanipulatie

Hypothese 4 heeft betrekking op een deelaspect van de score op het corporate governance hoofdstuk. Deze hypothese stelt dat een juiste bekendmaking van de remuneratie van de leden van de raad van bestuur en het uitvoerend management een mindere mate van winstmanipulatie tot gevolg zal hebben. Ze zal op dezelfde manier getest worden als de voorgaande veronderstellingen. Er zal hierbij dus gebruik worden gemaakt van regressie 6.7. Doordat de algemene score op het hoofdstuk met een waarschijnlijkheid van 98,6 procent geen statistische invloed heeft op de mate van winstmanipulatie, kan er verwacht worden dat dit ook niet het geval zal zijn voor de deelklassen. De klasse 'Remuneratie' heeft namelijk met zeven variabelen een grote invloed op de score van het hoofdstuk deugdelijk bestuur.

$$|DA_{it}| = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Remuneratie}_{it} + \alpha_2 \text{ Industrie}_{it} + \alpha_3 \text{ Grootte}_{it} + \alpha_4 \text{ Leverage}_{it} + \alpha_5 \text{ Big 4}_{it} + \alpha_6 \text{ Vergaderingen RvB}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6.7)$$

Uit tabel 21 blijkt wederom dat er geen autocorrelatie aanwezig is en evenmin een noemenswaardige multicollineariteit.



Tabel 21: Resultaten van de invloed omtrent de bekendmaking van de remuneratie in het corporate governance hoofdstuk op winstmanipulatie

Variabelen	Beta	Significantie	Collineariteit	
			VIF	Tollerantie
(Constante)	-0,030	0,525		
Remuneratie	-0,000	0,918	1,529	0,654
Grootte	0,012	0,250	1,792	0,558
Leverage	-0,052	0,301	1,915	0,522
Big4	-0,009	0,518	1,331	0,751
Vergaderingen RvB	0,002	0,137	1,286	0,777

R<sup>2</sup> = 0,157      Durbin-Watson d = 1,950      F = 0,788  
 Sig. = 0,629

Bron: eigen verwerking

Er wordt via regressie 6.7 geen bewijs gevonden dat een goede bekendmaking van de remuneratie leidt tot een mindere mate van winstmanipulatie. Er is zelfs een statistische kans van 91,8 procent dat de coëfficiënt van deze variabele gelijk is aan nul. Dit wijst erop dat de goede bekendmaking van de remuneratie helemaal geen effect heeft op de mate van winstmanipulatie. Dit wil echter niet zeggen dat transparantie omtrent de remuneratie overbodig is. Er bestaat immers ook geen positief verband met de discretionaire 'accruals'. Deze resultaten houden verband met de opvattingen van Maurice Lippens. Hij ziet immers meer heil in de transparantie van het remuneratiebeleid in plaats van enkel de cijfers (Molderez, 2006a: 8-9).

#### 5.2.5 Invloed van transparantie omtrent de bijeenkomsten van de raad van bestuur en zijn comités op winstmanipulatie

Een vijfde en laatste hypothese gaat de beperkende invloed na van de score op de bijeenkomsten van de raad van bestuur op de mate van winstmanipulatie. De samenstelling van deze score is reeds in tabel 5 weergegeven. Ze heeft met zeven variabelen ook een sterke invloed op de algemene score van het hoofdstuk deugdelijk bestuur. Net als bij hypothese 1 en 4 wordt er op basis hiervan dan ook geen significante invloed verwacht. De variabele 'Vergaderingen RvB' staat voor het aantal

vergaderingen die door de raad van bestuur in 2005 zijn gehouden. Een schatting van regressie 6.8 moet duidelijkheid brengen.

$$|DA_{it}| = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Bijeenkomsten}_{it} + \alpha_2 \text{Industrie}_{it} + \alpha_3 \text{Grootte}_{it} + \alpha_4 \text{Leverage}_{it} + \alpha_5 \text{Big 4}_{it} + \alpha_6 \text{Vergaderingen RvB}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6.8)$$

Ook deze regressie bevat geen autocorrelatie tussen de resttermen en geen significante multicollineariteit. Een overzicht hiervan is terug te vinden in tabel 22.

Tabel 22: Resultaten van de invloed van transparantie omtrent de bijeenkomsten van de raad van bestuur en zijn comités op winstmanipulatie

Variabelen	Beta	Significantie	Collineariteit	
			VIF	Tollerantie
(Constante)	-0,033	0,503		
Bijeenkomsten	0,001	0,801	1,408	0,710
Grootte	0,011	0,260	1,734	0,577
Leverage	-0,056	0,233	1,663	0,601
Big 4	-0,011	0,453	1,460	0,685
Vergaderingen RvB	0,002	0,148	1,297	0,771
R <sup>2</sup> = 0,158		Durbin-Watson d = 1,941	F = 0,795 Sig. = 0,623	

Bron: eigen verwerking

De conclusies uit tabel 22 volgen deze van de voorgaande hypothesen. Er is geen bewijs te vinden dat een goede transparantie omtrent de bijeenkomsten van de raad van bestuur en zijn comités zorgt voor een mindere mate van winstmanipulatie. De verklarende kracht van de geschatte regressie bedraagt 0,158. Een mogelijke verklaring kan zijn dat het al dan niet opnemen van een activiteitenverslag, het aantal bijeenkomsten en de individuele aanwezigheidsgraad niet zo zeer een rol speelt. Het kan bijvoorbeeld belangrijker zijn om de inhoud van het activiteitenverslag te beoordelen. Dit hangt echter af van bedrijf tot bedrijf. Indien er een volledige transparantie is van de activiteiten van de raad van bestuur en zijn comités kunnen de aandeelhouders, voor hun

vennootschap in kwestie, hierover een oordeel vellen. Dit zou meer bijdragen tot corporate governance en zou de mate van winstmanipulatie kunnen terugdringen.

