

# De impact van busy directors en meerderheidsaandeelhouderschap op de werking van de raad van bestuur

**Lore Nijs en Virginie Van Breedam**

Masterproef aangeboden tot  
het behalen van de graad

MASTER IN DE TOEGEPASTE ECONOMISCHE WETENSCHAPPEN:  
HANDELSINGENIEUR  
**Major Accountancy en financiering**

Promotor: Prof. Dr. Gaeremynck  
Werkleider: Mathijs Van Peteghem

Academiejaar 2012-2013



## DANKWOORD

Met dit dankwoord wil ik me richten tot allen die geholpen hebben bij het tot stand brengen van deze meesterproef.

In de eerste plaats richt ik een dankwoord aan mijn werkleider Mathijs Van Peteghem die me met raad en daad bijstond doorheen het gehele proces. Zijn raadgevingen, zeer snelle feedback en altijd openstaande deur zijn een grote hulp geweest. Professor Gaeremynck wil ik eveneens bedanken voor haar waardevolle inzichten tijdens het schrijven van deze meesterproef.

Vervolgens bedank ik mama voor het dag en nacht klaarstaan. De hoeveelheid steun van haar valt moeilijk in woorden uit te drukken. Ook zou ik papa, die me iedere week naar Leuven bracht, willen bedanken. Dit bespaarde me heel wat energie en vervelende treinuren. Mijn oudste zus, Veerle, verdient eveneens een vermelding in dit dankwoord. Veerle gaf van jongs af aan het goede voorbeeld, waardoor ik de nodige discipline aan de dag leerde leggen en de losbol in mij kon bedwingen. Mijn jongste zusje, Hannah, bedank ik enerzijds voor het jarenlang verdragen van mijn eeuwigdurende gezeur en de daarmee gepaarde aandacht die ik opeiste en anderzijds voor de wijze woorden tijdens het samen studeren aan de keukentafel. Vanzelfsprekend verdient Philippe ook een woordje van dank. De inspiratie die hij mij bood, het onvoorwaardelijke geloof in mijn kunnen en onze toekomst samen waren van onschatbare waarde.

Tot slot wil ik Virginie bedanken voor het aangename en efficiënte groepswerk en haar bijzonder waardevolle inbreng in deze meesterproef.

# DE IMPACT VAN BUSY DIRECTORS EN MEERDERHEIDSAANDEELHOUDERSCHAP OP DE WERKING VAN DE RAAD VAN BESTUUR

## ABSTRACT

Deze meesterproef onderzoekt de impact van drukbezette bestuurders op de corporate governance van ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders op basis van 60 Belgische, beursgenoteerde ondernemingen over een periode van drie jaar (2009-2011). Vertrekkende van de *agency theory* veronderstellen we dat meerderheidsaandeelhouders geneigd zijn om drukbezette bestuurders te benoemen, hetzij omwille van hun verhoogde kennis en ervaring, hetzij omwille van hun tijdsgebrek. De resultaten wijzen uit dat – indien een bestuurder beschouwd wordt als drukbezet vanaf drie bestuursmandaten – drukbezette bestuurders een positieve impact hebben op de resultaten van een onderneming. De eenduidig positieve effecten gevonden bij een drempel gelijk aan drie mandaten, verwateren echter wanneer bestuurders gepercipieerd worden als drukbezet indien ze meer dan vijf bestuursmandaten aanhouden. Bij een beperkt aantal mandaten wordt bijgevolg de *reputation hypothesis* ondersteund, maar dit positieve effect neemt af naarmate een bestuurder meer bestuursmandaten bekleedt. Hieruit kunnen we dientengevolge besluiten dat bepaling 4.5 van de CG Code 2009 – waarin bestuurders aangeraden wordt om niet meer dan vijf mandaten in beursgenoteerde ondernemingen te bekleden – voor ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders eventueel verstrengd dient te worden. Bij het aanhouden van meer dan vijf mandaten blijken de positieve effecten immers te verwateren, waardoor een rationele wetgever steeds zou moeten opteren voor het opleggen van een drempel gelijk aan of kleiner dan vijf bestuursmandaten. Daar we niet exact weten vanaf hoeveel mandaten de positieve effecten reeds beginnen te verwateren, lijkt een drempel van drie of vier mandaten het meest geschikt om consistent een positieve invloed te bewerkstelligen. Gegeven onze bevindingen dat voornamelijk bestuurders met drie tot en met vijf mandaten significant meer voorkomen in bedrijven met meerderheidsaandeelhouders, interpreteren we op basis van de resultaten dat het aanstellen van *busy directors* overwegend gebaseerd zal zijn op basis van hun ervaring en expertise.

Vervolgens onderzoekt deze meesterproef of meerderheidsaandeelhouders een invloed hebben op de vorming van subgroepen binnenin de raad van bestuur en of deze subgroepen een negatieve impact hebben op de bedrijfsprestaties. De veronderstelde negatieve impact van subgroepen op de ROA wordt bevestigd, maar wordt niet beïnvloed door een mogelijk grotere connectie van één van de subgroepen met de meerderheidsaandeelhouders. Dit betekent dat bij de nominatie van bestuurders voldoende aandacht besteed moet worden aan de structuur van de raad van bestuur teneinde de vorming van subgroepen te vermijden. Drukbezette bestuurders blijken daarentegen een positief modererende factor te zijn voor het negatieve effect van subgroepen op de resultaten van de onderneming. Dit resultaat kan enerzijds te wijten zijn aan het tijdsgebrek van drukbezette bestuurders, waardoor de neiging tot het klasseren in subgroepen wordt tegengegaan en anderzijds door hun voorkeur voor efficiëntie en de mogelijkheid om dankzij hun reputatie een brug te vormen tussen de subgroepen.

## I. Inleiding

Corporate governance (CG) is een onderwerp dat de afgelopen decennia sterk aan belang heeft gewonnen. De aanleiding hiervoor kan deels teruggevonden worden bij tal van boekhoudschandalen. Het Amerikaans energiebedrijf Enron is hier een voorbeeld van. Niet alleen werden de winstcijfers aanzienlijk gunstiger voorgesteld, ook bleek bij faillissement dat er verschillende dochterondernemingen waren opgericht om belastingen te ontduiken. Deze schandalen vormden de aanzet tot nieuwe regelgeving en een verbetering van de effectiviteit van de raad van bestuur. In de Verenigde Staten legde de nieuwe regelgeving zich voornamelijk toe op de auditor, terwijl binnen Europa gefocust werd op corporate governance en de raad van bestuur. Het streven naar een verbetering van de effectiviteit van de raad van bestuur uitte zich door steeds dieper in te gaan op de ideale samenstelling van de raad, de onafhankelijkheid van de bestuurders en de scheiding van verschillende functies (Harris en Shimizu 2004). In deze context is het dan ook nuttig om de impact van busy directors en de diversiteit in de raad van bestuur op corporate governance te bestuderen. In deze meesterproef doen we dit in het bijzonder voor Belgische, beursgenoteerde ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders.

De relevantie van de onderzoeksvraag omtrent drukbezette bestuurders is onmiskenbaar. Eerst en vooral werden recentelijk verschillende richtlijnen betreffende het maximum aantal bestuursmandaten ingevoerd ten gevolge van de verhoogde aandacht voor deugdelijk bestuur. Zo staat in de Belgische CG Code 2009 (bepaling 4.5) vermeld dat bestuurders ten hoogste vijf mandaten in beursgenoteerde ondernemingen mogen bekleden. Eveneens geeft de *National Association of Corporate Directors* (NACD 1996) het advies dat kaderpersoneel en CEO's niet meer dan drie mandaten in andere raden van bestuur zouden mogen aanhouden. De *Council for Institutional Investors* zet deze drempel zelfs nog lager: zij raden aan dat voltijds tewerkgestelde personen beter niet meer dan twee andere bestuursmandaten zouden uitoefenen. Dit impliceert dat

deze organen van oordeel zijn dat zetelen in teveel raden van bestuur een negatieve impact heeft op de controlerende en adviserende rol van bestuurders. Empirische ondersteuning van deze bevindingen is vooralsnog onduidelijk. Daarnaast biedt de reeds bestaande literatuur geen eenduidig antwoord op gelijkaardige onderzoeksvragen bij ondernemingen met een wijdverspreid aandeelhouderschap. Er kunnen immers twee visies betreffende busy directors onderscheiden worden. Enerzijds is er sprake van de *reputation hypothesis* (Jiraporn et al. 2009; Ahn et al. 2010) en anderzijds van de *busyness hypothesis* (Ferris et al. 2003). De *reputation hypothesis* stelt dat het aanhouden van meerdere mandaten een positieve invloed heeft, aangezien dit leidt tot meer kennis en ervaring. De *busyness hypothesis* neemt daarentegen aan dat bestuurders, die in meerdere raden zetelen, niet genoeg tijd hebben om hun job naar behoren uit te oefenen. Met het oog op de recente financiële moeilijkheden in de maatschappij is het dan ook nuttig om te onderzoeken of busy directors al dan niet leiden tot slechtere bedrijfsresultaten in ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders en of meerderheidsaandeelhouders meer geneigd zijn tot het benoemen van drukbezette bestuurders.

Daarnaast wordt in deze meesterproef onderzocht of meerderheidsaandeelhouderschap een invloed heeft op de structuur van de raad van bestuur. De raad van bestuur is immers een belangrijk orgaan tussen de aandeelhouders en het management en daar meerderheidsaandeelhouders hun waarde uit de onderneming trachten te maximaliseren (Aggarwal et al. 2007; Gaeremynck et al. 2010), al dan niet ten koste van de minderheidsaandeelhouders, zullen ze veel belang hechten aan de samenstelling van de raad. Zo zullen ze proberen bestuurders aan te stellen die hen gunstig gezind zijn – zoals bijvoorbeeld vrienden en familieleden (Faccio et al. 2001) – of bestuurders die gemakkelijk omzeild kunnen worden om op deze manier hun belangen na te streven. Dit kan vervolgens aanleiding geven tot de vorming van subgroepen tussen enerzijds de bestuurders die door de meerderheidsaandeelhouders aangesteld werden en anderzijds zij die onafhankelijk van de meerderheidsaandeelhouders werden benoemd.

Het is nuttig om inzichten betreffende het gedrag en de karakteristieken van bestuurders te betrekken in het onderzoek naar corporate governance en de effectiviteit van de raad van bestuur. In het verleden werd immers veel aandacht gevestigd op de *agency theory* en voornamelijk op het belang van de onafhankelijkheid van bestuurders. Het vermogen van de raad van bestuur om **als groep** zijn controlerende en adviserende rol uit te voeren, kan echter eveneens een grote impact hebben op de bedrijfsprestaties en het is dus minstens even belangrijk om de impact van subgroepen te betrekken in het onderzoek naar drukbezette bestuurders en de effectiviteit van de raad van bestuur. Subgroepen zorgen immers voor een slechtere communicatie en minder cohesie binnen de raad van bestuur, wat de controlerende en adviserende rol van de raad van bestuur in het gedrag brengt en bijgevolg een negatieve impact kan hebben op de financiële prestaties van een bedrijf (Kaczmarek et al. 2012; Lau en Murnighan 1998 en 2005). In deze meesterproef wordt bijgevolg empirisch onderzocht of subgroepen daadwerkelijk een negatieve impact hebben op de resultaten van de onderneming, alsook of deze negatieve impact versterkt wordt indien de bestuurders die een grotere connectie hebben met de meerderheidsaandeelhouders meer geconcentreerd in één subgroep voorkomen. Tot slot wordt opnieuw de link gelegd met drukbezette bestuurders en wordt er nagegaan of zij de negatieve impact van subgroepen op de financiële performantie versterken.

Om dit alles te onderzoeken wordt een dataset bestaande uit 180 *firm-year* observaties gebruikt van zestig Belgische, beursgenoteerde ondernemingen over een periode van drie opeenvolgende jaren, waarvan veertig ondernemingen gekenmerkt worden door meerderheidsaandeelhouderschap (minstens vijftientig procent van de aandelen). De gegevens werden verzameld over de periode 2009-2011. Zowel univariate statistieken als “*fixed effects*” regressies worden aangewend als onderzoeksmethoden.

Volgend op de aanbeveling van de CG Code 2009, wordt een bestuurder als drukbezet geclassificeerd indien hij meer dan vijf mandaten bezit. Daarna wordt voor iedere onderneming het percentage drukbezette bestuurders bepaald en wordt een raad als drukbezet beschouwd wanneer

minstens vijftig procent van de bestuurders drukbezet is. Indien een drempelwaarde van vijf mandaten geen significante resultaten oplevert, worden de hypothesen eveneens onderzocht door – analoog aan de reeds bestaande literatuur – een drempelwaarde van drie mandaten te hanteren bij het definiëren van drukbezette bestuurders. Een bestuurder wordt dan als drukbezet beschouwd indien hij drie of meer bestuursmandaten bekleedt. Voor het bepalen van subgroepen in een raad van bestuur worden zowel demografische als taakgerelateerde variabelen in rekening gebracht. Aan de hand van deze diversiteitskarakteristieken, worden de maatstaven *faultline distance*, *faultline strength* en *faultline index* berekend, volgens een nieuw – nog niet publiek beschikbaar – algoritme (Van Peteghem en Gaeremynck 2013), dat gebaseerd is op de reeds bestaande literatuur (Thatcher et al. 2003), maar verder verbeterd werd. Dit algoritme geeft een aanwijzing over het ontstaan van mogelijke subgroepen binnenin de raad van bestuur.

De impact van drukbezette bestuurders en subgroepen op de resultaten van een onderneming wordt onderzocht door hun invloed na te gaan op de *return-on-assets* (ROA) van de onderneming. Deze maatstaf werd verkozen boven de *market-to-book* (MTB) ratio (Fich en Shivdasani 2006), omdat de ROA niet onderhevig is aan marktsentimenten, zich niet richt op groeivoorzichten en een meer getrouwe benadering weergeeft van de ondernemingsperformantie.

De resultaten wijzen uit dat – wanneer een bestuurder gedefinieerd wordt als drukbezet vanaf drie bestuursmandaten – drukbezette bestuurders significant meer voorkomen in ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders. Bovendien hebben drukbezette bestuurders bij deze drempel een eenduidig positieve impact op de bedrijfsperformantie van ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders. Wanneer een drukbezette bestuurder echter gedefinieerd wordt als een bestuurder die meer dan vijf mandaten bekleedt, is er geen significant verschil tussen het voorkomen van drukbezette bestuurders in ondernemingen met en zonder meerderheidsaandeelhouders. Bij deze drempel verwateren bovendien de positieve effecten van drukbezette bestuurders die gevonden werden bij een drempelwaarde gelijk aan drie. De gevonden

resultaten zijn immers gevoelig aan de specificaties van het model. Uit deze resultaten kan geconcludeerd worden dat bepaling 4.5 van de CG Code 2009 eventueel verstrengd dient te worden voor Belgische ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders. Bij het aanhouden van meer dan vijf mandaten blijken de positieve effecten immers te verwateren, waardoor een rationele wetgever er steeds voor zou moeten opteren om een drempel gelijk aan of kleiner dan vijf bestuursmandaten op te leggen. Daar we echter niet exact weten vanaf hoeveel mandaten de positieve effecten reeds beginnen te verwateren, lijkt een drempel gelijk aan drie of vier mandaten meer geschikt om consistent een positieve invloed te bewerkstelligen.

Gegeven onze bevindingen dat voornamelijk bestuurders met drie tot en met vijf mandaten significant meer voorkomen in ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders, interpreteren we bovendien op basis van de resultaten dat meerderheidsaandeelhouders *busy directors* aanstellen op basis van hun ervaring en expertise en niet omwille van hun tijdsgebrek om zodoende de raad van bestuur gemakkelijker te kunnen omzeilen indien deze hun belangen niet vrijwaart.

Subgroepen binnenin de raad van bestuur in ondernemingen gekenmerkt door meerderheidsaandeelhouderschap hebben een negatieve invloed op de bedrijfsperformantie, maar een mogelijk grotere verdeling van de raad van bestuur wegens een grotere connectie van de bestuurders in één van de subgroepen met de meerderheidsaandeelhouder heeft geen invloed op de negatieve relatie tussen subgroepen en de resultaten van de onderneming. In deze context van subgroepering vertonen de resultaten daarentegen een positief effect van drukbezette bestuurders, daar zij een positief modererende factor zijn ingeval van aanwezigheid van subgroepen binnenin de raad van bestuur. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat drukbezette bestuurders minder tijd hebben om zich verbonden te voelen met één van de subgroepen, omdat ze bijvoorbeeld minder vaak op vergaderingen aanwezig zijn, of dat ze, dankzij hun verhoogde reputatie, een brug kunnen vormen tussen subgroepen binnenin de raad van bestuur. Een overlap tussen subgroepen bevordert



per slot van rekening de communicatie tussen subgroepen en vermindert bijgevolg de negatieve invloed op de bedrijfsprestaties.

Tot slot kan opgemerkt worden dat deze meesterproef op verschillende vlakken bijdraagt tot de voorgaande literatuur. Zo worden twee verschillende drempels gehanteerd bij de definiëring van drukbezette bestuurders – één praktisch georiënteerde en één op basis van de voorgaande literatuur. Een bestuurder wordt immers gedefinieerd als drukbezet overeenkomstig een drempelwaarde gelijk aan drie of vijf bestuursmandaten en dit om de verschillen in regelgeving te incorporeren (de Belgische CG Code 2009 en de aanbevelingen van de *National Association of Corporate Directors* en de *Council for Institutional Investors*), alsmede verschillen in visie tussen de praktijk en de academische zienswijze.

Verder draagt deze meesterproef bij aan het onderzoek betreffende drukbezette bestuurders. De eerder gevonden resultaten van Ahn et al. (2010) worden immers bevestigd, daar de resultaten aantonen dat drukbezette bestuurders niet steeds een negatieve impact hebben op de performantie van ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders. Indien bestuurders immers een beperkt aantal bestuursmandaten aanhouden, en dus slechts ‘een beetje’ drukbezet zijn, zullen ze over een verhoogde kennis en meer ervaring beschikken, waardoor de negatieve effecten – zoals tijdsgebrek wegens het aanhouden van teveel mandaten – gecompenseerd worden.

Eveneens vernieuwend in ons onderzoek is dat de impact van drukbezette bestuurders niet louter als een individuele karakteristiek benaderd wordt. Het onderzoek omtrent de impact van busy directors wordt uitgebreid door drukbezette bestuurders te bestuderen in combinatie met het gedrag en de prestaties van bestuurders in groepsverband en met de efficiëntie van de raad van bestuur als één adviserend en controlerend orgaan. In de context van subgroepvorming binnenin de raad van bestuur zullen drukbezette bestuurders een positief modererende factor zijn. Ook hier ondervinden we bijgevolg dat drukbezette bestuurders niet steeds een negatieve impact hebben op de bedrijfsprestaties. We merken bovendien dat een groter deel van de variabiliteit verklaard zal

worden, wanneer we de interactietermen tussen de faultline maatstaven en de dummyvariabele voor een drukbezette raad toevoegen aan het model dat de impact van een drukbezette raad op de ROA weerspiegelt. Het is dus interessant om de vorming van subgroepen te betrekken in ons onderzoek naar de impact van drukbezette bestuurders op de bedrijfsprestaties. Bovendien komen we hiermee tegemoet aan de vraag naar nieuwe perspectieven binnen het onderzoek over corporate governance naast de traditionele *agency theory*, waarbij de onafhankelijkheid van bestuurders een belangrijk concept is. Hierop wordt dieper ingegaan in de literatuurstudie van deze meesterproef.

Deze inzichten betreffende subgroeperingen en drukbezette bestuurders kunnen bovendien nuttig in rekening gebracht worden wanneer het nominatiecomité nieuwe bestuurders dient aan te stellen (Kaczmarek et al. 2012). Zo kan het verhogen van de diversiteit, door bijvoorbeeld tegemoet te komen aan de recentelijk opgelegde genderquota, een nefast effect hebben indien de diversiteit in de raad van bestuur hiermee verhoogd wordt tot een middelmatig niveau. Hierdoor vergroot immers de kans op de vorming van homogene subgroepen, wat een negatieve impact kan hebben op de resultaten van een onderneming. Daarnaast kan ervoor geopteerd worden om drukbezette bestuurders aan te stellen, indien dit omwille van de eerder aangehaalde redenen de negatieve impact van subgroepen vermindert.

Tevens focust deze meesterproef op ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders die minstens vijftwintig procent van de aandelen bezitten. Dit soort ondernemingen vormde – naar ons inziens – nog niet eerder het onderwerp van soortgelijke onderzoeksvragen en is daarom nog een aspect dat nader onderzocht kan worden. We bekijken de impact van drukbezette bestuurders in deze meesterproef dan ook specifiek vanuit het standpunt van meerderheidsaandeelhouders. Bovendien worden de meeste ondernemingen in Westerse economieën, gelegen buiten de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, gekenmerkt door een vorm van grote deelnemingen (Shleifer en Vishny 1997). Dit geldt ook voor bedrijven gevestigd in België. Een inzicht in deze materie betreffende meerderheidsaandeelhouders is dus noodzakelijk.

Een ander bijkomend vernieuwend aspect zijn de diverse verbeteringen aangebracht in de toegepaste methodologie in ons onderzoek naar de impact van subgroepen binnenin de raad van bestuur. Zo wordt een nieuw algoritme – verbeterd en ontwikkeld door Van Peteghem en Gaeremynck (2013) – toegepast voor het bepalen van subgroepen binnenin de raad van bestuur. Ook wordt de impact van subgroepen geanalyseerd door verschillende faultline maatstaven toe te passen en deze zowel afzonderlijk als simultaan op te nemen in de modellen die de impact van subgroepen op de bedrijfsperformantie nagaan. Daarenboven worden deze faultline maatstaven berekend op basis van een meer uitgebreide set van karakteristieken in vergelijking met eerder uitgevoerd onderzoek betreffende subgroepen binnenin de raad van bestuur (Kaczmarek et al. 2012) en dit door zowel taakgerelateerde attributen als demografische variabelen op te nemen. Kaczmarek et al. (2012) betreft in zijn onderzoek immers enkel taakgerelateerde variabelen. Hoewel deze variabelen belangrijk zijn omdat ze gemakkelijk gepercipieerd worden en faultlines op basis van deze karakteristieken bijgevolg gemakkelijk geactiveerd worden, zijn wij van oordeel dat demografische variabelen, zoals geslacht en leeftijd, eveneens een belangrijke rol spelen bij de vorming van subgroepen binnenin de raad van bestuur en dus beide karakteristiekgroepen simultaan opgenomen dienen te worden. Door meer variabelen op te nemen die de vorming van subgroepen beïnvloeden, zullen we een betere weerspiegeling van de realiteit verkrijgen. Daarnaast worden faultlines in deze meesterproef voor het eerst geïnterageerd met een andere vorm van subgroepering, namelijk tussen bestuurders die al dan niet een connectie hebben met de meerderheidsaandeelhouders en dus al dan niet afhankelijk zijn.

In de volgende sectie worden de belangrijkste bevindingen uit de reeds bestaande literatuur met gelijkaardige onderwerpen als deze meesterproef weergegeven. Hieruit zullen de hypothesen voor deze onderzoekspaper ontwikkeld worden. Sectie III beschrijft meer in detail de gebruikte methode voor het onderzoeken van de hypothesen en geeft een nauwkeurige beschrijving van de gebruikte variabelen. Vervolgens worden in sectie IV de resultaten van ons onderzoek weergegeven en

worden deze uiteindelijk besproken in sectie V. Deze laatste sectie bevat eveneens de beperkingen van het model, de implicaties van het onderzoek en de mogelijkheden voor toekomstig onderzoek.

## II. Literatuur en hypothesen

Deze meesterproef tracht een antwoord te formuleren op de impact van busy directors en subgroepen op corporate governance in ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders. We zullen de effectiviteit van de raad van bestuur in corporate governance benaderen vanuit twee theorieën: de *agency theory* en de *faultline theory*.

In een eerste sectie zal de aandacht toegespitst worden op *agency costs* en meerderheidsaandeelhouders, waarna het concept *faultlines* geïntroduceerd wordt. Vervolgens wordt de term busy directors toegelicht vanuit de bestaande literatuur en in de laatste sectie zal overgegaan worden tot de ontwikkeling van de specifieke hypothesen voor deze onderzoekspaper.

### **Agency costs en meerderheidsaandeelhouderschap**

De *agency theory* vindt zijn oorsprong in de delegatie van beslissingsbevoegdheden van de aandeelhouders (*principals*) naar het management (*agents*) (Jensen en Meckling 1976; Fama en Jensen 1983a,b). Deze overdracht van bevoegdheden stelt het management in staat het dagdagelijks bestuur van de onderneming voor haar rekening te nemen, zonder steeds te moeten terugvallen op de aandeelhouders. Jensen en Meckling (1976) merken hierbij op dat, indien beide partijen hun eigen nut maximaliseren, de *agent* niet steeds in het beste belang van de *principal* zal handelen en controle nodig is om de belangen te aligneren. Bij een wijdverspreid aandeelhouderschap is het evenwel niet vanzelfsprekend om voldoende controle uit te oefenen op het management omwille van het *free rider* probleem. Een aandeelhouder zal immers geen toezicht willen houden op het management indien andere aandeelhouders eveneens genieten van de voordelen van deze controle, doch de kosten die ermee gepaard gaan niet dragen. Iedere aandeelhouder hoopt bijgevolg dat een andere aandeelhouder zal waken over de activiteiten van het management en dat hij mee zal kunnen genieten van de gecreëerde voordelen (Shleifer en Vishny 1986). Bovendien is er sprake van coördinatieproblemen tussen de vele wijdverspreide aandeelhouders, wat collectieve acties

bemoeilijkt. Er bestaan echter mechanismen, zoals de raad van bestuur als controlerend orgaan en performantiegerelateerde compensatie van leidinggevenden (Ahlstrom et al. 2008; Dalton et al. 1998), die de belangen van aandeelhouders en managers op één lijn plaatsen. Meerderheidsaandeelhouders kunnen ook een oplossing bieden voor het *agency*-probleem (Demsetz en Lehn 1985). Vooraleer deze mogelijke oplossing van het *agency*-probleem toe te lichten, zullen we eerst het begrip meerderheidsaandeelhouders bespreken.

In de literatuur zijn er meerdere definities van het begrip meerderheidsaandeelhouder gangbaar. Zo definiëren Holderness en Sheenan (1988) een meerderheidsaandeelhouder als een particulier of een entiteit die meer dan 50,1 procent, maar minder dan vijftien procent, van de gewone uitstaande aandelen in zijn bezit heeft. Shleifer en Vishny (1997) spreken van een meerderheidsaandeelhouder ingeval van éénenvijftig procent of meer aandelenbezit. Vaak wordt in studies ook gebruik gemaakt van het concept *blockholder*. Een *blockholder* wordt door het SEC gedefiniëerd als een investeerder die meer dan vijf procent van de aandelen bezit. In deze meesterproef is er sprake van meerderheidsaandeelhouderschap indien een aandeelhouder minstens vijftien procent van de aandelen bezit. Er werd gekozen om deze drempel van vijftien procent te hanteren, aangezien beursgenoteerde ondernemingen vaak gekenmerkt worden door een wijdverspreid aandeelhouderschap. Hierdoor zal een aandeelhouder die vijftien procent van de stemrechten bezit, reeds een aanzienlijke invloed hebben op de beslissingen van de algemene vergadering, zonder dat hij hiervoor daadwerkelijk meer dan de helft van de stemrechten moet bezitten.

Holderness (2003) merkte op dat diversificatie de basis vormt van de huidige toegepaste modellen in de financiële wereld. Meerderheidsaandeelhouders kunnen evenwel niet of moeilijker diversifiëren aangezien hun middelen beperkt zijn. De voordelen die gepaard gaan met diversificatie worden verspeeld door een meerderheid te nemen in een onderneming en zullen bijgevolg gecompenseerd moeten worden. Meerderheidsaandeelhouderschap wordt volgens

Holderness (2003) dientengevolge gemotiveerd door de zogenaamde *shared* en *private benefits of control*. *Shared benefits of control* zijn voordelen die eveneens ten goede komen aan de minderheidsaandeelhouders van de onderneming en dit in tegenstelling tot de *private benefits*. Deze laatste worden weliswaar niet gedeeld met de minderheidsaandeelhouders, maar reduceren desondanks niet noodzakelijk de waarde van hun aandelen. Een voorbeeld hiervan zijn mogelijke synergiën in productie die kunnen ontstaan indien de meerderheidsaandeelhouder een gerelateerde vennootschap is. De *shared benefits of control* zijn baten die voortspuiten uit een beter management of een beter toezicht op datzelfde management. Dit nauwlettend in de gaten houden en inspraak willen hebben, vloeit voort uit het hogere risico waaraan de meerderheidsaandeelhouder blootgesteld wordt omwille van de onmogelijkheid om te diversifiëren.

Zoals reeds eerder aangehaald kunnen meerderheidsaandeelhouders een oplossing vormen voor het *agency*-probleem (Demsetz en Lehn 1985). Zij zijn immers in staat om de nodige informatie te verzamelen en (al dan niet rechtstreeks) een controlefunctie uit te oefenen op het management. Anders gezegd, de meerderheidsaandeelhouder heeft voldoende stemrechten om het management nauwgezet te controleren, zodanig dat de beleidsvrijheid van het management beperkt blijft (Shleifer en Vishney 1997). Desalniettemin bestaat het risico dat de belangen van de meerderheidsaandeelhouders niet aansluiten bij die van de minderheidsaandeelhouders, wat op zijn beurt – indien de minderheidsaandeelhouder niet voldoende beschermd wordt – aanleiding geeft tot het *principal-principal conflict* (Ahlstrom et al. 2008). De meerderheidsaandeelhouder kan per slot van rekening, terwijl hij zijn eigen welvaart probeert te maximaliseren, rijkdom herverdelen. Dit kan zowel op een gunstige als op een ongunstige manier gebeuren ten opzichte van de overige investeerders (Shleifer en Vishny 1997). Aandeelhouders hebben normaal enkel aanspraak op een proportioneel aandeel van de winsten en hebben de mogelijkheid om te stemmen bij wijzigingen in de statuten, om rechtszaken aan te spannen, bestuurders aan te stellen en om hun aandelen te verkopen (Holderness en Sheenan 1988). Desalniettemin kan een meerderheidsaandeelhouder,

aangezien hij over de meerderheid van de stemrechten beschikt, controle uitoefenen over het management en deze sturen teneinde beslissingen te nemen in zijn eigen voordeel. Zo kan een meerderheidsaandeelhouder een familielid of vriend een hoge positie in het bedrijf laten bekleden, zonder dat deze persoon over de nodige capaciteiten beschikt (Faccio et al. 2001). Bovendien verkeert hij in de mogelijkheid om bestuurders en managers, wiens beslissingen en ideeën zijn belangen niet vertegenwoordigen, af te danken (Connelly et al. 2010). Indien hij zelf de functie van bestuurder of uitvoerend manager bekleedt, kan een meerderheidsaandeelhouder rijkdom herverdelen op een ongunstige manier ten opzichte van de overige investeerders door zichzelf een overdreven hoog salaris uit te betalen, projecten met een negatieve netto actuele waarde te starten of ongunstige deals af te sluiten met ondernemingen die eveneens door hem gecontroleerd worden (Fama en Jensen 1983). Een belangrijke taak weggelegd voor de raad van bestuur is dan ook het vrijwaren van de belangen van kleine aandeelhouders en andere belanghebbenden. Holderness en Sheenan (1988) vinden echter geen bewijs dat meerderheidsaandeelhouders hun stemrechten zouden misbruiken om de rijkdom van minderheidsaandeelhouders te reduceren of grote hoeveelheden van de waarde van de onderneming te vernietigen. Dit onderzoek is evenwel reeds gedateerd, waardoor de conclusies mogelijk niet meer gelden. Het gevonden resultaat wordt dan ook genuanceerd door andere, meer recente onderzoeken. Zo werd in onderzoek van Aggarwal et al. (2007) gevonden dat vennootschappen met een meerderheidsaandeelhouder minder investeren in corporate governance. Nochtans bestaat er een duidelijke associatie tussen hogere *corporate governance ratings* en betere performantie bij Europese bedrijven (Gaeremynck et al. 2010). Hieruit kunnen we bijgevolg concluderen dat meerderheidsaandeelhouders hun stemrechten gebruiken om hun waarde te maximaliseren ten koste van de minderheidsaandeelhouders.