Er dient hier ook nog vermeld te worden dat er vennootschappen zijn die in hun jaarverslag over het boekjaar 2005 melding hebben gemaakt van de installatie van een comité in het boekjaar nadien. Dit kan ook een invloed hebben op de resultaten, aangezien deze ondernemingen hun deugdelijk bestuur gaan verbeteren. Hierdoor zou er in de aanloop naar deze gebeurtenis een mindere mate van winstmanipulatie kunnen zijn om een overgang te creëren. Het zou echter ook kunnen zijn dat de winstmanipulatie juist toeneemt omdat er een beperking in de toekomst wordt verwacht.

# 7

## Hoofdstuk 7

### **Conclusies**

---

*In hoofdstuk 7 worden de conclusies van dit onderzoek uiteengezet. Het doel van de studie zal kort worden gesitueerd, samen met een weergave van het belangrijk karakter van corporate governance en winstmanipulatie in dit perspectief. Vervolgens worden de belangrijkste conclusies uit de literatuur en het empirisch onderzoek weergegeven. Tenslotte is er ook nog ruimte voor enkele bedenkingen omtrent dit en verder onderzoek.*

Corporate governance is een thema dat de laatste jaren sterk op de voorgrond is getreden. Vooral verschillende fraudeschandalen (onder andere Enron, Parmalat, Ahold en Lernout & Hauspie) zijn hier de oorzaak van geweest. Deze schandalen hebben onder andere het vertrouwen in het management van de aandeelhouders en van de andere betrokken partijen, zoals onder andere financiële instellingen en arbeiders, zwaar schade toegebracht. Dit fenomeen vindt niet enkel plaats in de Verenigde Staten, maar ook in België en Europa is er een bezorgdheid gegroeid omtrent de geloofwaardigheid van de financiële verslaggeving.

In het licht van deze ontwikkelingen is in België de Code Lippens ontplooid door middel van een samenwerking tussen het VBO, de CBFA en de Beurs van Brussel (Euronext). Deze code geldt voor beursgenoteerde vennootschappen en biedt hen negen principes met bepalingen die ze moeten toepassen of toelichten indien ze dit niet doen. Voor de niet-beursgenoteerde ondernemingen is de Code Buysse in het leven geroepen. Het doel van de voornoemde codes is om de transparantie van het beleid en de werking van vennootschappen te promoten. Om dit te realiseren dienen ze volgens de Code Lippens een corporate governance charter te publiceren op hun website en een hoofdstuk deugdelijk bestuur in het jaarverslag op te nemen. Omdat de Code Lippens het thema 'transparantie' hoog in het vaandel draagt, heeft dit onderzoek getracht na te gaan of het correct publiceren van de nodige bepalingen in het hoofdstuk deugdelijk bestuur zorgt voor een mindere mate van winstmanipulatie.

Hoewel fraude een zwaar misdrijf is, bestaan er ook mildere gevallen van winstmanipulatie. Het sturen van de resultaten via de discretionaire 'accruals' is hier een voorbeeld van. Deze praktijken kunnen hun oorzaak vinden in verschillende factoren. Zo zijn onder andere bonus- en aandelengerelateerde verloningen, een hoge afhankelijkheid van schulden, de drang naar minder belastingen en het willen voldoen aan de analistenverwachtingen redenen voor winstmanipulatie. De discretionaire 'accruals' kunnen aan de hand van verschillende modellen geschat worden. In dit onderzoek is er geopteerd voor het 'modified Jones model' met een aanpassing voor de prestaties van ondernemingen.

Uit de literatuur kan geconcludeerd worden dat bepaalde aspecten van deugdelijk bestuur wel degelijk een invloed hebben op de mate van winstmanipulatie. Deze aspecten hebben onder andere betrekking op de samenstelling en de werking van de raad van bestuur en zijn comités en op de remuneratie voor

de leden van de raad van bestuur en het uitvoerend management. Er zijn vooral aanwijzingen gevonden dat opties en aandelengerelateerde remuneratie zorgen voor een grotere mate van winstmanipulatie. Verder zouden raden van bestuur met meer onafhankelijke niet-uitvoerende leden een remmende kracht uitoefenen op winstmanipulatie. Deze vaststellingen gelden ook voor de overige niet-uitvoerende bestuurders die reeds ervaring hebben in het bedrijfsleven. Een grotere raad van bestuur en één die meer samenkomt zou volgens de meeste onderzoeken een negatieve correlatie hebben met de mate waarin de resultaten worden gemanipuleerd. Toch moet er bij een te groot aantal leden acht gegeven worden aan mogelijke communicatieproblemen. Voor de impact van de werking en de samenstelling van de comités van de raad van bestuur kan men zich staven op dezelfde conclusies. De aanwezigheid van bestuurders met financiële expertise draagt hier vooral bij tot een mindere mate van winstmanipulatie.