## **Faultlines**

Zoals uit voorgaande sectie blijkt, wordt in de literatuur omtrent corporate governance vaak de aandacht gevestigd op de rol van de raad van bestuur als onafhankelijk en controlerend orgaan. In



ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders heeft de raad van bestuur zelfs een dubbele controlerende functie. Niet alleen moeten ze het *principal-agent* conflict vermijden door controle uit te oefenen op het management, maar ze moeten ook de belangen van de minderheidsaandeelhouders vrijwaren en dus het *principal-principal* probleem in de hand houden.

De onafhankelijkheid van bestuurders is een van de belangrijkste concepten in de *agency theory* dat de focus legt op het aligneren van de belangen tussen managers en aandeelhouders en dat de problemen in verband met de scheiding van controle en eigendom ondersteunt (Huse et al. 2011). Hoewel gedurende de afgelopen twee decennia voornamelijk de nadruk werd gelegd op deze *agency theory*, is er vraag naar nieuwe perspectieven binnen het onderzoek over corporate governance en bestuursorganen (Huse et al. 2011; Kaczmarek et al. 2012; Daily et al. 2003; Gabrielsson en Huse 2004). Huse et al. (2011) vermelden dat, door steeds de nadruk te leggen op de onafhankelijkheid van de raad van bestuur, er te weinig aandacht wordt besteed aan het eigenlijke gedrag van de bestuurders en hun effect op de bedrijfsprestaties (Huse et al. 2011). Ook Daily et al. (2003) bekritisieren de *agency theory*, want zij zijn van mening dat niet alleen de belangen van de aandeelhouders verdedigd moeten worden, maar ook deze van alle andere belanghebbenden gerelateerd aan een publiek bedrijf. Finkelstein en Mooney (2003) argumenteren dat de effectiviteit van de raad van bestuur eveneens afhangt van de kwaliteit van de raadsleden en hun vermogen om als groep de taken van de raad van bestuur effectief uit te voeren. Er is met andere woorden een noodzaak om de *agency theory* te balanceren met andere disciplines en perspectieven, zoals bijvoorbeeld de *social identity theory*, de *behavioral theory* of de *team production theory* (Huse et al 2012).

Net als Kaczmarek et al. (2012) zullen we het concept faultlines betrekken in ons onderzoek naar de effectiviteit van de raad van bestuur en de invloed van busy directors, waarmee het gedrag van bestuurders geanalyseerd kan worden op basis van de *social identity theory* (Kaczmarek et al. 2012).

*Faultlines* in een groep mensen worden gedefinieerd als hypothetische scheidinglijnen die een groep onderverdelen in relatief homogene subgroepen, waarin – in tegenstelling tot bij diversiteitsmaatstaven – één of meerdere attributen van de groepsleden simultaan op elkaar afgestemd worden (Kaczmarek et al. 2012; Lau en Murnighan 1998; Thatcher et al. 2003). Zo kunnen er bijvoorbeeld subgroepen ontstaan op basis van leeftijdscategorie en huidskleur, tussen familieleden en niet-familieleden in familiebedrijven of tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur. In ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders verwachten we dat er eveneens verdeeldheid kan ontstaan tussen bestuurders die enerzijds aangesteld werden door de meerderheidsaandeelhouders en bestuurders die anderzijds onafhankelijk hiervan werden benoemd.

Volgens de *social identity theory* identificeren en categoriseren mensen zichzelf en anderen op basis van sociale categorieën. Hierdoor staat iemands identiteit niet vast, maar verandert deze afhankelijk van zijn rol en participatie in een sociale groep. Ook Thatcher et al. (2003) gebruiken de *social identity theory* en de *self-categorisation theory* als basis voor hun studie over *faultlines*. Zij argumenteren dat subgroepen enkel kunnen ontstaan wanneer individuen zich identificeren met bepaalde groeperingen en zichzelf categoriseren als behorende tot een bepaalde subgroep. Verder suggereert het *similarity-attraction* paradigma (Byrne 1971) dat mensen zich aangetrokken voelen tot anderen met gelijkaardige karakteristieken en dat subgroepen gemakkelijk gecreëerd worden op basis van demografische karakteristieken.

*Faultlines* binnenin een raad van bestuur kunnen ervoor zorgen dat bestuurders zich gemakkelijker identificeren met één van de subgroepen in plaats van met de volledige raad. Dit zal de cohesie van de raad in het gedrang brengen, wat nadelig zal zijn voor de onderneming (Kaczmarek et al. 2012). *Faultlines* zorgen immers voor verdeeldheid binnenin de raad waardoor subgroepen met elkaar concurreren in plaats van samen te werken, waardoor de effectiviteit en de oplettendheid van de raad van bestuur zal verminderen. Andere oorzaken voor de negatieve correlatie tussen *faultlines* en

groepsprestaties zijn een slechtere communicatie, meer groepsconflicten en een slechtere samenwerking tussen de groepsleden (Kaczmarek et al. 2012; Lau en Murnighan 1998 en 2005). Lau en Murnighan (1998) stellen dat faultlines een negatieve impact hebben op zowel groeps- als individuele prestaties omwille van potentiële conflicten en communicatieproblemen, waardoor de gemeenschappelijke doelen en de motivatie van de groepsleden verstoord worden. Roberts et al. (2005) vinden eveneens dat de effectiviteit van de raad van bestuur afhankelijk is van de betrokkenheid van de bestuurders en van hun motivatie om mee te werken. Analoog aan deze voorgaande studies verwachten wij dat faultlines binnen de raad van bestuur een negatieve invloed zullen hebben op de financiële performantie van het bedrijf.

Het is echter belangrijk om een duidelijk onderscheid te maken tussen diversiteit en faultlines. Diversiteit verwijst naar de graad van gelijkenissen en verschillen tussen leden van een team of een groep (Jackson et al. 2003). Een grotere diversiteit binnen een raad van bestuur hoeft echter niet noodzakelijk negatief te zijn en ook de literatuur omtrent diversiteit geeft gemengde resultaten weer. Sommige studies argumenteren dat diversiteit een positief effect heeft op de groepsprestaties (Bantel en Jackson 1989; Eisenhardt et al. 1997; Hambrick et al. 1996). In een raad van bestuur zal meer diversiteit bijvoorbeeld aanleiding geven tot een breder spectrum aan kennis en ervaring, verschillende soorten interesses, achtergronden en perspectieven, wat de adviserende en controlerende functie van het bestuur ten goede zal komen (Huse et al. 2011). Andere studies geven niettemin negatieve resultaten weer (Michel en Hambrick 1992; Zajac et al. 1991) en nog andere vertonen zelfs geen relatie tussen de heterogeniteit van een groep en de groepsprestaties (O'Reilly et al. 1997; O'Reilly et al. 1993; Wiersema en Bantel 1992). Thatcher et al. (2003) stellen dat studies over diversiteit en relationele demografie inconsistente resultaten voortbrengen omdat er slechts één demografische variabele tegelijkertijd in acht wordt genomen. Het concept faultlines biedt hier een oplossing voor, aangezien het toespitst op het aligneren van meerdere groepsleden op basis van meerdere karakteristieken tezelfdertijd in plaats van slechts karakteristieken afzonderlijk

te bestuderen (Thatcher et al. 2003). Volgens Thatcher (1999) hoeft diversiteit op zich niet negatief te zijn, maar is het de compositie en de schikking van de verschillende diversiteitskarakteristieken over de groepsleden wat uiteindelijk de invloed zal bepalen op de groepsprocessen en groepsperformantie (Thatcher et al. 2003).

Dat faultlines en diversiteit twee verschillende concepten zijn wordt ook duidelijk geïllustreerd in de tabel van Lau en Murnighan (1998) (Tabel 1). In deze tabel werden een aantal groepen van vier personen opgenomen waarvan de demografische variabelen variëren. Een uiterst diverse groep kan aanleiding geven tot zeer zwakke faultlines en bijgevolg is er slechts een kleine kans op het ontstaan van subgroepen. Dit is bijvoorbeeld het geval bij groep nummer 6. Deze groep bevat een twintigjarige inheems Amerikaanse vrouw zonder vaardigheden; een dertigjarige blanke mannelijke supervisor; een vijftenzestigjarige zwarte vrouwelijke uitvoerende bestuurder; en ten slotte een vijftigjarige Aziatische mannelijke machinist. Deze groep is uiterst divers en toch is het onmogelijk om hierin duidelijke subgroepen te creëren aangezien alle groepsleden andere karakteristieken bezitten. Het tegengestelde effect wordt waargenomen in groep nummer 2. In deze groep zitten twee blanke, mannelijke productiemangers, rond de leeftijd van vijftig jaar; en twee zwarte vrouwelijke administratieve personeelsleden, rond de dertig jaar. Deze groep vertoont een lage diversiteit, maar er is een sterke faultline aanwezig, die de groepsleden in twee homogene subgroepen zal verdelen. Groepen met sterke faultlines hebben dus vaak een lage tot middelmatige diversiteit, maar een verdeling op basis van de diversiteitskenmerken zorgt wel voor zeer homogene subgroepen. Het is bijgevolg geen sterkere diversiteit, maar een lage tot matige diversiteit waarbij de kans groter is op een negatieve correlatie met bedrijfsprestaties (Lau en Murnighan 1998 en 2005). Lau en Murnighan (1998) stellen tevens dat diversiteit meer kans geeft op positieve effecten, wegens de verhoogde creativiteit en verschillende perspectieven, terwijl faultlines daarentegen een negatieve impact zullen hebben, omwille van de grotere kans op de vorming van subgroepen en bijhorende conflicten.

TABEL 1: DIVERSITEIT EN FAULTLINE STRENGTH IN GROEPEN (overgenomen uit Lau en Murnighan 1998)

Groepsnummer	Groepslid A	Groepslid B	Groepslid C	Groepslid D	Diversiteit	Faultline Strength
1	Blank Mannelijk 20 Verkoop	Blank Mannelijk 20 Verkoop	Blank Mannelijk 20 Verkoop	Blank Mannelijk 20 Verkoop	Geen	Geen
2	Blank Mannelijk 50 Productie- manager	Blank Mannelijk 55 Productie- manager	Zwart Vrouwelijk 31 Administratief personeel	Zwart Vrouwelijk 35 Administratief personeel	Laag	Zeer sterk
3	Blank Mannelijk 50 Productie- manager	Blank Vrouwelijk 31 Administratief personeel	Zwart Mannelijk 55 Administratief personeel	Zwart Vrouwelijk 35 Productie- manager	Laag	Matig
4	Blank Mannelijk 60 Productie- manager	Aziatisch Vrouwelijk 30 HR-manager	Blank Vrouwelijk 58 Productie- manager	Zwart Mannelijk 35 HR-manager	Matig	Sterk
5	Blank Mannelijk 60 Productie- manager	Zwart Vrouwelijk 20 Productie- manager	Zwart Mannelijk 40 Secretariaat	Aziatisch Vrouwelijk 30 Verkoop	Hoog	Matig
6	Amerikaan Vrouwelijk 20 Zonder vaardigheden	Blank Mannelijk 30 Supervisor	Zwart Vrouwelijk 65 Uitvoerend bestuurder	Aziatisch Mannelijk 50 Machinist	Maximum	Zeer Zwak

## Busy directors

Het concept busy directors verwijst naar bestuurders die tegelijkertijd in een groot aantal raden van bestuur zetelen. Er bestaan in de literatuur twee visies omtrent drukbezette bestuurders: de zogenaamde *reputation hypothesis* en *busyness hypothesis*.

De *reputation hypothesis* stelt dat meerdere mandaten een positieve invloed hebben. Er kan bijvoorbeeld geargumenteed worden dat meerdere bestuursmandaten wijzen op een goede bestuurder die zijn taken nauwgezet uitvoert. Ook de gunstige invloed van meerdere mandaten op

de reputatie van een bestuurder kunnen een drijfveer vormen voor onafhankelijke bestuurders om in meerdere raden te zetelen (Fama 1980; Fama en Jensen 1983). Zo wordt in verschillende studies het aantal bestuursmandaten uitgeoefend door een onafhankelijke bestuurder gebruikt als maatstaf voor de reputatie van de bestuurder in de arbeidsmarkt (Shivdasani 1993; Vafeas 1999). Hiernaast kunnen drukbezette bestuurders ook aanleiding geven tot een verhoogde kennis en meer ervaring (Haunschild en Beckman 1998) of tot een samenwerking tussen de betrokken bedrijven (Koenig et al. 1979). Tevens wijst onderzoek uit dat drukbezette bestuurders een positieve invloed kunnen uitoefenen op de overnameprestaties (Harris en Shimizu 2004) en dat ze informatie kunnen verschaffen over *business practices* (Davis 1991). Volgens Davis (1996) kunnen *interlocking directors* bovendien zorgen voor een legitimatie van controversiële praktijken. Om dit argument te staven verwijst hij naar het voorstellen van een vijandige overname als gepast gedrag van de overnemer. Doordat de *interlocking directors* de beweegredenen voor een dergelijke vijandige overname kunnen toelichten bij tal van andere ondernemingen waar zij ook als bestuurder zijn benoemd, kan dit proces aanzienlijk versneld worden. Daarenboven vermeldt Mizruchi (1996) dat bestuurders een belangrijke rol vervullen in het vormen van de reputatie van een onderneming. Wanneer bijgevolg een onderneming een bestuurder aanstelt die banden heeft met een andere invloedrijke organisatie, brengt deze associatie een bepaald prestige met zich mee, wat het proces van legitimatie bovendien ook ten goede zal komen. Davis (1996) beweert eveneens dat geldelijke beweegredenen voor busy directors gering zijn. Bestuurders opteren voor meerdere mandaten uit educatieve overwegingen en hebben zodoende de intentie om hun job naar behoren uit te oefenen. Ferris et al. (2003) beweren eveneens geen resultaten te bekommen die de *busyness hypothesis* ondersteunen.

De *busyness hypothesis* kan echter ook op de nodige bijval rekenen. Zo vinden Shivdasani en Yermack (1999) dat het aanhouden van teveel bestuursmandaten een negatieve impact heeft op de effectiviteit van de controlerende rol van onafhankelijke bestuurders en maakt Beasley (1996)

gewag van een positieve relatie tussen de kans op boekhoudfraude en het gemiddeld aantal mandaten aangehouden door onafhankelijke bestuurders. Core et al. (1999) rapporteren op hun beurt dat drukbezette bestuurders te hoge vergoedingen toekennen aan de CEO. Fich en Shivdasani (2006) vinden voorts dat vennootschappen waarbij de raad van bestuur een meerderheid aan *busy outside directors* vertoont een lagere *market-to-book* ratio hebben. Bovendien vinden zij dat het vertrek van *busy outside directors* geassocieerd is met significant positieve *abnormal returns (ARs)* op het moment van de aankondiging en dat deze ARs significant meer positief zijn indien na het vertrek van de drukbezette, onafhankelijke bestuurder minder dan de helft van de overblijvende onafhankelijke bestuurders drukbezet is. Lipton en Lorsch (1992) zijn van mening dat bestuurders actief in meerdere raden van bestuur minder adequate adviezen kunnen verschaffen, aangezien ze minder tijd hebben om vergaderingen grondig voor te bereiden. Verder vinden DaDalt et al. (2009) dat meerdere mandaten de kans op aanwezigheid tijdens bestuursvergaderingen verkleint.

In de literatuur zijn ook resultaten terug te vinden die beide hypothesen aan elkaar linken. Ahn et al. (2010) analyseerden de impact van busy directors aan de hand van fusies en overnames (M&A). Zij stelden hierbij vast dat de overnameprestaties niet lineair verlopen met het aantal mandaten. Ze concludeerden hieruit dat zolang het aantal mandaten geen bepaalde drempel overschrijdt, de *reputation hypothesis* domineert. Pas bij het overschrijden van een overgangswaarde zal de *busyness hypothesis* gelden. Zo ook vinden Jiraporn et al. (2009) dat initieel een hoger aantal mandaten gerelateerd is met een lager aantal lidmaatschappen in comités – de *busyness hypothesis* wordt met andere woorden ondersteund – en dat vanaf een bepaalde overgangswaarde, een hoger aantal mandaten gerelateerd is met een hoger aantal lidmaatschappen – een ondersteuning van de *reputation hypothesis*.

## Hypotheses

Er werd reeds aangehaald dat meerderheidsaandeelhouders minder mogelijkheden hebben om hun portfolio te diversifiëren en bijgevolg aan een hoger risico worden blootgesteld. Om deze reden hechten meerderheidsaandeelhouders een groter belang aan de beslissingen van het management en willen ze meer controle uitoefenen over het bedrijf. Dankzij een meerderheid in stemrechten kan een meerderheidsaandeelhouder een belangrijke invloed uitoefenen op het management en dit door bijvoorbeeld vrienden of familieleden sleutelposities in het management te laten bekleden of door een veto uit te spreken op de algemene vergadering. Desalniettemin is de raad van bestuur een belangrijk orgaan tussen de aandeelhouders en het management en meerderheidsaandeelhouders zullen dan ook veel aandacht besteden aan de benoeming van de bestuurders. Enerzijds kunnen ze opteren om bestuurders aan te stellen die wegens het aanhouden van meerdere mandaten in andere bedrijven mogelijk een positieve invloed hebben op het bedrijf, dankzij een verhoogde kennis en ervaring of door hun goede reputatie. In dit opzicht kunnen drukbezette bestuurders aangesteld worden omwille van hun positieve invloed op het bedrijf en wordt met andere woorden de *reputation hypothesis* ondersteund. Anderzijds wil een meerderheidsaandeelhouder ook steeds zijn eigen belangen kunnen vrijwaren en indien nodig de raad van bestuur omzeilen. Om dit te bewerkstelligen kunnen meerderheidsaandeelhouders kiezen om drukbezette bestuurders aan te werven omwille van hun tijdsgebrek om nauwlettend hun taken uit te voeren. Dit is een ondersteuning van de *busyness hypothesis*. Deze hypothese neemt immers aan dat bestuurders met te veel mandaten over te weinig tijd beschikken om effectief toezicht te houden. Er is dan minder controle vanuit de raad van bestuur waardoor het eenvoudiger is voor de meerderheidsaandeelhouder om private voordelen te verwezenlijken. In beide gevallen verwachten we dat busy directors vaker voorkomen in ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders.

*Hypothese 1: Busy directors komen vaker voor in ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders.*



Net als Ahn et al. (2010) verwachten we een niet-lineaire relatie tussen drukbezette bestuurders in een onderneming en de resultaten van een onderneming. We verwachten dat onder een bepaalde overgangswaarde de reden voor het aanstellen van een drukbezette bestuurder gebaseerd is op de *reputation hypothesis* en dat dit een positieve invloed zal hebben op de performantie van de onderneming. Wanneer de overgangswaarde echter overschreden wordt, verwachten we dat het aanstellen van een *busy director* gebaseerd zal zijn op basis van een gebrek aan tijd. Dit zal bijgevolg een negatieve impact hebben op de performantie van de onderneming. De overgangswaarde wordt bepaald door enerzijds het aantal mandaten van de bestuurders en anderzijds het percentage bestuurders in de raad van bestuur dat een kritiek aantal mandaten overschrijdt. We verwachten dat een bestuurder met meerdere mandaten een positieve invloed zal hebben op het bedrijf, wanneer slechts de minderheid van de raad van bestuur meer dan vijf mandaten bezit. Anderzijds, indien meer dan de helft van de raad van bestuur deze drempel van vijf mandaten overschrijdt, verwachten we een negatief effect op de resultaten van de onderneming. De drempel van vijf mandaten werd gekozen in overeenstemming met de Belgische CG Code 2009, die aanbeveelt dat bestuurders ten hoogste vijf mandaten in beursgenoteerde bedrijven mogen bekleden.

*Hypothese 2: Busy directors in een raad van bestuur hebben een negatieve impact op de resultaten van een onderneming met meerderheidsaandeelhouders, indien meer dan de helft van de raad van bestuur bestaat uit drukbezette bestuurders.*

We verwachten dat, indien de meerderheid van de bestuurders van de raad drukbezet wordt, de benoeming van een bestuurder met meerdere mandaten gebaseerd zal zijn op zijn tijdsgebrek en dat dit aanleiding zal geven tot een ongunstige impact op de winstcijfers. Ze hebben dan per slot van rekening te weinig tijd om toezicht te houden, waardoor *principal-principal conflicts* in de hand worden gewerkt. Hierdoor worden de belangen van de minderheidsaandeelhouders niet beschermd en bestaat de kans dat de meerderheidsaandeelhouders hun persoonlijke belangen nastreven, die niet noodzakelijk overeenkomen met de beste belangen van de onderneming.

Daarenboven zullen niet alle bestuurders aangesteld worden door de meerderheidsaandeelhouders, maar zullen er ook bestuurders zijn die niet tot deze persoonlijke vriendenkring behoren. Hierdoor bestaat het risico dat er subgroepen of faultlines ontstaan tussen de bestuurders die door de meerderheidsaandeelhouders aangesteld zijn en zij die onafhankelijk zijn van de meerderheidsaandeelhouders. Zoals eerder vermeld verwachten wij dat deze verdeeldheid binnen de raad van bestuur negatief gecorreleerd zal zijn met de resultaten van de onderneming.

***Hypothese 3a:** Het ontstaan van subgroepen tussen bestuurders zal een negatieve impact hebben op de bedrijfsprestaties.*

***Hypothese 3b:** Indien de faultlines overlappen met de scheiding tussen afhankelijke en onafhankelijke bestuurders, zal de negatieve correlatie tussen faultlines en de financiële performantie groter zijn.*

Om dit te analyseren, gaan we na of de subgroepen die we kunnen creëren op basis van demografische en taakgerelateerde variabelen, samenvallen met de scheidingslijn tussen afhankelijke en onafhankelijke bestuurders, door het percentage onafhankelijke bestuurders die samen in één subgroep zitten te bepalen. Hierbij veronderstellen we dat onafhankelijke bestuurders geen connectie hebben met de meerderheidsaandeelhouders, terwijl afhankelijke bestuurders mogelijk een link met de meerderheidsaandeelhouders vertonen.

Kaczmarek et al. (2012) vonden bovendien dat drukbezette bestuurders binnen een raad van bestuur met faultlines nog een extra nadelige invloed hadden op de waardecreatie van de onderneming. De reden die hierachter schuilgaat is dat de beperkte tijd en betrokkenheid van busy directors, de verdeeldheid op basis van de andere attributen versterkt (Kaczmarek et al. 2012).

***Hypothese 4:** Indien de meerderheid van de bestuurders van de raad van bestuur drukbezet is, zal deze negatieve correlatie tussen faultlines en financiële performantie groter zijn.*

### **III. Methode**

#### **Dataset**

De hypothesen in deze meesterproef werden onderzocht voor Belgische, beursgenoteerde ondernemingen gedurende de periode 2009-2011. Om de benodigde data te verzamelen, werd gebruik gemaakt van de database Belfirst (Bureau van Dijk). De volledige steekproef van Belgische beursgenoteerde ondernemingen in Belfirst bedroeg 208 ondernemingen, waarvan 207 actieve bedrijven. Na uitsluiting van financiële ondernemingen en ondernemingen genoteerd op de Luxemburgse beurs bedroeg dit aantal nog 161. Vervolgens werd het aantal overblijvende ondernemingen verder gereduceerd tot zestig, omwille van niet publiek beschikbare jaarverslagen en ontbrekende detailinformatie. Dit leverde in totaal een steekproef op van 180 waarnemingen (zestig ondernemingen per jaar). Voor hypothese 2 tot en met 4 werden hieruit de ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders geselecteerd, wat resulteerde in een steekproef van 120 observaties (veertig ondernemingen per jaar). Voor deze ondernemingen werden de karakteristieken van alle individuele bestuurders, de aandeelhoudersstructuur en de corporate governance gegevens van de onderneming handmatig gecodeerd aan de hand van de jaarverslagen en publiek beschikbare informatie op het internet. Het gebruikte codeerschema kan teruggevonden worden in bijlage 2. Bijkomende bedrijfsinformatie werd vervolgens verzameld via Belfirst en ontbrekende waarden werden verder handmatig aangevuld aan de hand van de jaarverslagen van de ondernemingen. De belangrijkste variabelen en hun beschrijving werden opgenomen in tabel 2. Een volledige lijst van de variabelen kan teruggevonden worden in bijlage 1.

#### **Econometrische methode**

Om een verband te achterhalen tussen drukbezette bestuurders, faultlines en bedrijfsperformantie,

**TABEL 2: BELANGRIJKSTE VARIABLEN EN VERWACHT TEKEN**

Variabele	Definitie	Verw. teken	
		(H2-4)	(H1)
ROA	Winst/Totale Activa	/	
LN (LEEFTIJD)	Natuurlijk logaritme van de leeftijd van de onderneming	+	+
LN (TA)	Natuurlijk logaritme van het totaal actief	+	+
SCHULDGRAAD	Schulden op lange termijn / Totaal actief	-	+
MTB	(Aandelenprijs * aantal aandelen) / Boekwaarde van de aandelen	+	-
OWNERSHIP CONCENTRATION	Aantal aandeelhouders met een percentage aandelen groter dan vijf procent	-	+
EXTRA COMITE	Dummyvariabele die de waarde 1 aanneemt indien de onderneming een extra comité heeft opgericht naast het audit-, remuneratie- en nominatiecomité	+	-
LN (CG)	Natuurlijk logaritme van de corporate governance variabele	+	-
LN (AANTAL BESTUURDERS)	Natuurlijk logaritme van het aantal bestuurders in de raad van bestuur van een onderneming	-	+
PC. ONAFH. BESTUURDERS	Percentage onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur van een bedrijf	+	+
FLS	Faultline Strength	-	
FLD	Faultline Distance	-	
FLI	Faultline Index: een interactieterm van de FLS en FLD	-	
PC. DRUKB BESTUURDERS	Percentage drukbezette bestuurders. Enerzijds wordt een drempelwaarde van vijf gehanteerd waarbij een bestuurder als drukbezet wordt geclassificeerd bij <b>meer</b> dan vijf mandaten en anderzijds wordt een drempel van drie toegepast waarbij een bestuurder als drukbezet wordt gepercipieerd <b>vanaf</b> drie mandaten.	-	/
PERCENTAGE DRUKBEZET $\leq 0,5$	Variabele die gelijk is aan het percentage drukbezette bestuurders in een onderneming indien dit percentage kleiner of gelijk is aan vijftig procent en die gelijk is aan nul indien dit percentage groter is dan vijftig procent	+	
PERCENTAGE DRUKBEZET $> 0,5$	Variabele die gelijk is aan het percentage drukbezette bestuurders in een onderneming indien dit percentage groter is dan vijftig procent en die gelijk is aan nul indien dit percentage kleiner of gelijk is aan vijftig procent	-	
DRUKBEZETTE RAAD	Dummyvariabele die de waarde 1 aanneemt indien de onderneming een raad van bestuur heeft met minstens vijftig procent drukbezette bestuurders	-	
PC. ONAFH. IN SUBGROEP	Percentage onafhankelijke bestuurders in een subgroep	-	
MAH	Dummyvariabele die de waarde 1 aanneemt indien het bedrijf een meerderheidsaandeelhouder heeft		-

maken we gebruik van een *fixed effects* regressie. Deze methode werd eveneens door Fich en Shivdasani (2006) toegepast. Het voordeel bij zulke regressie is dat tevens gecontroleerd wordt voor de kenmerken die niet in rekening werden gebracht. Vooraleer deze methode toe te passen werd de data eerst *gewinsorized* met behulp van een percentage van tweeëneenhalf procent aan beide kanten.

De *fixed effects* regressies voor de gebruikte hypothesen werden als volgt opgebouwd:

*AFHANKELIJKE VARIABELE*

$$\begin{aligned}
 &= \beta_0 + \beta_i * TESTVARIABELEN_i \\
 &+ \beta_2 * \ln(\text{aantal bestuurders}) + \beta_3 * \text{Pc. onafh. bestuurders} \\
 &+ \beta_4 * \ln(TA) + \beta_5 * \ln(\text{leeftijd}) + \beta_6 * \text{schuldgraad} + \beta_7 * \text{MTB} \\
 &+ \beta_8 * \text{ownership concentration} + \beta_9 * \ln(CG) + \beta_{10} * \text{extra comité} \\
 &+ \beta_{11} * 2009 + \beta_{12} * 2010 + \beta_{12+j} * \text{industriedummy}_j
 \end{aligned}$$

(met  $i =$  genummerd volgens het aantal testvariabelen en  $j = 1..7$ )

Voor hypothese 1 wordt als afhankelijke variabele enerzijds het percentage drukbezette bestuurders gebruikt en anderzijds het aantal drukbezette bestuurders, afhankelijk van het gebruikte model. De testvariabele is “MAH”.

Voor hypothese 2 tot en met 4 is de afhankelijke variabele steeds de ROA. Hierbij zijn de testvariabelen voor hypothese 2 afwisselend: het percentage drukbezette bestuurders, het (percentage drukbezet)<sup>2</sup>, drukbezette raad (50%) en “percentage drukbezet  $\leq 0.5$ ” en “percentage drukbezet  $> 0.5$ ”. Voor hypothese 3 zijn de testvariabelen: FLS, FLD, FLI, het pc. onafh. in één subgroep, en de interactietermen van deze variabelen, al dan niet simultaan in een model opgenomen. En tot slot zijn FLS, FLD, FLI, een drukbezette raad en de interactietermen van deze variabelen, al dan niet simultaan opgenomen, de testvariabelen gebruikt voor hypothese 4.

**Variabelen**

*Bedrijfsperformantie*

Om de invloed van drukbezette bestuurders en subgroepen op de resultaten van een onderneming te onderzoeken, kunnen we enerzijds kijken naar de impact op de boekhoudkundige resultaten van

de onderneming (verkoopen/activa, *return-on-sales* en *return-on-assets*) en anderzijds naar de reacties van de markt, zoals de *cumulative abnormal returns* (CAR) bij de aanduiding van een drukbezette bestuurder. In deze meesterproef wordt de impact van busy directors en subgroepen op corporate governance bestudeerd op basis van de ROA (Fich en Shivdasani 2006; Ferris et al. 2003). De ROA wordt berekend door de winst (of het verlies) van het boekjaar na belastingen te delen door het totaal actief. Dit is de meest gangbare definitie voor ROA die in de theorie gebruikt wordt en in de meeste handboeken terug te vinden is. Investeerders zullen in de praktijk echter vaak de interestlasten terug optellen bij het nettoresultaat van het boekjaar, om op deze manier enkel rekening te houden met de operationele resultaten van de onderneming, zonder dat deze beïnvloed worden door de financiële structuur. In deze meesterproef werd echter gekozen om de theoretische definitie van ROA te gebruiken. De gegevens voor het bepalen van de ROA werden bekomen met behulp van de database Belfirst.

We geven de voorkeur aan de ROA als maatstaf voor de bedrijfsperformantie vermits deze – in tegenstelling tot de *market-to-book* ratio (MTB) – niet hoeft af te rekenen met bepaalde problemen. De MTB-ratio meet immers groeivoorzichten en is sterk afhankelijk van speculaties door investeerders. Hierdoor kan de waarde van deze ratio sterk fluctueren zonder fundamentele wijzigingen van de bedrijfsstructuur of performantie. Daarnaast brengt de MTB-ratio *goodwill* in rekening. Bij de aankoop van bedrijven kan de *goodwill* een zeer grote component uitmaken en wordt deze mee bepaald door de aandelenprijs, waardoor het een grote impact heeft op de MTB-ratio. De ROA kent deze problemen niet, want is onafhankelijk van marktsentimenten, richt zich niet op groeivoorzichten en is een meer getrouwe benadering van de ondernemingsperformantie.

### ***Drukbezette bestuurders***

Een ander probleem kan gesitueerd worden in de definiëring van drukbezette bestuurders. Fich en Shivdasani (2006) categoriseren bijvoorbeeld een bestuurder als drukbezet wanneer deze persoon in

drie of meer raden van bestuur actief is. Volgens Ahn et al. (2010) wordt er daarentegen beter een individuele cutoff waarde berekend. Hierbij moet bijgevolg opgemerkt worden dat een verschil in resultaten te wijten zou kunnen zijn aan een andere manier van definiëren. In deze meesterproef zullen we een bestuurder identificeren als drukbezet indien hij **meer** dan vijf mandaten bekleedt. Deze drempelwaarde is gebaseerd op bepaling 4.5 van de Belgische CG code 2009 die stelt dat bestuurders ten hoogste vijf mandaten in beursgenoteerde ondernemingen mogen bekleden. Vermits in de literatuur echter meestal een drempelwaarde van drie mandaten wordt gehanteerd (Core et al. 1999; Ferris et al. 2003; Fich en Shivdasani 2006), zullen we voor enkele hypothesen, waarbij een drempelwaarde gelijk aan vijf geen significante resultaten oplevert, een vergelijking maken tussen beide maatstaven. Bij een drempelwaarde gelijk aan drie mandaten wordt een bestuurder gepercipieerd als drukbezet **vanaf** drie bestuursmandaten. Verder worden twee methodes toegepast om te bepalen of een raad van bestuur drukbezet is. Als eerste methode gebruiken we een dummy variabele die de waarde “één” aanneemt indien vijftig procent of meer van de bestuurders drukbezet is. Een tweede aanpak maakt gebruik van het percentage drukbezette bestuurders. Het aantal bestuursmandaten per bestuurder werd eveneens verkregen uit Belfirst. In geval van ontbrekende data werd het aantal mandaten gebruikt van één van de andere jaren in de steekproef. Wegens het niet beschikbaar zijn in Belfirst van het aantal mandaten per bestuurder voor het jaar 2011, werden de gegevens van 2012 gebruikt.