In het empirisch onderzoek is voor elk van de 54 onderzochte Belgische beursgenoteerde vennootschappen een score berekend voor hun transparantie in het corporate governance hoofdstuk. Dit gebeurde aan de hand van de bepalingen die volgens de Code Lippens dienen te worden opgenomen. Ook is voor elk van deze ondernemingen de mate van winstmanipulatie berekend via hun jaarrekening. Uit de bevindingen blijkt dat de meeste onderzochte vennootschappen een behoorlijke score hebben voor wat betreft hun transparantie in het hoofdstuk deugdelijk bestuur in het jaarverslag. Toch bestaat er een kleine groep die slecht scoort op dit vlak en daarom nog verbeteringen kan realiseren. Dit komt vooral doordat ze de remuneraties en de informatie omtrent de bijeenkomsten van de raad van bestuur en zijn comités niet bekendmaken. Wat betreft de remuneraties kan worden geconstateerd dat nog niet alle vennootschappen op dezelfde lijn zitten. Gemiddeld genomen voldoen ze voor slechts 56 procent aan de bepalingen van de Code Lippens met betrekking tot de bekendmaking van de remuneratie. Voor de informatie over de bijeenkomsten van de raad van bestuur en zijn comités bedraagt dit percentage 72 procent, wat toch al gevoelig hoger ligt.

In dit onderzoek wordt ook duidelijk wat moet verstaan worden onder de omvang van een corporate governance hoofdstuk. Het moet namelijk op een voldoende wijze kunnen zorgen voor de transparantie van het beleid. Een dergelijk hoofdstuk telt gemiddeld acht bladzijden. De meeste ondernemingen publiceren het in twee of drie talen. Dit aantal hangt af van het aantal talen waarin het jaarverslag wordt uitgebracht. Meestal gebeurt dit in het Engels, Nederlands en Frans.

Naast voorgaande conclusies zijn er nog een aantal zaken in dit onderzoek aan het licht gekomen. Zo kan worden vastgesteld dat de variabelen die betrekking hebben op corporate governance onderling meestal gecorreleerd zijn. Dit betekent dat vennootschappen die corporate governance op de voorgrond plaatsen in het algemeen op alle variabelen met betrekking tot deugdelijk bestuur wel hoog scoren. Ze hebben met andere woorden een goede corporate governance voor alle deelelementen (remuneratie, bijeenkomsten raad van bestuur, aantal talen, aantal bladzijden) hiervan. Er kan hierbij ook gewezen worden op de constatacie dat vooral grote bedrijven met een big 4-auditor en die genoteerd staan in de BEL 20-index een goede corporate governance hebben.

Toch rijst in dit onderzoek de bevinding dat niet elke big 4-auditor instaat voor een betere corporate governance. Er is enkel een statistisch verband ontdekt tussen de aanwezigheid van KPMG als auditor en een betere transparantie in het hoofdstuk deugdelijk bestuur en minder winstmanipulatie. Voor de aanwezigheid van Ernst & Young als auditor wordt een omgekeerde relatie gevonden, hoewel deze niet significant is op het 0,10 niveau. Verder onderzoek zal deze correlaties moeten bevestigen. Er kan hierbij worden nagegaan wat de eventuele oorzaken zijn, voor welke andere elementen van corporate governance dit geldt en of er ook een relatie bestaat met andere variabelen, zoals bijvoorbeeld de winstgevendheid van de vennootschappen.

Het hoofddoel van dit onderzoek was om na te gaan of bedrijven die een goede transparantie aan de dag leggen in het corporate governance hoofdstuk in hun jaarverslag een mindere mate van winstmanipulatie vertonen. Deze hypothese kan echter niet bevestigd worden. Hetzelfde geldt voor het aantal bladzijden van dit hoofdstuk en het aantal talen waarin het is gepubliceerd. Bovendien wordt er geen relatie gevonden tussen de deelaspecten van de transparantie en winstmanipulatie. Deze deelaspecten betreffen de remuneratie en de informatie omtrent de bijeenkomsten van de raad van bestuur en de comités. Het zou wel kunnen dat er een relatie kan gevonden worden indien de steekproef wordt opgesplitst in twee groepen: één groep met een relatief hoge mate van discretionaire 'accruals' en één groep met een relatief lage mate van discretionaire 'accruals', onafhankelijk van de score op het corporate governance hoofdstuk. Hierdoor worden de gemiddelde waarden uitgefilterd.

In dit onderzoek is er geopteerd voor een cross-sectionele aanpak omwille van de recente introductie van de IFRS-normen in 2005. Deze nieuwe normen vormen een restrictie voor dit onderzoek en kunnen ervoor gezorgd hebben dat winstmanipulatie via de discretionaire 'accruals' minder zichtbaar is geworden. Ook zou het kunnen dat ze een beperkende invloed hebben op winstmanipulatie. Daarom is het voor toekomstig onderzoek interessant om na te gaan wat de invloed is van IFRS op de kwaliteit van de financiële verslaggeving. Naarmate de jaren vorderen zal dit bovendien kunnen gebeuren aan de hand van tijdreeksen.

Als algemeen besluit van dit onderzoek kan gesteld worden dat de verklaringen die beursgenoteerde vennootschappen in hun jaarverslag geven omtrent de corporate governance die ze toepassen geen significante invloed heeft op de mate van winstmanipulatie. Een dergelijk verband kan de komende jaren misschien wel gevonden worden, indien de effecten van de Code Lippens zichtbaar worden. Het resultaat van dit onderzoek betekent niet dat deze verklaringen op zich overbodig zijn. Ze kunnen met name dienen om de aandeelhouders beter te informeren en om bij te dragen tot meer transparantie. Verder onderzoek kan zich bijvoorbeeld toespitsen op de voordelen van deze publicaties voor de diverse betrokken partijen. De beperking van de mate van winstmanipulatie zal op andere manieren dienen te gebeuren. Deze methoden situeren zich dan eerder naar de inhoud van deugdelijk bestuur bij vennootschappen.



## Lijst van geraadpleegde werken

### **Artikels**

Ahmed, A.S. en S., Duellman (2005) 'Evidence on the role of accounting conservatism in corporate governance', oktober 2005, <http://ssrn.com/abstract=887301>, 16 april 2007.

Bartov, E., Gul, F.G. en J.S.L., Tsui (2000) 'Discretionary-Accruals Models and Audit Qualifications', januari 2000, <http://ssrn.com/abstract=214996>, 15 april 2007.

Bergstresser, D. en T., Philippon (2004) 'CEO incentives and earnings management', working paper nr. 640585, Harvard Business School, december 2004, <http://ssrn.com/abstract=640585>, 2 maart 2007.

Black, B., et al. (2005) 'Outside directors, liability risk and corporate governance: a comparative analysis', Law working paper nr. 48(eng)/2005, ECGI, augustus 2005, <http://papers.ssrn.com/abstract=800584>, 3 november 2006.

Bremner, B., Thornton, E. en I.M., Kunii (1999) 'Mitsubishi: Fall of a Keiretsu', *BusinessWeek*, 15 maart 1999, [http://www.businessweek.com/1999/99\\_11/b3620009.htm](http://www.businessweek.com/1999/99_11/b3620009.htm), 14 april 2007.

*Cash/Trends* (2006) 'Finance street: Cash academy: beleggen voor beginners', nr.38, 21 september 2006, 32ste jaar: p. 42.

Chtourou, S.M., Bédard, J. en L., Courteau (2001) 'Corporate governance and earnings management', april 2001, <http://papers.ssrn.com/abstract=275053>, 11 mei 2007.

Collins, D.W., en P., Hribar (1999) 'Errors in estimating accruals: implications for empirical research', working paper, University of Iowa, 2 september 1999, <http://ssrn.com/abstract=179928>, 16 maart 2007.

Dechow, P.M., Kothari, S.P. en R.L., Watts (1998) 'The relation between earnings and cash flows', *Journal of Accounting and Economics* 25, p. 133-168.

Dechow, P.M., Sloan, R.G. en A.P., Sweeney (1995) 'Detecting earnings management', *The Accounting Review* 70, p. 193-225.

DeFond, M. en K.R., Subramanyam (1998) 'Auditor changes and discretionary accruals', *Journal of Accounting & Economics*: in Jones, K., Krishnan, G.V. en K., Melendrez (2006) 'Do models of discretionary accruals detect actual cases of fraudulent and restated earnings? An empirical evaluation', p. 8, 6 april 2006, <http://ssrn.com/abstract=895541>, 14 april 2007.

Dharan, B.G. (2003) 'Earnings management with accruals and financial engineering', Houston, Rice University, januari 2003, [http://www.ruf.rice.edu/~bala/files/EM\\_and\\_financial\\_Engineering-the\\_accountants\\_world\\_ICFAI\\_02-2003.pdf](http://www.ruf.rice.edu/~bala/files/EM_and_financial_Engineering-the_accountants_world_ICFAI_02-2003.pdf), 14 april 2007.

Dopuch, N., Seethamraju, C., Mashruwala, R. en T., Zach (2006) 'The impact of a heterogeneous accrual-generating process on empirical accrual models', december 2006, <http://www.olin.wustl.edu/faculty/zach/Web%20Page/DMSZ%20Dec%204%202006.pdf>, 17 april 2007.

Gaeremynck, A., Renders, A. en A. Haesendonck (2006) 'Leidt deugdelijk bestuur in niet-beursgenoteerde familieondernemingen tot betere prestaties?', *Accountancy & bedrijfskunde*, nr. 9, 2006, p. 19-31.

Gao, P. en R.E., Shrieves (2002) 'Earningsmanagement and executive compensation: a case of overdose of option and underdose of salary?', Knoxville, University of Tennessee, 29 juli 2002, <http://ssrn.com/abstract=302843>, 12 mei 2007.

Garza-Gómez, X., Okumura, M. en M., Kunimura (1999) 'Discretionary accrual models and the accounting process', working paper nr. 259, Nagoya City University, oktober 1999, <http://ssrn.com/abstract=209073>, 16 maart 2007.

Graziano, C., en A., Luporini (2005) 'Ownership Concentration, Monitoring and Optimal Board Structure', working paper nr. 14.05, FEEM, september 2005, <http://ssrn.com/abstract=657165>, 3 november 2006.

Gregory, H.J. (2001) 'The Globalization of Corporate Governance', *Directors Monthly*, 23 augustus 2001, p. 6-14.

Greifeld, B. (2006) 'It's time to pull up our SOX', *The Wall Street Journal*, 6 maart 2006, p. A14.

Guay, W., Kothari, S.P. en R.L., Watts (1996) 'A market-based evaluation of discretionary accrual models', *Journal of Accounting Research*, Supplement 34: 83-105, in: Hansen, G.A. (1999) 'Bias and Measurement Error in Discretionary Accrual Models', working paper, Penn State University, november 1999, p. 2, <http://ssrn.com/abstract=192748>, 16 maart 2007.

Hansen, G.A. (1999) 'Bias and Measurement Error in Discretionary Accrual Models', working paper, Penn State University, november 1999, <http://ssrn.com/abstract=192748>, 16 maart 2007.

Healy, P.M., en J.M., Wahlen (1998) 'A review of the earnings management literature and its implication for standard setting', Harvard Working Paper, p. 6, in: Xie, B., Davidson, W.N., en P.J., Dadalt (2001) 'Earnings management and corporate governance: the roles of the board and the audit committee', 5 juli 2001, p. 4, <http://ssrn.com/abstract=304195>, 1 maart 2007.