Om in de tweede hypothese het eventuele niet-lineaire verband tussen drukbezette bestuurders en de ROA van een onderneming in rekening te brengen, wordt het percentage drukbezette bestuurders eveneens gekwadrateerd toegevoegd aan het model. Indien de kwadratische term van deze variabele significant positief (negatief) blijkt te zijn en de variabele zelf significant negatief (positief), kunnen we besluiten dat er een niet-lineair (omgekeerd) U-vormig verband bestaat tussen busy directors en de ROA. Om eenzelfde reden wordt eveneens een *piece-wise regression* uitgevoerd met als

variabelen “PC. DRUKB BESTUURDERS  $\leq 0,5$ ” en “PC. DRUKB BESTUURDERS  $> 0,5$ ” (Zie tabel 2 voor een beschrijving van deze variabelen).

### ***Diversiteitsvariabelen***

Voor het bepalen van de subgroepen die kunnen ontstaan door faultlines binnenin de raad van bestuur, gebruiken we zowel demografische variabelen als taakgerelateerde variabelen.

De demografische variabelen die we in rekening brengen zijn geslacht, leeftijd, nationaliteit en taal. De taakgerelateerde variabelen betreffen de termijn dat de bestuurder in de raad van bestuur zetelt (*board tenure*), de financiële achtergrond en de industrie expertise van de bestuurder, de onafhankelijke, niet-uitvoerende of afhankelijke positie van de bestuurder en tot slot het lidmaatschap tot één van de comités van de raad van bestuur. Het is belangrijk om beide categorieën van variabelen, zowel demografische als taakgerelateerde variabelen, in rekening te brengen wanneer faultlines bestudeerd worden. Volgens Kaczmarek et al. (2012) worden faultlines gebaseerd op taakgerelateerde variabelen immers gemakkelijk geactiveerd, daar ze gemakkelijk gepercipieerd worden door de raadsleden en vooral contextrelevant zijn. Faultlines kunnen per slot van rekening ook aanwezig zijn zonder geactiveerd te worden of in het oog te springen en dan zullen er geen subgroepen ontstaan. In dit geval zal de verdeeldheid geen effect hebben op de groepsprestaties.

Het geslacht van een bestuurder wordt gecodeerd als een dummy variabele die gelijk is aan “één” indien de desbetreffende bestuurder een man is en gelijk aan “nul” indien deze een vrouw is. Ook de nationaliteit (gelijk aan “één” indien de bestuurder van Belgische origine is) en taal (gelijk aan “één” wanneer de bestuurder Nederlandstalig is) worden als een dummyvariabele gecodeerd. De leeftijd krijgt de waarde “één” indien de bestuurder jonger is dan veertig jaar, waarde “twee” indien deze tussen veertig en vijftig jaar oud is, waarde “drie” indien deze tussen vijftig en zestig jaar oud is en tot slot waarde “vier” indien de bestuurder zestig jaar of ouder is. Er werd gekozen om de



leeftijd met behulp van deze categorische variabele te coderen, aangezien niet steeds de exacte leeftijd achterhaald kon worden.

De vijf reeds aangehaalde taakgerelateerde variabelen worden als volgt gedefinieerd: De ambtstermijn zal gelijkgesteld worden aan “één” indien de bestuurder minder dan zes jaar actief is in de onderneming, gelijkgesteld aan “twee” indien hij tussen zes en twaalf jaar actief is in de onderneming en gelijkgesteld aan “drie” wanneer de bestuurder meer dan twaalf jaar actief is in de onderneming. Ook hier is geopteerd voor een categorische variabele, omdat de ambtstermijn niet altijd precies bepaald kon worden. Industrie expertise is gelijk aan “één” wanneer de bestuurder in het verleden reeds in een leidinggevende functie binnen dezelfde industrie heeft gewerkt. De financiële achtergrond wordt gecodeerd als een dummy variabele, waarbij “één” gecodeerd wordt indien de bestuurder een diepgaande financiële kennis heeft vergaard uit studies of voorgaande ervaring. Verder zijn de onafhankelijke, niet-uitvoerende en afhankelijke variabelen dummyvariabelen die een waarde gelijk aan “één” aannemen overeenkomstig de posities van de bestuurders ten opzichte van de onderneming en eveneens krijgen de dummyvariabelen horende bij de verschillende comités de waarde “één” indien de bestuurder in het desbetreffende comité zetelt.

### ***Faultline maatstaven***

Overeenkomstig met het onderzoek van Kaczmarek et al. (2012) zullen de volgende subgroepmaatstaven berekend worden: (1) de *faultline strength*, (2) de *faultline distance* en (3) de *faultline index* als een interactieterm van de eerste twee maatstaven.

Het algoritme voor het bepalen van subgroepen gebaseerd op Thatcher et al. (2003) werd verder ontwikkeld door Van Peteghem en Gaeremynck (2013) tot een tweefasig clusteralgoritme. Hierbij worden in de eerste fase clusteroplossingen berekend volgens een hiërarchische methode (met het *Ward-criterion*) en nadien wordt hierop een niet-hiërarchische clusterprocedure uitgevoerd om de clusteroplossingen te verbeteren. Gebaseerd op de F-statistiek wordt vervolgens hieruit de beste

clusteroplossing geselecteerd. In deze meesterproef werd dit verbeterd algoritme reeds toegepast, hoewel dit nog niet publiek beschikbaar is.

De *faultline strength* bepaalt hoe sterk en homogeen de subgroepen intern zijn (Kaczmarek et al. 2012; Thatcher et al. 2003). Het wordt bepaald door de variatie binnenin een groep (“*between-group variation*”) te delen door de totale variatie:

$$Fau_g = \left( \frac{\sum_{j=1}^P \sum_{k=1}^2 n_k^g (\bar{X}_{\cdot jk} - \bar{X}_{\cdot j\cdot})^2}{\sum_{j=1}^P \sum_{k=1}^2 \sum_{i=1}^{n_k^g} (\bar{X}_{ijk} - \bar{X}_{\cdot j\cdot})^2} \right) \text{ met } g = 1, 2, \dots, S$$

waarbij  $X_{ijk}$  staat voor de waarde van de  $j^{\text{de}}$  variabele van de  $i^{\text{de}}$  persoon in subgroep  $k$ ;  $\bar{X}_{\cdot j\cdot}$  staat voor het algemeen gemiddelde van de  $j^{\text{de}}$  variabele;  $\bar{X}_{\cdot jk}$  staat voor het gemiddelde van de  $j^{\text{de}}$  karakteristiek in subgroep  $k$ ; en  $n_k^g$  het aantal personen is in de  $k^{\text{de}}$  subgroep onder verdeling  $g$ . Deze maatstaf neemt waarden aan tussen 0 en 1, waarbij 1 staat voor een intern perfect homogene subgroep.

Er moet evenwel niet enkel gekeken worden naar de homogeniteit binnenin de subgroepen, maar ook naar de afstand die er bestaat tussen twee subgroepen. Indien twee even homogene subgroepen verder van elkaar verwijderd zijn, zal dit immers een grotere impact hebben op de verdeeldheid binnenin de raad van bestuur. De maatstaf die hiervoor gebruikt wordt, is de *faultline distance*.

$$D_g = \sqrt{\sum_{j=1}^p (\bar{X}_{1j\cdot} - \bar{X}_{2j\cdot})^2}$$

De *faultline distance* wordt berekend door de Euclidische afstand te berekenen tussen de centroïden van iedere subgroep (de Euclidische afstand tussen twee sets van gemiddelden). Deze waarde varieert van 0 tot oneindig, waarbij grotere waarden een grotere afstand tussen subgroepen weerspiegelen.

Het voordeel van deze maatstaven is dat zowel continue als categorische variabelen verwerkt kunnen worden in één enkele waarde, mits eventuele hercodering en herschaling (Thatcher et al. 2003, Zanutto et al. 2011). Dit is echter niet van toepassing voor onze diversiteitsvariabelen.

Tot slot wordt de *faultline index* berekend als de interactie van de faultline strength en de faultline distance. Volgend op de argumentatie van Zanutto et al. (2011) kunnen beide faultline maatstaven best simultaan in rekening gebracht worden om de volledige effecten van faultlines in een groep waar te nemen.

### ***Controlevariabelen***

In de toegepaste modellen zullen ook tal van controlevariabelen opgenomen worden (Fich en Shivdasani 2006). Er zijn tenslotte heel wat factoren die de ROA en het percentage en aantal drukbezette bestuurders kunnen beïnvloeden, naast de testvariabelen. Analoog aan Kaczmarek et al. (2012) worden zowel corporate governance gegevens, als bedrijfs- en industrie karakteristieken in rekening gebracht. De waarden voor deze gegevens en karakteristieken werden ofwel bekomen via de database Belfirst, ofwel gecodeerd met behulp van informatie afkomstig uit de jaarverslagen en de ondernemingswebsites.

Eerst en vooral controleren we voor de karakteristieken betreffende corporate governance. De natuurlijke logaritme van de grootte van de raad van bestuur wordt als controlevariabele toegevoegd, daar Yermack (1996) aantoonde dat er een significant negatieve relatie bestaat tussen de waarde van een onderneming en de grootte van de raad van bestuur. De samenstelling van de raad van bestuur wordt op zijn beurt in rekening gebracht aan de hand van het percentage onafhankelijke bestuurders (Vafeas 1999) en eveneens wordt de natuurlijke logaritme van de corporate governance variabele van de onderneming toegevoegd. De berekening van deze corporate governance variabele kan teruggevonden worden in bijlage 2C. We verwachten dat het percentage onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur een positieve invloed zal hebben op de ROA, net

zoals de natuurlijke logaritme van de corporate governance. We veronderstellen echter dat deze een negatieve impact zullen hebben op het percentage en het aantal drukbezette bestuurders in ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders. Daarnaast brengen we *ownership concentration* in. Dit is een variabele gelijk aan het aantal aandeelhouders met een percentage aandelen groter dan vijf procent. Hierbij verwachten we een negatief teken ten opzichte van de ROA, aangezien meerderheidsaandeelhouders hun stemrechten zullen gebruiken om hun waarde te maximaliseren ten koste van de minderheidsaandeelhouders (Aggarwal et al. 2007; Gaeremynck et al. 2010). We verwachten daarentegen een positief verband tussen de *ownership concentration* en het percentage en aantal drukbezette bestuurders in ondernemingen gekenmerkt door meerderheidsaandeelhouderschap. Tot slot voegen we, naar analogie van Vafeas (1999), die controleerde voor het aantal comités, een dummyvariabele toe gelijk aan “één” indien de onderneming, naast het audit-, remuneratie- en nominatiecomité, een extra comité heeft opgericht.

De tweede set controlevariabelen heeft te maken met bedrijfskarakteristieken. Er wordt gecontroleerd voor de grootte en de leeftijd van de onderneming door de natuurlijke logaritme in te brengen van respectievelijk de totale activa en de leeftijd van de onderneming. Bij beide variabelen veronderstellen we een positief verband met de ROA (Fich en Shivdasani 2006). We nemen ook de market-to-book ratio (Ahn et al. 2010) en de schuldgraad (Ahn et al. 2010; DaDalt et al. 2009) mee als controlevariabelen. De market-to-book ratio controleert voor groeivoorzichten. Een onderneming met betere groeiopportunities zal immers eenvoudiger kunnen groeien en een hogere ROA realiseren. Deze groeivoorzichten hebben bijgevolg een indirecte impact op de ROA. De schuldgraad wordt mee in rekening gebracht om te controleren voor de spanningen die kunnen ontstaan tussen het bedrijf en de financiële instellingen, indien de schuldgraad van de onderneming te hoge waarden aanneemt. In dit geval kunnen financiële instellingen immers een invloed hebben op de besturing van de onderneming. Daarenboven maken we gebruik van een *fixed*

*effects* regressie. Bijgevolg worden de karakteristieken die we niet kunnen observeren, zoals de geschiedenis van een bedrijf en de cultuur, toch gecontroleerd.

Tot slot worden de *industry fixed effects* in rekening gebracht met behulp van industriedummy's, die de waarde "één" aannemen naargelang de activiteit die de onderneming uitvoert, behoort tot de desbetreffende industrie en de waarde "nul" indien dit niet het geval is. De *year fixed effects* worden in rekening gebracht via jaardummy's, die de waarde "één" aannemen indien de ondernemingsvariabelen behoren tot het jaar in kwestie.

## IV. Resultaten

### Beschrijvende statistieken

In onderstaande tabellen worden de beschrijvende statistieken van de belangrijkste variabelen in de gebruikte modellen weergegeven. Tabel 3 toont de statistieken voor de gehele dataset, terwijl tabel 4 enkel de ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders in rekening brengt.

**TABEL 3: BESCHRIJVENDE STATISTIEKEN VAN DE BELANGRIJKSTE VARIABELEN VOOR ALLE BEDRIJVEN**

<i>Variabele</i>	<b>Gemiddelde</b>	<b>Mediaan</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Standaard-deviatie</b>
ROA	0.002	0.026	-0.847	0.345	0.182
MAH	0.667	1.000	0.000	1.000	0.473
GEM. AANTAL MANDATEN	5.231	4.696	1.286	17.429	2.776
AANTAL DRUKBEZETTE BESTUURDERS (Drempel 5)	2.778	3.000	0.000	0.000	1.783
AANTAL DRUKBEZETTE BESTUURDERS (Drempel 3)	4.739	5.000	0.000	12.000	2.300
PC. DRUKB BESTUURDERS (Drempel 5)	0.321	0.300	0.000	0.833	0.200
PC. DRUKB BESTUURDERS (Drempel 3)	0.539	0.577	0.000	1.000	0.228
LN (LEEFTIJD)	3.199	3.135	0.693	4.936	1.088
LN (TA)	19.595	19.229	16.360	23.165	1.736
SCHULDGRAAD	0.192	0.154	0.000	0.564	0.179
MTB	1.767	1.161	0.215	8.743	1.546
LN (CG)	3.068	3.178	2.072	3.258	0.260
LN (AANTAL BESTUURDERS)	2.140	2.079	1.609	2.706	0.276
PC. ONAFH BESTUURDERS	0.442	0.429	0.185	0.818	0.140

**TABEL 4: BESCHRIJVENDE STATISTIEKEN VAN DE BELANGRIJKSTE VARIABELEN  
VOOR BEDRIJVEN MET MEERDERHEIDSAANDEELHOUDERS**

<i>Variabele</i>	<b>Gemiddelde</b>	<b>Mediaan</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Standaarddeviatie</b>
ROA	0.034	0.032	-0.847	0.345	0.146
GEM. AANTAL MANDATEN	5.398	4.873	1.286	17.429	2.887
PC. DRUKB BESTUURDERS (Drempel 5)	0.335	0.333	0.000	0.833	0.205
PC. DRUKB BESTUURDERS (Drempel 3)	0.573	0.625	0.000	1.000	0.238
DRUKBEZETTE RAAD (Drempel 5)	0.242	0.000	0.000	1.000	0.430
DRUKBEZETTE RAAD (Drempel 3)	0.625	1.000	0.000	1.000	0.486
FLS	0.237	0.210	0.115	0.477	0.094
FLD	2.131	2.125	1.701	2.710	0.245
FLI	0.520	0.441	0.204	1.233	0.254
LN (LEEFTIJD)	3.356	3.384	0.693	4.936	1.136
LN (TA)	19.553	19.229	16.360	23.165	1.646
SCHULDGRAAD	0.213	0.193	0.000	0.564	0.180
MTB	1.730	1.238	0.215	6.753	1.223
LN (CG)	3.045	3.157	2.072	3.258	0.295
LN (AANTAL BESTUURDERS)	2.172	2.197	1.609	2.706	0.282
PC. ONAFH BESTUURDERS	0.411	0.400	0.185	0.727	0.116
PC. ONAFH IN ÉÉN SUBGROEP	0.907	1.000	0.500	1.000	0.153

Opmerkelijk bij deze laatste tabel is dat de faultline maatstaven laag liggen. De faultline strength kan variëren van nul tot één, gaande van zwakke subgroepen tot perfect homogene subgroepen. In de steekproef is de gemiddelde faultline strength 0,237 en maximaal 0,477. Ook de waarden voor faultline distance en faultline index zijn eerder laag. Hoewel geen uitgesproken faultlines gevonden

worden, kunnen we echter geen vergelijking maken met de waarden uit voorgaand onderzoek, gezien het gebruikte algoritme voor het bepalen van subgroepen sterk verbeterd werd.