Heirman, P. (2006) 'Werknemers mogen weten hoeveel hun bazen verdienen', *Visie*, jaargang 62, nr. 4, 10 februari 2006.

Hellemans, F. (2003a) 'De algemene vergadering en de Wet Corporate Governance', in: Geens, K. (ed.), *Nieuw Vennootschapsrecht 2002: Wet Corporate Governance*, Kalmthout, Biblo, 2003, p. 195-244.

Hellemans, F. (2003b) 'De commissaris en de Wet Corporate Governance: naar een versterkte, bij wet gespecificeerde onafhankelijkheid', in: Geens, K. (ed.), *Nieuw Vennootschapsrecht 2002: Wet Corporate Governance*, Kalmthout, Biblo, 2003, p. 245-278.

Hessels, S.J.A. en E.H. Hooge (2006) 'Small Business Governance: Een verkenning naar de betekenis en de praktijk van corporate governance in het MKB', Zoetermeer, 14 februari 2006, <http://www.eim.net/pdf-ez/A200516.pdf>, 24 oktober 2006.

Hopt, K.J. (2002) 'Modern company and capital market problems: Improving European corporate governance after Enron', Law working paper nr. 05/2002, ECGI, november 2002, <http://ssrn.com/abstract=356102>, 3 november 2006.

Hopt, K.J., en P.C., Leyens (2004) 'Board Models in Europe. Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy', Law working paper nr. 18/2004, ECGI, januari 2004, <http://ssrn.com/abstract=487944>, 3 november 2006.

Jans, M. en N., Lybaert (2007) 'De «Award for the Best Financial Information»: is deze maatstaf van informatiekwaliteit te beïnvloeden door winststuring?', *Accountancy & Bedrijfskunde*, Kluwer, jaargang 2, nr. 1, januari 2007.

Jones, J.J. (1991) 'Earnings management during import relief investigations', *Journal of Accounting Research* 29, p. 193-228.

Jones, K., Krishnan, G.V. en K., Melendrez (2006) 'Do models of discretionary accruals detect actual cases of fraudulent and restated earnings? An empirical evaluation', 6 april 2006, <http://ssrn.com/abstract=895541>, 14 april 2007.

Kadan, O. en J., Yang (2005) 'Executive stock options and earnings management: A theoretical and empirical analysis', AFA 2006 Boston Meetings Paper, 10 december 2005, <http://ssrn.com/abstract=615881>, 23 april 2007.

Klein, A. (2006) 'Audit committee, board of director characteristics, and earnings management', working paper nr. 06-42, oktober 2006, <http://ssrn.com/abstract=246674>, 11 mei 2007.

Koninklijk NIVRA (2007) 'Financiële manager manipuleert cijfers', 9 februari 2007, [http://www.nivra.nl/index.asp?FD\\_Nieuws/20070209\\_manipulatie.htm](http://www.nivra.nl/index.asp?FD_Nieuws/20070209_manipulatie.htm), 12 maart 2007.

Kothari, S.P., Leone, A.J., en C., Wasley (2002) 'Performance matched discretionary accrual Measures', University of Rochester, The Bradley Policy Research Center, Working Paper No. FR 01-04, december 2002, <http://ssrn.com/abstract=264859>, 15 april 2007.

Kothari, S.P., Leone, A.J., en C., Wasley (2005) 'Performance matched discretionary accrual Measures', *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1), 23 januari 2005, p. 163-197.

Langendijk, H. (1998) 'De kwaliteit van de winst. Een essay over winstbepaling, winststuring alsmede winstbestemming', Nyenrode Business Universiteit, 27 maart 1998, <http://www.nyenrode.nl/download/lectures/langendijk.pdf>, 9 april 2007.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., en R., Vishny (1999) 'Investor Protection and Corporate Governance', working paper, juni 1999, <http://ssrn.com/abstract=183908>, 24 oktober 2006.

Larcker, D.F. en S.A., Richardson (2004) 'Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance', *Journal of Accounting Research* 42 (3): 625-656: in Jones, K., Krishnan, G.V. en K., Melendrez (2006) 'Do models of discretionary accruals detect actual cases of fraudulent and restated earnings? An empirical evaluation', p. 8, 6 april 2006, <http://ssrn.com/abstract=895541>, 14 april 2007.

McCulloch, B.W. (1998) 'Relations among components of accruals under earnings management', working paper, september 1998, <http://ssrn.com/abstract=131445>, 16 maart 2006.

Molderez, A. (2006a) 'Dubbelinterview Maurice Lippens-Paul Buysse: De corporate governance-codes doorgelicht', *Business & Society Magazine*, nr. 18, november 2006, p. 8-10.

Molderez, A. (2006b) 'Een kritische blik, Eric De Keuleneer: "Een stap vooruit,... maar niet ver genoeg"', *Business & Society Magazine*, nr. 18, november 2006, p. 11.

Nelissen Grade, J.-M. (2003) 'Het nieuwe directiecomité', in: Geens, K. (ed.), *Nieuw Venootschapsrecht 2002: Wet Corporate Governance*, Kalmthout, Biblo, 2003, p. 106-156.

Securities and Exchange Commission (1999) 'Annual Report, Washington, DC: Securities and Exchange Commission', 1999, p. 84, in: Mulford, C.W. en E.E. Comiskey (ed.) *The financial numbers game: Detecting creative accounting practices*, New York, Wiley, 2002.

Sercu, P., Vander Bauwhede, H. en M., Willekens (2002) 'Earnings Quality and the Role of Stakeholder Monitoring and Governance Mechanisms in Privately Held Firms', Research Report, no. 0235, KU Leuven: in Vander Bauwhede, H. en M. Willekens, 'Earnings management in Belgium: a review of the empirical evidence', *Tijdschrift voor Economie en Management*, Vol. XLVIII, 2, 2003: p. 199-217.

Sercu, P., Vander Bauwhede, H. en M., Willekens (2006) 'Earnings management and debt', KU Leuven, Department of accountancy, finance and insurance, oktober 2006, [http://www.econ.kuleuven.be/fetew/pdf\\_publicaties/AFI\\_0619.pdf](http://www.econ.kuleuven.be/fetew/pdf_publicaties/AFI_0619.pdf), 18 april 2007.

Smets, V. (2003) 'Zeven vragen om bedrijven te ontmaskeren', *Trends*, 3 april 2003, <http://www.trends.be/articles/index.jsp?articleID=34699&sectionID=481&siteID=4>, 9 april 2007.

Tabaksblat, M. (2006) 'Bestuur en toezicht in beweging', *Het Financieele Dagblad*, 4 juli 2006, <http://www.plasbossinade.nl/uploads/Het%20Financieele%20Dagblad.pdf>, 22 oktober 2006.

Tijdink, J.L. (1996) 'Neo-institutionele economie: Een eenduidig antwoord op bestuurskundige vragen?', *Blad Bestuurskunde*, jaargang 5, nr. 5: p. 246-254.

Vander Bauwhede, H., Gaeremynck, A. en M., Willekens (2000) 'Drijfveren voor winstmanagement voor Belgische beurs en niet-beursgenoteerde bedrijven', *Tijdschrift voor economie en management*, Vol. XLV, 3: p. 367-386.

Vander Bauwhede, H. en M. Willekens (2003) 'Earnings management in Belgium: a review of the empirical evidence', *Tijdschrift voor Economie en Management*, Vol. XLVIII, 2: p. 199-217.

Van der Elst, C. (2004) 'Corporate Governance: een wettelijke (r)evolutie: De gevolgen van de wet "corporate governance" op de organisatie van genoteerde vennootschappen', working paper nr. 2004-04, Universiteit Gent, Financial Law Institute, maart 2004, <http://www.law.rug.ac.be/fli/WP/WP2004-pdf/WP2004-4.pdf>, 9 februari 2007.

Van der Elst, C. (2006a) 'De Belgische corporate governance codes en regelgeving: twee handen op één buik?', working paper nr. 2006-04, Universiteit Gent, Financial Law Institute, maart 2006a, <http://www.law.ugent.be/fli/WP/WP2006-pdf/WP2006-04.pdf>, 27 oktober 2006.

Van der Elst, C. (2006b) 'De Code Lippens versus de Code Buysse: Van degelijk besturen over naleven of uitleggen tot afdwingen?', *Tax Audit & Accountancy*, Jaargang 1, nr. 2, april 2006b: p. 7-11.

Van der Elst, C. (2002) 'De wet deugdelijk Vennootschapsbestuur', working paper nr. 2002-13, Universiteit Gent, Financial Law Institute, oktober 2002, <http://www.law.ugent.be/fli/WP/WP2002-pdf/WP2002-13.pdf>, 9 februari 2007.

Van der Elst, C. (2003) 'The Belgian European Company: How to align Belgian company law?', working paper nr. 2003-07, Universiteit Gent, Financial Law Institute, mei 2003, <http://www.law.ugent.be/fli/WP/WP2003-pdf/WP2003-07.pdf>, 27 oktober 2006.

Van Gysegem, J. en W., Devos (2006) 'De samenstelling en werking van het remuneratiecomité na de Code Lippens', *Advocaten Claeys en Engels*, 25 september 2006, <http://cmp.roularta.be/cmdata/Attachments/site4/2006/w42/Artikelremuneratiecomite.pdf>, 25 april 2007.

Van Heumen, L. (2001) 'Keiretsu, een verdwijnend verschijnsel?', *De Duplomaat*, jaargang 2, nr. 4, mei 2001, <http://www.induplo.nl/duplomaat/article.php?read=65>, 10 april 2007.

Van Hulle, C. (2003) 'Corporate Governance: inherent klant van de schandaalpres?', *Tijdschrift voor Economie en Management*, Vol. XLVIII, nr. 2, 2003: p. 179-197.

Watts, R.L. en J.L., Zimmerman (1978) 'Toward a positive theory of the determination of accounting standards', *The Accounting Review* 53, p. 112-134, in: Ahmed, A.S. en S., Duellman (2005) *Evidence on the role of accounting conservatism in corporate governance*, oktober 2005, <http://ssrn.com/abstract=887301>, 16 april 2007.

Wauters, M. (2003) 'De bestuurder-rechtspersoon en zijn vaste vertegenwoordiger', in: Geens, K. (ed.), *Nieuw Venootschapsrecht 2002: Wet Corporate Governance*, Kalmthout, Biblo, 2003, p. 13-105.

Wyckaert, M. (2003) 'De nieuwe belangenconflictregering: op naar een Belgisch groepsrecht?', in: Geens, K. (ed.), *Nieuw Venootschapsrecht 2002: Wet Corporate Governance*, Kalmthout, Biblo, 2003, p. 157-194.

Wymeersch, E. (2006) 'Corporate governance codes and their implementation', working paper nr. 2006-10, Universiteit Gent, Financial Law Institute, september 2006, <http://ssrn.com/abstract=931100>, 5 maart 2007.

Xie, B., Davidson, W.N., en P.J., Dadalt (2001) 'Earnings management and corporate governance: the roles of the board and the audit committee', 5 juli 2001, <http://ssrn.com/abstract=304195>, 1 maart 2007.