Ook blijkt dat zowel het gemiddelde als de mediaan van de variabele “het gemiddeld aantal mandaten” in een raad van bestuur zich situeert rond vijf bestuursmandaten. Zoals hierboven reeds werd vermeld, wordt in deze meesterproef een bestuurder als drukbezet gepercipieerd indien hij meer dan vijf mandaten bekleedt op basis van bepaling 4.5 in de CG Code 2009. Deze drempel lijkt bijgevolg goed gekozen te zijn voor het opzet van deze paper, aangezien op deze manier de bestuurders ongeveer gelijk verdeeld worden over twee groepen (drukbezet en niet drukbezet). Aangezien het gemiddelde en de mediaan zich rond de vijf mandaten situeert, is dit eveneens een eerste indicatie dat er veel drukbezette bestuurders aanwezig zullen zijn in beursgenoteerde ondernemingen. Om deze reden is het interessant om een dieper inzicht te verwerven in de impact van drukbezette bestuurders op de bedrijfsprestaties.

## **Correlatietabellen**

De correlatietabellen horende bij de verschillende modellen kunnen in bijlage 3 teruggevonden worden. In de context van deze meesterproef mogen de onderlinge correlaties de waarde 0,8 niet overschrijden. In deze tabellen wordt de maximumwaarde meermaals geschonden. Vermits het correlaties betreft tussen interactietermen en de afzonderlijke variabelen waaruit deze interactietermen zijn opgebouwd, is dit niet verwonderlijk. Desondanks zal hiermee rekening gehouden worden bij de interpretatie van de resultaten. Daarnaast kunnen in de tabellen ook verscheidene correlaties teruggevonden worden die de waarde 0,4 overschrijden. Zo is de aanwezigheid van een extra comité sterk positief gecorreleerd met de natuurlijke logaritme van enerzijds het aantal bestuurders en van anderzijds het totaal actief van de onderneming, en negatief gecorreleerd met het percentage drukbezette bestuurders indien een drempelwaarde van vijf mandaten wordt gehanteerd. Bovendien is de natuurlijke logaritme van het aantal bestuurders



positief gecorreleerd met de natuurlijke logaritme van de totale activa en is deze op zijn beurt positief gecorreleerd met de schuldgraad. Tot slot is de faultline distance sterk positief gecorreleerd met de natuurlijke logaritme van het aantal bestuurders, wat een indicatie is dat subgroepen op een grotere afstand van elkaar liggen indien de raad van bestuur meer bestuursleden telt. Ook blijken de faultline distance en de faultline strength een correlatie te vertonen. Dit is niet verwonderlijk aangezien beide variabelen een andere dimensie van subgroepvorming vatten.

De hoge correlaties tussen de verschillende faultline maatstaven kunnen wel enigszins problematisch zijn wanneer deze maatstaven gezamenlijk in een model opgenomen worden. Wij zijn echter van oordeel dat – volgend op de argumentatie van Zanutto et al.( 2011) – zowel de faultline strength als de faultline distance gezamenlijk belangrijk zijn om de impact van subgroepen op de ROA te onderzoeken en kiezen er dan ook voor om toch een aantal modellen op te stellen waarin alle maatstaven tegelijkertijd worden opgenomen. Een hogere waarde voor de faultline distance duidt op een grotere afstand tussen de verschillende subgroepen, wat een slechtere communicatie en hevigere conflicten in de hand werkt. Een hogere faultline strength impliceert een grotere homogeniteit binnenin een subgroep en bijgevolg een hogere verbondenheid tussen de leden van de desbetreffende subgroep. Een hogere verbondenheid versterkt de conflicten en de slechtere communicatie tussen de subgroepen. Indien slechts één maatstaf wordt opgenomen, wordt enkel één dimensie gevat. Bovendien kent de determinatiecoëfficiënt,  $R^2$ , een stijging in de modellen waarin alle maatstaven tegelijkertijd opgenomen werden. Om deze redenen besloten we deze modellen niet te verwerpen, maar eventuele tekenwissels omwille van multicollineariteit wel met de nodige voorzichtigheid te interpreteren.

## Analyses

### 1) Het voorkomen van busy directors in ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders

Een eerste inzicht omtrent de eerste hypothese wordt geleverd door univariate statistieken. Deze geven een eerste indicatie van het mogelijk vaker voorkomen van drukbezette bestuurders in ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders. Er wordt onderzocht of er een significant verschil bestaat tussen enerzijds het percentage en anderzijds het aantal drukbezette bestuurders in ondernemingen met en zonder meerderheidsaandeelhouders. Hierbij worden telkens twee groepen gecreëerd op basis van het al dan niet aanwezig zijn van een meerderheidsaandeelhouder in de ondernemingen. Voor het definiëren van een drukbezette bestuurder wordt zowel een drempelwaarde van drie als van vijf mandaten gehanteerd.

**TABEL 5: UNIVARIATE STATISTIEKEN VOOR HET VOORKOMEN VAN BUSY DIRECTORS IN ONDERNEMINGEN MET MEERDERHEIDSAANDEELHOUDERS**

	Aantal observaties	Percentage	Percentage drukbezette bestuurders (vanaf 5 mandaten)		Percentage drukbezette bestuurders (vanaf 3 mandaten)	
			Gemiddelde	Mediaan	Gemiddelde	Mediaan
<b>Met MAH</b>	120	66,67	0.335	0.333	0.573	0.625
<b>Zonder MAH</b>	60	33,33	0.292	0.279	0.470	0.500
<b>Signif. test</b>			-1.368	1.210	-2.939 ***	2.965***
<hr/>						
	Aantal observaties	Percentage	Aantal drukbezette bestuurders (vanaf 5 mandaten)		Aantal drukbezette bestuurders (vanaf 3 mandaten)	
			Gemiddelde	Mediaan	Gemiddelde	Mediaan
<b>Met MAH</b>	120	66,67	2.917	3.000	5.192	5.000
<b>Zonder MAH</b>	60	33,33	2.500	2.000	3.833	3.500
<b>Signif. test</b>			-1.483	1.364	-3.879 ***	3.553***

\*\*\* Significant op niveau 0,01

De resultaten worden weergegeven in tabel 5. Hieruit blijkt dat er voor een drempelwaarde van vijf mandaten geen significant verschil bestaat tussen het gemiddelde en de mediaan van zowel het

percentage als van het aantal drukbezette bestuurders in ondernemingen met of zonder meerderheidsaandeelhouders. Voor een drempelwaarde van drie mandaten wordt er daarentegen wel gevonden dat ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders een hoger percentage en een hoger aantal drukbezette bestuurders vertonen.

Vervolgens wordt deze hypothese verder onderzocht met behulp van regressiemodellen om eveneens te controleren voor andere factoren. Deze modellen zijn terug te vinden in tabel 6. Net zoals bij de univariate testen is er een significant verschil tussen het percentage en het aantal drukbezette bestuurders in ondernemingen met en zonder meerderheidsaandeelhouders indien een drempelwaarde van drie mandaten wordt toegepast. Bij een drempelwaarde gelijk aan vijf mandaten wordt geen verband gevonden tussen de afhankelijke variabelen en het al dan niet aanwezig zijn van meerderheidsaandeelhouders. De controlevariabele *ownership concentration* is daarenboven meer significant positief gerelateerd met de afhankelijke variabelen in de modellen met een gehanteerde drempelwaarde gelijk aan drie (model 1.3 en 1.4) dan in de modellen waarin een drempelwaarde van vijf mandaten wordt toegepast (model 1.1 en 1.2). Hieruit blijkt dat drukbezette bestuurders – vooral bij een drempelwaarde gelijk aan drie – vaker voorkomen indien de aandeelhoudersconcentratie hoger is en dit bevestigt bijgevolg het gevonden resultaat voor hypothese 1.

Uit tabel 6 kan daarnaast afgeleid worden dat de schuldgraad en de *market-to-book* ratio in alle modellen een respectievelijk significant positieve en significant negatieve invloed hebben op het percentage en het aantal drukbezette bestuurders. De impact van de andere controlevariabelen kan echter niet veralgemeend worden over de modellen heen. Zo hebben bijvoorbeeld de natuurlijke logaritmes van het totaal actief van de onderneming en van het aantal bestuurders een significant negatieve impact op het percentage drukbezette bestuurders (model 1.1 en 1.3), maar respectievelijk een insignificant negatieve en significant positieve invloed op het aantal drukbezette bestuurders

**TABEL 6: REGRESSIES VOOR HET VOORKOMEN VAN BUSY DIRECTORS  
IN ONDERNEMINGEN MET MEERDERHEIDSAANDEELHOUDERS**

	Drempelwaarde 5				Drempelwaarde 3			
	Model 1.1: Afhank. Var: Perc. drukbezet		Model 1.2: Afhank. Var: Aantal drukbezet		Model 1.3: Afhank. Var: Perc. drukbezet		Model 1.4: Afhank. Var: Aantal drukbezet	
	Coeff.	Signif.	Coeff.	Signif.	Coeff.	Signif.	Coeff.	Signif.
C	0.241		-3.815	***	0.137		-10.793	***
MAH	0.027		-0.019		0.086	***	0.769	***
LN (AANTAL BESTUURDERS)	-0.093	*	1.966	***	-0.202	*	3.393	***
PC. ONAFH BESTUURDERS	-0.078		-1.150	*	0.021		0.188	
LN (TA)	-0.007	***	-0.032		-0.013	*	-0.101	
LN (LEEFTIJD)	0.002		-0.026		0.072	***	0.568	***
SCHULDGRAAD	0.221	***	1.472	***	0.255	*	2.018	*
MTB	-0.027	***	-0.240	***	-0.025	***	-0.186	***
OWNERSHIP CONCENTRATION	0.010		0.073	*	0.024	***	0.251	***
LN (CG)	0.085		0.703		0.179	***	1.737	***
EXTRA COMITE	-0.107	***	-0.893	***	-0.0004		0.129	
2009	0.092	***	0.736	***	0.097	***	0.987	***
2010	0.056	***	0.554	***	0.061	***	0.702	***
INDUSTRIE	Opgenomen in het model via dummy's							
F-statistiek	3.209	***	4.209	***	3.954	***	8.198	***
R <sup>2</sup>	0.276		0.333		0.320		0.493	
Aangepaste R <sup>2</sup>	0.190		0.254		0.239		0.433	

\* Significant op niveau 0,1

\*\* Significant op niveau 0,05

\*\*\* Significant op niveau 0,01

(model 1.2 en 1.4). Bovendien blijkt uit model 1.3 en 1.4 dat de natuurlijke logaritmes van zowel de leeftijd van de onderneming als van de corporate governance variabele een positief verband hebben met de afhankelijke variabelen ingeval van een drempel gelijk aan drie mandaten, maar niet ingeval van een drempelwaarde gelijk aan vijf. Ook wordt gevonden dat de aanwezigheid van een extra

comité in de raad van bestuur een negatieve relatie vertoont met het percentage en het aantal drukbezette bestuurders ingeval van een drempelwaarde gelijk aan vijf.

Op basis van bovenstaande analyse kan geconcludeerd worden dat het al dan niet vaker voorkomen van busy directors in ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders afhankelijk is van de manier waarop een drukbezette bestuurder gedefinieerd wordt.

## 2) De impact van busy directors op de resultaten van een onderneming

De invloed van drukbezette bestuurders op de resultaten van de onderneming wordt onderzocht aan de hand van hun impact op de ROA. Dit wordt eerst onderzocht met behulp van univariate testen (weergegeven in tabel 7), om een eerste indicatie van een mogelijk verband tussen drukbezette bestuurders en de ROA te verkrijgen. Hierbij worden twee groepen gecreëerd op basis van enerzijds een al dan niet drukbezette raad van bestuur en anderzijds op basis van de mediaan van de variabele “percentage drukbezette bestuurders” in een raad van bestuur, waarbij een bestuurder als drukbezet gedefinieerd wordt overeenkomstig de drempelwaarde van vijf. Hieruit blijkt echter dat zowel het gemiddelde als de mediaan van de ROA niet significant verschilt tussen de twee groepen onderling.

TABEL 7: UNIVARIATE STATISTIEKEN VOOR DE IMPACT VAN BUSY DIRECTORS OP DE BEDRIJFSPRESTATIES

		Non-Busy	Busy	Signif. test
<b>Busy maatstaf 1: Percentage drukbezet (groter of kleiner dan de mediaan)</b>	Aantal observaties	67	53	-
	Gem. ROA	0.022	0.048	-0.979
	Mediaan ROA	0.027	0.040	0.460
<b>Busy maatstaf 2: Drukbezette raad (percentage groter of kleiner dan 50%)</b>	Aantal observaties	91	29	-
	Gem. ROA	0.029	0.047	-0.552
	Mediaan ROA	0.028	0.061	1.134

Een tweede manier om een mogelijk negatief verband te achterhalen tussen drukbezette bestuurders en de ROA is op basis van een regressiemodel. Hierbij wordt eveneens voor tal van

andere factoren gecontroleerd. De onafhankelijke variabelen gebruikt in de modellen zijn het percentage drukbezette bestuurders en een dummyvariabele voor een al dan niet drukbezette raad van bestuur. De resultaten van deze gebruikte modellen kunnen teruggevonden worden in tabel 8.

Zoals uit model 2.2 blijkt, bestaat er een insignificant positieve relatie tussen een drukbezette raad en de ROA. Ook levert het percentage drukbezette bestuurders in een raad van bestuur en de kwadratische term hiervan – indien gezamenlijk opgenomen in een model (model 2.1) – geen significant verband op met de afhankelijke variabele. Indien enkel het percentage drukbezette bestuurders in een model wordt opgenomen en niet de gekwadrateerde term van deze variabele (model 2.3), wordt er wel een significant verband gevonden. Het percentage drukbezette bestuurders is dan namelijk significant positief gerelateerd met de ROA, wat met andere woorden de *reputation hypothesis* ondersteunt. Wanneer we vervolgens het mogelijk niet-lineaire verband onderzoeken met behulp van een *piece-wise regression* (model 2.4), vinden we eveneens geen ondersteuning voor de verwachte niet-lineaire relatie. De variabele “percentage drukbezette bestuurders” is immers significant positief gerelateerd met de ROA zowel wanneer deze kleiner of gelijk is aan vijftig procent als wanneer deze groter is dan vijftig procent. Uit deze resultaten blijkt bijgevolg dat de al dan niet significante impact van drukbezette bestuurders op de ROA ingeval van een drempelwaarde gelijk aan vijf mandaten afhankelijk is van het gebruikte model.

In tabel 8 wordt bovendien een positief verband aangetoond tussen de grootte van de raad van bestuur (weergegeven door de natuurlijke logaritme van het aantal bestuurders) en de ROA en dit in tegenstelling tot eerder gevonden resultaten (Yermack 1996). De natuurlijke logaritme van zowel het totaal actief als van de leeftijd van de onderneming en de *market-to-book* ratio hebben, zoals verwacht, een positieve relatie met de ROA en de schuldgraad beïnvloedt deze afhankelijke variabele negatief.