Zhang, H. (2002) 'Detecting earnings management: Evidence from rounding-up in reported EPS', Chicago, University of Illinois, november 2002, <http://www.fbe.hku.hk/~hzhang/research/detect.pdf>, 27 april 2007.

## **Boeken**

Calderini, M., Garrone, P. en M., Sobrero (2003) *Corporate Governance, Market Structure and Innovation*, Cheltenham, Edward Elgar.



Clarke, T. (2004) *Theories of corporate governance: The philosophical foundations of corporate governance*, Londen, Routledge.

Cohen, S., en G., Boyd (2000) *Corporate Governance and globalization*, Cheltenham, Edward Elgar.

Dellaportas, S., Gibson, K. en M., Alagiah (2005) *Ethics, governance & accountability: A professional perspective*, Milton, John Wiley & Sons Australia Ltd.

Giroux, G. (2004) *Detecting Earnings Management*, Hoboken, Wiley.

Gordon, J.N., en M.J., Roe (2004) *Convergence and Persistence in Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press.

Gujarati, D.N. (2003) *Basic Econometrics*, editie 4, New York, McGraw-Hill/Irwin.

Heinrich, R.P. (2002) *Complementarities in Corporate Governance*, Berlijn, Springer.

International Thomson Business Press (1996) *The International Handbook of Corporate Governance*, Londen.

Laveren, E., Engelen, P.-J., Limère, A. en S., Vandemaele (2004) *Handboek Financieel Beheer*, Antwerpen, Intersentia.

Monks, R. en N., Minow (2001) *Corporate governance*, Malden, Blackwell.

Mulford, C.W. en E.E. Comiskey (2002) *The financial numbers game: Detecting creative accounting practices*, New York, Wiley.

Ooghe, H. en C., Van Wymeersch (2003a) *Handboek financiële analyse van de onderneming: Deel 1*, Antwerpen, Intersentia.

Ooghe, H. en C., Van Wymeersch (2003b) *Handboek financiële analyse van de onderneming: Deel 2*, Antwerpen, Intersentia.

Solomon, J., en A., Solomon (2004) *Corporate Governance and Accountability*, Chichester, John Wiley & Sons Ltd.

Van Luijk, H., en A., Schilder (1997) *Ethiek en corporate governance: Patronen van verantwoordelijkheid*, Schoonhoven, Academic Service.

### **Websites**

Commissie Corporate Governance (2006) '<http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/home/>', 24 oktober 2006.

Commissie Corporate Governance (2007) '<http://www.corporategovernancecommittee.be/nl/commissie/richtlijnen/default.aspx>', 10 april 2007.

Euronext (2007) *Euronext – IPO's – Archief*, '<http://www.euronext.com/news/ipos/archive/archivesIPOs-2051-NL.html>', 18 april 2007.

Kluge, N., en M., Stollt (2007) *Updated comparative table: Board-level representation in the EU-27*, European Trade Union Institute, 5 januari 2007, '[http://www.seeurope-network.org/homepages/seeurope/file\\_uploads/tableblrineu27\\_20070228\\_en.pdf](http://www.seeurope-network.org/homepages/seeurope/file_uploads/tableblrineu27_20070228_en.pdf)', 12 maart 2007.

Nationale Bank België (2007) '<http://www.nbb.be>', 8 mei 2007.

NYSE Euronext (2007) '<http://www.euronext.com>', 18 april 2007.

Taylor, R. (2004) *European Company - Prospects for board-level representation*, in: SEEurope (2006) *Countries: SEEurope Monitoring*,

'<http://www.seeurope-network.org/homepages/seeurope/countries/belgium.html>', 3 november 2006.

Wayman, R.J. (2002) *Earnings management: Accounting Red Flags*, 27 februari 2002, '<http://www.forbes.com/2002/02/27/0227wayman.html>', 12 maart 2007.

### **Wetteksten, Codes en Woordenboeken**

Ballon, L., Craenen, G., Cuypers, D., De Jonckheere, M., Geinger, H., Heijerick, N., Simoens, D., Stuyck, J., Torfs, N. en C., Van Aecker (2002) *Codex Economie: Verzameling van wetteksten voor economisten*, 16de uitgave, Brugge, die Keure.

Commissie Corporate Governance (2005) *Belgische Corporate Governance Code*, Brussel, Lambrecht, '[http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/final%20code/CorpGov\\_NL7.pdf](http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/final%20code/CorpGov_NL7.pdf)', 8 juli 2006.

Commissie Corporate governance voor niet-beursgenoteerde ondernemingen (2005) *Code Buysse: Corporate Governance, Aanbevelingen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen*, september 2005, '[http://www.codebuysse.be/downloads/CodeBuysse\\_NL.pdf](http://www.codebuysse.be/downloads/CodeBuysse_NL.pdf)', 8 juli 2006.

Financial Reporting Council (2006) *The Combined Code*, juni 2006, '<http://www.frc.org.uk/corporate/combinedcode.cfm>', 3 november 2006.

Fisconet (2007) *Wetboek van Vennootschappen*, 9 februari 2007, '<http://www.fisconet.fgov.be/nl/?frame.dll&root=V:/sites/FisconetNldAdo.2/&versie=04&type=wwnhis!INH&>', 9 februari 2007.

Van Dale (1997a) *Groot woordenboek Engels-Nederlands*, Antwerpen, cd-rom, 1997a.

Van Dale (1997b) *Groot Elektronisch Woordenboek Hedendaags Nederlands*, Antwerpen, cd-rom, 1997b.