**TABEL 8: REGRESSIES VOOR DE IMPACT VAN BUSY DIRECTORS OP DE BEDRIJFSPRESTATIES (DREMPEL 5)**

	<b>Afhankelijke variabele: ROA</b>							
	<b>Model 2.1: Perc. drukbezet</b>		<b>Model 2.2: Drukbezette raad</b>		<b>Model 2.3: Perc. drukbezet zonder kwadratische term</b>		<b>Model 2.4: Piece-wise regression</b>	
	<b>Coeff.</b>	<b>Signif.</b>	<b>Coeff.</b>	<b>Signif.</b>	<b>Coeff.</b>	<b>Signif.</b>	<b>Coeff.</b>	<b>Signif.</b>
C	-0.472	***	-0.493	***	-0.459	***	-0.465	***
PERCENTAGE DRUKBEZET	-0.065		-	-	0.088	**	-	-
(PERCENTAGE DRUKBEZET) <sup>2</sup>	0.200		-	-	-	-	-	-
DRUKBEZETTE RAAD (50%)	-		0.026		-	-	-	-
PERCENTAGE DRUKBEZET ≤ 0,5	-	-	-	-	-	-	0.067	***
PERCENTAGE DRUKBEZET > 0,5	-	-	-	-	-	-	0.088	*
LN (AANTAL BESTUURDERS)	0.074	***	0.068	***	0.077	***	0.073	***
PC. ONAFH BESTUURDERS	-0.186		-0.190		-0.197		-0.195	
LN (TA)	0.028	*	0.028	*	0.028	*	0.028	*
LN (LEEFTIJD)	0.017	**	0.019	**	0.019	***	0.019	***
SCHULDGRAAD	-0.151	***	-0.154	***	-0.165	***	-0.161	***
MTB	0.042	***	0.041	***	0.041	***	0.041 3	***
OWNERSHIP CONCENTRATION	-0.020		-0.018		-0.020		-0.021	
LN (CG)	-0.060		-0.055		-0.072		-0.067	
EXTRA COMITE	-0.031		-0.032		-0.028		-0.028	
2009	0.005		0.010		0.005		0.005	
2010	0.031	**	0.036	***	0.032	***	0.032	***
INDUSTRIE	Opgenomen in het model met industriedummy's							
F-statistiek	2.362	***	2.410		2.468	***	2.326	***
R <sup>2</sup>	0.323		0.314		0.319		0.320	
Aangepaste R <sup>2</sup>	0.186		0.184		0.190		0.182	

### ***Bijkomende analyse***

In deze meesterproef wordt een bestuurder geclassificeerd als een drukbezette bestuurder indien hij meer dan vijf bestuursmandaten bekleedt overeenkomstig de Belgische CG Code 2009. In de reeds bestaande literatuur wordt echter vaak een maatstaf van drie mandaten gehanteerd voor de identificatie van een *busy director* (Core et al. 1999; Ferris et al. 2003; Fich en Shivdasani 2006) en ook bij andere richtlijnen komt regelmatig deze lagere drempelwaarde voor (cfr. *National Association of Corporate Directors* (NACD 1996) en *Council for Institutional Investors*). Om die reden werd een bijkomende analyse uitgevoerd (tabel 9), waarbij in de verschillende modellen een bestuurder reeds vanaf drie mandaten als een *busy director* wordt geclassificeerd (model 2.5 tot en met 2.8). Tegenstrijdig met het eerder gevonden insignificant positieve verband tussen een drukbezette raad en de ROA, vertoont model 2.6 wel een significant positieve relatie. Bovendien heeft het percentage drukbezette bestuurders eveneens een significant positieve impact op de ROA (model 2.5, 2.7 en 2.8). In tegenstelling tot de gevonden resultaten bij een drempelwaarde gelijk aan vijf mandaten ondersteunen alle modellen voor een drempelwaarde gelijk aan drie mandaten de *reputation hypothesis*. De resultaten lijken bijgevolg gevoelig aan de specificatie van “busy director”.

Uit de twee bovenstaande analyses aangaande de impact van drukbezette bestuurders op de resultaten van een onderneming, kan besloten worden dat – ingeval een drempelwaarde gelijk aan drie mandaten wordt gehanteerd – de resultaten eenduidig een positieve relatie aantonen tussen drukbezette bestuurders en de ROA van een onderneming. Wanneer daarentegen een drempelwaarde gelijk aan vijf mandaten wordt toegepast, vertonen slechts enkele modellen een positief verband met de ROA en geeft de *piece-wise regression* (model 2.4) aan dat een laag percentage drukbezette bestuurders meer significant positief gerelateerd is met de ROA dan een hoog percentage drukbezette bestuurders. De grotere gevoeligheid aan de specificatie van de variabele en het model bij een drempelwaarde gelijk aan vijf wijst op een verwatering van het



positieve effect van drukbezette bestuurders op de bedrijfsprestatie indien het aantal aangehouden mandaten toeneemt. De *reputation hypothesis* wordt met andere woorden ondersteund mits een beperkt aantal mandaten, maar het positieve effect neemt af naarmate een bestuurder meer bestuursmandaten bekleedt.

**TABEL 9: REGRESSIES VOOR DE IMPACT VAN BUSY DIRECTORS OP DE BEDRIJFSPRESTATIES (DREMPEL 3)**

	Afhankelijke variabele: ROA							
	Model 2.5: Perc. drukbezet		Model 2.6: Drukbezette raad		Model 2.7: Perc. drukbezet zonder kwadratische term		Model 2.8: Perc. drukbezet met enkel kwadratische term	
	Coeff.	Signif.	Coeff.	Signif.	Coeff.	Signif.	Coeff.	Signif.
C	-0.465	***	-0.483	***	-0.445	***	-0.451	***
PERCENTAGE DRUKBEZET	-0.132		-	-	0.100	***	-	-
(PERCENTAGE DRUKBEZET) <sup>2</sup>	0.201	***	-	-	-	-	0.092	***
DRUKBEZETTE RAAD (50%)	-	-	0.010	*	-	-	-	-
LN (AANTAL BESTUURDERS)	0.078	***	0.062	***	0.080	***	0.080	***
PC. ONAFH BESTUURDERS	-0.208		-0.195		-0.215		-0.213	
LN (TA)	0.030	*	0.029	*	0.030	*	0.030	*
LN (LEEFTIJD)	0.014	*	0.019	**	0.012		0.012	*
SCHULDGRAAD	-0.169	***	-0.156	***	-0.173	***	-0.173	***
MTB	0.042	***	0.040	***	0.042	***	0.043	***
OWNERSHIP CONCENTRATION	-0.020		-0.018		-0.022		-0.022	
LN (CG)	-0.064		-0.061		-0.086		-0.078	
EXTRA COMITE	-0.035		-0.035		-0.035		-0.035	
2009	-0.001		0.011	*	-0.001		-0.002	
2010	0.028	***	0.036	***	0.027	***	0.027	***
INDUSTRIE	Opgenomen in het model met industriedummy's							
F-statistiek	2.445	***	2.367	***	2.545	***	2.583	***
R <sup>2</sup>	0.331		0.310		0.326		0.329	
Aangepaste R <sup>2</sup>	0.195		0.179		0.198		0.202	

### 3) De invloed van subgroepen op de bedrijfsprestaties

Tabel 10 geeft de resultaten weer van de regressies die de invloed bepalen van subgroepen in de raad van bestuur op de bedrijfsprestaties. Eerst en vooral werden in de modellen 3.2 tot en met 3.4 de verschillende faultline parameters afzonderlijk opgenomen. Alle faultline maatstaven afzonderlijk vertonen een negatieve relatie met de ROA, maar enkel de negatieve coëfficiënt van de faultline index is hierbij significant. Deze meest geschikte maatstaf (Zanutto et al. 2011) – die zowel de invloed van de faultline distance als van de faultline strength omvat – ondersteunt bijgevolg het eerste deel van de derde hypothese. Wanneer alle faultline variabelen samen in één model opgenomen worden (model 3.1), vertoont de faultline strength echter een significant positieve relatie met de ROA. Deze tekenwisseling is hoogstwaarschijnlijk te wijten aan de multicollineariteit tussen de verschillende faultline variabelen. Desalniettemin kiezen we ervoor om dit model eveneens op te nemen in ons onderzoek, aangezien we van oordeel zijn dat het simultaan opnemen van de verschillende faultline maatstaven het best de impact van subgroepen weergeeft, zoals reeds eerder geargumenteed werd. Door alle maatstaven samen op te nemen in het model, zien we bovendien een toename van de determinatiecoëfficiënt,  $R^2$ , wat betekent dat een groter deel van de variabiliteit verklaard wordt door het statistisch model. Ook kunnen we uit model 3.1 besluiten dat de faultline index een significant negatieve relatie vertoont met de ROA en dat de vorming van subgroepen in de raad van bestuur dus een negatieve impact heeft op de resultaten van een onderneming.

In een volgende stap zullen we nagaan of de impact van deze subgroepen versterkt wordt door een mogelijke verdeling tussen de afhankelijke en onafhankelijke bestuurders. Hierbij veronderstellen we dat de onafhankelijke bestuurders geen connectie hebben met de meerderheidsaandeelhouders. Hypothese 3b wil immers nagaan of subgroepen, die samenvallen met de scheiding tussen afhankelijke en onafhankelijke bestuurders – en dus, zoals verondersteld werd, al dan geen connectie hebben met de meerderheidsaandeelhouders – een grotere negatieve impact hebben op de

TABEL 10: REGRESSIES VOOR DE IMPACT VAN SUBGROEPEN OP DE BEDRIJFSPRESTATIES

	Afhankelijke variabele: ROA							
	Model 3.1: alle FL		Model 3.2: enkel FLS		Model 3.3: enkel FLD		Model 3.4: enkel FLI	
	Coeff.	Signif.	Coeff.	Signif.	Coeff.	Signif.	Coeff.	Signif.
C	-1.547	*	-0.507		-0.339		-0.483	
FLS	4.832	**	-0.083		-	-	-	-
FLD	0.330		-	-	-0.074		-	-
FLI	-2.040	**	-	-	-	-	-0.055	*
PC. ONAFH. IN SUBGROEP	0.027		0.041		0.033		0.040	
LN (AANTAL BESTUURDERS)	-0.047		0.061	**	0.024		0.054	*
PC. ONAFH. BESTUURDERS	-0.236	***	-0.193		-0.245	***	-0.210	*
LN (TA)	0.038	**	0.028		0.030	*	0.027	
LN (LEEFTIJD)	0.027	***	0.021	***	0.022	***	0.021	***
SCHULDGRAAD	-0.250	**	-0.155	**	-0.158	***	-0.157	***
MTB	0.034	***	0.040	***	0.043	***	0.041	***
OWNERSHIP CONCENTRATION	-0.010		-0.015		-0.014		-0.014	
LN (CG)	0.026		-0.053		-0.041		-0.047	
EXTRA COMITE	-0.008		-0.037		-0.033		-0.036	
2009	0.031	***	0.009		0.008		0.007	
2010	0.044	***	0.037	***	0.034	***	0.035	***
INDUSTRIE	Opgenomen in het model met industriedummy's							
F-Statistiek	2.739	***	2.254	***	2.326	***	2.230	***
R <sup>2</sup>	0.383		0.313		0.320		0.317	
Aangepaste R <sup>2</sup>	0.243		0.174		0.182		0.179	

**TABEL 11: REGRESSIES VOOR DE IMPACT VAN SUBGROEPEN EN DE VERDELING TUSSEN AFHANKELIJKE EN ONAFHANKELIJKE BESTUURDERS OP DE BEDRIJFSPRESTATIES**

	<b>Afhankelijke variabele: ROA</b>							
	<b>Model 3.5: alle FL</b>		<b>Model 3.6: enkel FLS</b>		<b>Model 3.7: enkel FLD</b>		<b>Model 3.8: enkel FLI</b>	
	<b>Coeff.</b>	<b>Signif.</b>	<b>Coeff.</b>	<b>Signif.</b>	<b>Coeff.</b>	<b>Signif.</b>	<b>Coeff.</b>	<b>Signif.</b>
C	-4.248		-0.104		2.278	**	-0.060	
FLS	30.790	*	-1.613		-	-	-	-
FLD	1.299		-	-	-1.228	*	-	-
FLI	-12.457	*	-	-	-	-	-0.752	
PC. ONAFH. IN SUBGROEP	3.100		-0.366		-2.677	*	-0.376	
FLS X PC. ONAFH. IN SUBGROEP	-28.727		1.688		-	-	-	-
FLD X PC. ONAFH. IN SUBGROEP	-1.102		-	-	1.249		-	-
FLI X PC. ONAFH. IN SUBGROEP	11.576		-	-	-	-	0.771	
LN (AANTAL BESTUURDERS)	-0.020		0.034		0.011		0.026	
PC. ONAFH. BESTUURDERS	-0.177	***	-0.199		-0.198	***	-0.208	*
LN (TA)	0.036	**	0.027		0.024	**	0.026	
LN (LEEFTIJD)	0.025	***	0.024	***	0.023	***	0.024	***
SCHULDGRAAD	-0.181	**	-0.147	**	-0.110	***	-0.140	**
MTB	0.041	***	0.041	***	0.052	***	0.043	***
OWNERSHIP CONCENTRATION	-0.008		-0.012		-0.007		-0.010	
LN (CG)	-0.003		-0.044		-0.049		-0.039	
EXTRA COMITE	-0.026		-0.028		-0.037		-0.027	
2009	0.0269	***	0.020	*	0.020	**	0.021	*
2010	0.036	***	0.038	***	0.036	***	0.036	***
INDUSTRIE	Opgenomen in het model met industriedummy's							
F-Statistiek	3.763	***	2.369	***	3.001	***	2.578	***
R <sup>2</sup>	0.500		0.337		0.391		0.356	
Aangepaste R <sup>2</sup>	0.367		0.195		0.261		0.218	

bedrijfsprestaties. Tabel 11 geeft de regressieresultaten weer van de modellen waarin de interactietermen tussen de faultline maatstaven en het percentage onafhankelijke bestuurders die samen in één subgroep zitten, werden opgenomen (model 3.5 tot en met 3.8). Hierbij zien we een toename van  $R^2$ , wat betekent dat een groter deel van de variabiliteit in de ROA verklaard kan worden door deze interactievariabelen toe te voegen aan het model. De toename van de determinatiecoëfficiënt laat dus vermoeden dat deze andere manier van subgroepering, namelijk op basis van bestuurders die al dan niet een connectie hebben met de meerderheidsaandeelhouders, nuttig kan zijn bij een onderzoek naar de vorming van subgroepen binnenin de raad van bestuur. De interactietermen vertonen echter geen significante resultaten, waardoor dit deel van de derde hypothese verworpen kan worden. Subgroepen hebben bijgevolg een negatieve impact op de bedrijfsprestaties, maar deze negatieve relatie wordt niet versterkt indien één van de subgroepen een meer diepgaande relatie heeft met de meerderheidsaandeelhouders.

#### **4) Het effect van drukbezette bestuurders in subgroepen op de bedrijfsprestaties**

De regressieresultaten voor de modellen die de impact van drukbezette bestuurders in subgroepen op de bedrijfsprestaties nagaan, worden weergegeven in tabel 12. Hierbij worden de interactietermen van de verschillende faultline variabelen met de dummyvariabele voor een drukbezette raad (met een drempelwaarde gelijk aan vijf bestuursmandaten) toegevoegd aan de modellen. In model 4.2 tot en met 4.4 werden de verschillende faultline maatstaven eerst afzonderlijk opgenomen. Deze geven consistente resultaten weer: de faultline parameters hebben steeds een significant negatieve relatie met de ROA, terwijl een drukbezette raad daarentegen een positief modererende factor is. Model 4.1 bevat simultaan alle faultline maatstaven.