Bijlage 1: Lijst van de vennootschappen in de steekproef volgens SIC-klasse

	<b>Naam</b>	<b>SIC</b>	<b>Index</b>	<b>Steekproef</b>
1	RECTICEL	13	BEL SMALL	
2	SOLVAY	13	BEL 20	
3	TESSENDERLO	13	BEL MID	
4	UMICORE	13	BEL 20	
5	CUMERIO	17	BEL MID	
6	CFE	23	BEL MID	X
7	DECEUNINCK	23	BEL MID	X
8	ACKERMANS V.HAAREN	27	BEL 20	X
9	AGFA-GEVAERT	27	BEL 20	X
10	BARCO	27	BEL MID	X
11	BEKAERT	27	BEL 20	X
12	CMB	27	BEL MID	X
13	EURONAV	27	BEL MID	X
14	EVS BROADCOAST EQUIPMENT	27	BEL MID	X
15	EXMAR	27	BEL MID	X
16	FLORIDIENNE	27	BEL SMALL	X
17	HAMON	27	BEL SMALL	X
18	METRIS	27	BEL SMALL	
19	PUNCH INTERNATIONAL	27	BEL SMALL	X
20	RESILUX	27	BEL SMALL	X
21	VPK PACKAGING	27	BEL SMALL	X
22	DUVEL MOORTGAT	35	BEL SMALL	X
23	INBEV (EX.INTERBREW)	35	BEL 20	X
24	LOTUS BAKERIES	35	BEL SMALL	X
25	MIKO	35	BEL SMALL	X
26	MOUSTIER-S-SAMBRE	35	BEL MID	
27	SAPEC	35	BEL SMALL	X
28	SIPEF	35	BEL SMALL	X
29	SPADEL	35	BEL SMALL	X
30	TER BEKE	35	BEL SMALL	X
31	SIOEN	37	BEL SMALL	X
32	SPECTOR	37	BEL SMALL	X
33	VAN DE VELDE	37	BEL MID	X
34	DEVGEN	45	BEL MID	X
35	GALAPAGOS	45	BEL SMALL	X
36	IBA	45	BEL MID	X
37	IBT B	45	BEL SMALL	X
38	INNOGENETICS	45	BEL MID	X
39	OMEGA PHARMA	45	BEL 20	X
40	ONCOMETHYLOME SCIENCES	45	BEL SMALL	X
41	THROMBOGENICS	45	BEL SMALL	
42	TUBIZE-FIN	45	BEL MID	
43	UCB	45	BEL 20	X
44	BRANTANO	53	BEL SMALL	X
45	COLRUYT	53	BEL 20	X
46	DELHAIZE GROUP	53	BEL 20	X

47	D'IETEREN	53	BEL MID	X
48	MITISKA	53	BEL SMALL	X
49	ROULARTA	55	BEL MID	X
50	RTL GROUP	55	BEL MID	X
51	TELENET GROUP	55	BEL MID	X
52	KINEPOLIS GROUP	57	BEL MID	X
53	BELGACOM	65	BEL 20	
54	MOBISTAR	65	BEL 20	
55	DISTRIGAZ	75	BEL MID	
56	ELIA	75	BEL MID	
57	FLUXYS	75	BEL SMALL	
58	SUEZ	75	BEL 20	
59	ALMANCORA	83	BEL MID	
60	DEXIA	83	BEL 20	
61	FORTIS	83	BEL 20	
62	KBC	83	BEL 20	
63	NATIONALE BANK BELGIË	83	BEL MID	
64	AEDIFICA	87	BEL SMALL	
65	ATENOR GROUP	87	BEL SMALL	
66	AUXIMINES	87	BEL SMALL	
67	BEFIMMO	87	BEL MID	
68	BREDERODE	87	BEL MID	
69	CIE BOIS SAUVAGE	87	BEL MID	
70	COFINIMMO	87	BEL 20	
71	GBL	87	BEL 20	
72	GIMV	87	BEL MID	
73	HOME INVEST BELG	87	BEL SMALL	
74	IMMOBEL	87	BEL SMALL	
75	INTERVEST OFFICES	87	BEL MID	
76	INTERVEST RETAIL	87	BEL SMALL	
77	LEASINVEST	87	BEL SMALL	
78	MONTEA C.V.A.	87	BEL SMALL	
79	NATIONALE PORTEFEUILLE	87	BEL 20	
80	NORD SUMATRA	87	BEL SMALL	
81	QUEST FOR GROWTH	87	BEL SMALL	
82	RETAIL ESTATES	87	BEL SMALL	
83	RHJ INTERNATIONAL	87	BEL MID	
84	SOFINA	87	BEL MID	
85	WAREHOUSES	87	BEL SMALL	
86	WDP	87	BEL MID	
87	WERELDHAVE BELGIUM	87	BEL SMALL	
88	ARINSO INT.	95	BEL SMALL	X
89	ARTWORK	95	BEL SMALL	X
90	DOLMEN COMP.	95	BEL SMALL	X
91	ECONOCOM GROUP	95	BEL SMALL	X
92	GLOBAL GRAPHICS	95	BEL SMALL	X
93	I.R.I.S GROUP	95	BEL SMALL	X
94	ICOS VISION	95	BEL MID	X
95	MELEXIS	95	BEL MID	X

96	OPTION	95	BEL MID	X
97	PUNCH TELEMATIX	95	BEL SMALL	
98	REAL SOFTWARE	95	BEL SMALL	X
99	SYSTEMAT	95	BEL SMALL	X
100	ZETES INDUSTRIES	95	BEL SMALL	X

---