De faultline strength en de faultline distance ondergaan opnieuw een tekenwissel wat waarschijnlijk te wijten is aan de hoge correlatie tussen de variabelen. Deze variabelen zijn echter niet significant, waardoor we deze niet zullen betrekken in ons besluit. De faultline index en zijn

**TABEL 12: REGRESSIERESULTATEN VOOR DE IMPACT VAN SUBGROEPEN  
EN EEN DRUKBEZETTE RAAD OP DE BEDRIJFSPERFORMANTIE**

	<b>Afhankelijke variabele: ROA</b>							
	<b>Model 4.1: alle FL</b>		<b>Model 4.2: enkel FLS</b>		<b>Model 4.3: enkel FLD</b>		<b>Model 4.4: Enkel FLI</b>	
	<b>Coeff.</b>	<b>Signif.</b>	<b>Coeff.</b>	<b>Signif.</b>	<b>Coeff.</b>	<b>Signif.</b>	<b>Coeff.</b>	<b>Signif.</b>
C	-1.752		-0.318	*	-0.198		-0.319	*
FLS	6.028		-0.307	***	-	-	-	-
FLD	0.461		-	-	-0.119	***	-	-
FLI	-2.647	*	-	-	-	-	-0.143	***
DRUKBEZETTE RAAD	1.214		-0.119	***	-0.270	***	-0.104	***
FLS X DRUKKE RAAD	-5.798		0.593	***	-	-	-	-
FLD X DRUKKE RAAD	-0.589		-	-	0.136	***	-	-
FLI X DRUKKE RAAD	2.743	*	-	-	-	-	0.239	***
LN (AANTAL BESTUURDERS)	0.002		0.095	0.0006	0.039		0.089	0.0105
PC. ONAFH. BESTUURDERS	-0.234	**	-0.232		-0.283	**	-0.256	*
LN (TA)	0.033	*	0.020		0.027	**	0.020	
LN (LEEFTIJD)	0.025	***	0.017	*	0.019	*	0.017	*
SCHULDGRAAD	-0.277	***	-0.186	***	-0.173	***	-0.193	***
MTB	0.035	***	0.041	***	0.045	***	0.042	***
OWNERSHIP CONCENTRATION	-0.005		-0.017		-0.014		-0.014	
LN (CG)	0.012		-0.044		-0.041		-0.039	
EXTRA COMITE	-0.005		-0.025		-0.028		-0.024	
2009	0.032	***	0.010		0.002		0.007	
2010	0.044	***	0.031	***	0.031	***	0.030	***
INDUSTRIE	Opgenomen in het model met industriedummy's							
F-Statistiek	2.785	***	2.411	***	2.307	***	2.500	***
R <sup>2</sup>	0.425		0.341		0.331		0.349	
Aangepaste R <sup>2</sup>	0.273		0.199		0.187		0.209	

interactieterm met een drukbezette raad hebben wel een significante impact op de ROA, respectievelijk negatief en positief. We kunnen dus besluiten dat faultlines een negatieve impact hebben op de ROA, maar dat een drukbezette raad hiervoor een positief modererende factor is. Hypothese 4 wordt met andere woorden verworpen.

Uit deze modellen kunnen we eveneens opmerken dat het interessant is om de impact van subgroepen te betrekken in ons onderzoek omtrent busy directors. Door de interactietermen tussen de faultline maatstaven en de dummyvariabele voor een drukbezette raad toe te voegen aan het model dat de impact van een drukbezette raad op de ROA weerspiegelt, zal een groter deel van de variabiliteit in de ROA immers verklaard worden. De determinatiecoëfficiënt stijgt minimaal met 0,017 (in model 4.3) en maximaal met 0,111 (in model 4.1) in vergelijking met model 2.2. Dit betekent opnieuw dat het grootste deel van de variabiliteit verklaard wordt indien alle drie de faultline maatstaven simultaan worden opgenomen.

## V. Discussie

### Conclusie en implicaties

In de resultatensectie werd gevonden dat – indien een bestuurder gedefinieerd werd als drukbezet overeenkomstig een drempelwaarde van vijf mandaten – het verband tussen drukbezette bestuurders en de ROA van een onderneming gevoelig is voor de specificatie van het model. Zo bestaat er immers een significant positief verband tussen het percentage drukbezette bestuurders en de ROA, maar vertoont een drukbezette raad een insignificant positieve relatie met de afhankelijke variabele. De *piece-wise regression* toont daarnaast een positief verband aan tussen het percentage drukbezette bestuurders en de ROA, zowel wanneer deze kleiner of gelijk is aan vijftig procent als wanneer deze groter is dan vijftig procent. Bij een laag percentage drukbezette bestuurders is dit positieve verband echter meer significant dan bij een hoog percentage. Bij de uitvoering van een additionele analyse, waarbij een bestuurder als drukbezet geclassificeerd werd ingeval van drie of meer bestuursmandaten, tonen de resultaten eenduidig een positieve relatie aan tussen drukbezette bestuurders en de ROA. Aangezien deze eenduidig positieve relatie blijkt te verwateren indien een drempel gelijk aan vijf mandaten wordt gekozen, kunnen we hieruit besluiten dat bij een beperkt aantal mandaten de *reputation hypothesis* overheerst, maar dat dit positieve effect afneemt naarmate een bestuurder meer bestuursmandaten bekleedt.

Een bevestiging van de verwatering van de positieve effecten van drukbezette bestuurders bij een drempelwaarde van vijf mandaten, kan eveneens teruggevonden worden in de regressieresultaten van hypothese 1 (tabel 6). In deze regressiemodellen wordt immers aangetoond dat, bij een drempelwaarde gelijk aan drie mandaten, een significant positief verband bestaat tussen de natuurlijke logaritme van de corporate governance variabele enerzijds en het percentage en het aantal drukbezette bestuurders anderzijds. Bij een drempelwaarde van vijf is dit positief verband daarentegen insignificant. Dit impliceert dat ondernemingen begaan met een deugdelijk bestuur



significant meer bestuurders aanwerven met drie tot en met vijf bestuursmandaten. Zij beschouwen klaarblijkelijk enkel bestuurders die “een beetje” drukbezet zijn als een aanwinst voor hun onderneming. Bovendien wordt gevonden dat ondernemingen met een extra comité in de raad van bestuur – en dus een indirect betere corporate governance – een lager percentage en minder drukbezette bestuurders hebben in hun raad van bestuur, indien een drempelwaarde van vijf mandaten gehanteerd wordt. Dit impliceert op zijn beurt dat ondernemingen begaan met een deugdelijk bestuur, zich bewust zijn van deze verwatering van positieve effecten en derhalve minder zeer drukbezette bestuurders aanwerven.

Uit bovenstaande argumentatie kunnen we besluiten dat bepaling 4.5 van de CG Code 2009 – waarin bestuurders aangeraden wordt om niet meer dan vijf mandaten in beursgenoteerde ondernemingen te bekleden – eventueel verstrengd dient te worden voor Belgische, beursgenoteerde ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders. Drukbezette bestuurders hebben in deze ondernemingen namelijk een eenduidig positieve impact op de resultaten van een onderneming tot een bepaald aantal mandaten. Wanneer een bestuurder als drukbezet gepercipieerd wordt vanaf meer dan vijf mandaten, vinden we in deze meesterproef echter een verwatering van de positieve effecten. Een rationele wetgever zou dus steeds moeten opteren om een drempel op te leggen gelijk aan of kleiner dan vijf bestuursmandaten. Daar we niet precies weten wanneer de positieve effecten reeds beginnen te verwateren, lijkt een drempel gelijk aan drie of vier mandaten meer geschikt om consistent een positieve invloed te bewerkstelligen.

De eerder gemaakte redenering bij de tweede hypothese kan vervolgens gelinkt worden aan de resultaten van de eerste hypothese. Hierbij werd aangetoond dat er significant meer drukbezette bestuurders voorkomen in ondernemingen met meerderheidsaandeelhouders wanneer een drempelwaarde gelijk aan drie wordt toegepast, maar dat er geen significant verschil bestaat in het percentage en het aantal drukbezette bestuurders indien een drempelwaarde van vijf wordt gehanteerd. Gecombineerd met onze bevindingen uit de tweede hypothese, zou dit kunnen

impliceren dat meerderheidsaandeelhouders opteren om meer bestuurders aan te werven met een aantal mandaten gelijk aan of groter dan drie maar kleiner dan zes, omdat ze hun expertise beschouwen als een aanwinst voor de onderneming. Bij dit soort bestuurders wordt immers de *reputation hypothesis* ondersteund.

Verder kunnen we, analoog aan voorgaande studies, besluiten dat subgroepen binnenin de raad van bestuur, die gevormd worden op basis van demografische en taakgerelateerde variabelen, een negatieve impact hebben op de functionaliteit van de raad van bestuur en bijgevolg op de resultaten van de onderneming. Het is dus belangrijk dat bij het aanstellen van nieuwe bestuurders erop gelet wordt dat de diversiteit binnenin de raad van bestuur voldoende gevarieerd is. Een hoge diversiteit zal immers niet alleen zorgen voor een ruimere visie en kennis van de raad van bestuur, het zal ook voorkomen dat subgroepen ontstaan op basis van gelijkaardige diversiteitskenmerken.

In tegenstelling tot onze verwachtingen, hebben meerderheidsaandeelhouders geen invloed op de vorming van subgroepen. Men kan hieruit besluiten dat bestuurders die aangesteld worden door de meerderheidsaandeelhouders onderling geen grotere connecties vertonen dan met bestuurders die niet werden aangesteld door de meerderheidsaandeelhouders.

We vinden daarnaast dat drukbezette bestuurders (met een drempelwaarde gelijk aan vijf bestuursmandaten) in subgroepen geen negatieve maar net een positief modererende impact hebben op de ROA. Enerzijds kunnen we verwachten dat deze positieve invloed van drukbezette bestuurders ontstaat door hun verhoogde kennis en ervaring. Anderzijds kunnen drukbezette bestuurders ervoor zorgen dat de subgroepen, die ontstaan op basis van demografische en taakgerelateerde variabelen, vervagen. Drukbezette bestuurders zullen immers, wegens hun tijdsgebrek, hun mogelijk grotere afwezigheid op bestuursvergaderingen en hun verbondenheid met meerdere raden van bestuur, minder snel een band creëren met bestuurders in een bepaalde subgroep van de raad van bestuur. Hierdoor zal de neiging tot de vorming van subgroepen tegengegaan worden. Bovendien kunnen drukbezette bestuurders, dankzij hun hogere reputatie en

hun voorkeur om een groter belang te hechten aan efficiëntie, een brug vormen tussen de subgroepen van de raad van bestuur. Ook Thatcher et al. (2003) vermeldden immers dat indien bepaalde personen zich tot meer dan één subgroep aangetrokken voelen, er een overlap zal ontstaan tussen beide subgroepen. Deze overlap zal de communicatie tussen de subgroepen en bijgevolg ook de groepsperformantie verbeteren. We kunnen hieruit afleiden dat een betere connectie tussen de subgroepen een positieve invloed zal hebben op de groepsprestaties en dat drukbezette bestuurders, dankzij hun verhoogde reputatie, in een goede positie zitten om een brug te vormen tussen de mogelijk ontstane subgroepen. Het algoritme voor het bepalen van de subgroepen gaf eveneens verschillende mogelijkheden voor het creëren van subgroepen binnenin sommige raden van bestuur. Dit is tevens een indicatie dat subgroepen niet eenduidig bepaald zijn en dat er een overlap bestaat tussen de leden van de verschillende subgroepen. In tegenstelling tot de resultaten van Kaczmarek et al. (2012), besluiten wij dus dat busy directors de verdeling van de raad van bestuur op basis van andere karakteristieken niet versterkt maar net verzwakt.

Tot slot moet analoog aan de inzichten van Kaczmarek et al. (2012) opgemerkt worden dat – zoals uit de literatuurvoorbeelden bleek (Lau en Murnighan 1998) – faultlines vooral zullen ontstaan wanneer de diversiteit tussen leden van de raad van bestuur gematigd is. Indien de diversiteit binnen een raad van bestuur zeer laag of zeer hoog is, zal het immers moeilijker zijn om homogene subgroepen te creëren. De toenemende vraag naar een hogere diversiteit binnenin de raad van bestuur (zoals bijvoorbeeld de vrouwenquota), moet dan ook met de nodige voorzichtigheid benaderd worden, indien dit de diversiteit van een laag naar een middelmatig niveau brengt en bijgevolg de kans op het vormen van homogene subgroepen vergroot. Een toenemende diversiteit komt de raad van bestuur wel ten goede indien dit het diversiteitsniveau voldoende verhoogd om zodanig homogene subgroepen te vermijden. Het is dus belangrijk dat het nominatiecomité voldoende aandacht besteedt aan de kenmerken van de bestuurders en de aanwezige diversiteit binnenin de raad van bestuur bij de benoeming van nieuwe bestuurders.

Zodoende is het goed om het concept van faultlines mee te betrekken in het onderzoek over corporate governance en op deze manier ook aandacht te besteden aan de *social identity theory* en de gedragskarakteristieken binnenin de regelgeving voor corporate governance, naast de traditionele *agency theory*.

### **Beperkingen en mogelijkheden voor verder onderzoek**

Enkele opmerkingen dienen nog gemaakt te worden omtrent de beperkingen waaraan deze meesterproef onderhevig is. Een eerste kanttekening betreft de dataset. Eerst en vooral is de gebruikte dataset eerder beperkt, vermits er in Belfirst slechts 207 actieve, beursgenoteerde ondernemingen zijn opgenomen en heel wat van deze bedrijven bijkomend verworpen werden door onder andere ontbrekende informatie of door notering op de Luxemburgse beurs. Hierbij moet opgemerkt worden dat de ondernemingen die wegvielen uit de steekproef op basis van ontbrekende gegevens mogelijk net degene zijn die door een minder goede corporate governance gekenmerkt worden. Dit kan de resultaten van het onderzoek enigszins vertekenen, waardoor deze misschien niet generaliseerbaar zijn naar de algemene populatie van Belgische, beursgenoteerde ondernemingen. Bovendien werden niet-geconsolideerde gegevens gebruikt voor de ROA en de controlevariabelen, aangezien Belfirst enkel deze gegevens beschikbaar stelde. Daarenboven werden gegevens van 2012 gebruikt voor het aantal mandaten per bestuurder voor het jaar 2011, wegens opnieuw niet beschikbaarheid van deze gegevens in Belfirst. Tot slot werd het aantal mandaten uit één van de andere jaren uit de dataset gebruikt, indien deze informatie niet beschikbaar was in het jaar zelf. Al deze beperkingen maken dat er verder onderzoek vereist is met een verbeterde en uitgebreide dataset.

Hiermee verband houdend is de niet-veralgemeenbaarheid van onze resultaten naar private ondernemingen. Niet-beursgenoteerde ondernemingen maakten niet het onderwerp uit van deze meesterproef, omdat de informatie nodig voor het testen van de hypothesen nagenoeg onmogelijk

op een efficiënte manier te verkrijgen was. Het zou desalniettemin zeer interessant zijn om dergelijke onderzoeksvragen te stellen voor dit type ondernemingen, aangezien private ondernemingen veel talrijker vertegenwoordigd zijn in België en meerderheidsaandeelhouderschap in dit soort ondernemingen vaker voorkomt. Daartegenover staat dat de meeste ondernemingen in Westerse economieën, gelegen buiten de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, eveneens gekenmerkt worden door een vorm van grote deelnemingen (Shleifer en Vishny 1997). De resultaten kunnen dus eventueel wel veralgemeend worden over de grenzen heen.

Bovendien werd er geen sensitiviteitsanalyse uitgevoerd voor de afhankelijke variabele om de consistentie van de resultaten te controleren. Zo zou bijvoorbeeld de *return-on-equity* als afhankelijke variabele gebruikt kunnen worden, in plaats van de ROA.

Daarnaast werd in voorgaand onderzoek over de impact van drukbezette bestuurders op de resultaten van een onderneming regelmatig gefocust op *outside* busy directors. Deze bestuurders zijn immers belangrijker voor de controle van het management (Fich en Shivdasani 2006). In toekomstig onderzoek zou men bijgevolg eveneens andere maatstaven voor een drukbezette raad kunnen gebruiken, door meer belang te hechten aan de meerdere mandaten van de onafhankelijke bestuurders in het bijzonder. Bovendien bestaan er nog tal van andere maatstaven voor de definiëring van een drukbezette raad of drukbezette bestuurders, zoals bijvoorbeeld de berekening van een individuele cutoff waarde per bestuurder (Ahn et al. 2010). Onderzoek naar de specifieke drempel waarop de positieve effecten van een drukbezette bestuurder beginnen te verwateren, kan eveneens in toekomstig onderzoek geïncorporeerd worden.

Vervolgens kan opgemerkt worden dat de attributen waarop de faultline maatstaven gebaseerd zijn, nog verder uitgebreid zouden kunnen worden. Zo kunnen persoonlijke vriendenkringen, studierichting en diplomaniveau – analoog aan recent onderzoek van Bruynseels en Cardinaels (2013) naar het effect van *social ties* op de toezichtsfunctie van het auditcomité op het management – bijkomend toegevoegd worden aan de diversiteitsvariabelen om bijgevolg meer adequate faultline

waarden weer te geven, wat tot nog interessantere bevindingen zou kunnen leiden. Het bekomen van informatie omtrent de persoonlijke vriendenkringen van bestuurders is evenwel geen sinecure. Bovendien zou het interessant zijn om na te gaan welke variabelen relevant en welke minder relevant zijn voor het bepalen van de subgroepen. In deze paper werden alle gecodeerde diversiteitsvariabelen opgenomen bij de berekening van de faultline maatstaven zonder hierbij een onderscheid te maken tussen de variabelen op basis van hun relevantie voor de vorming van subgroepen. Door enkel rekening te houden met variabelen die de faultlines activeren, zullen de faultline maatstaven een meer getrouw beeld van de realiteit weergeven en bijgevolg meer precieze maatstaven zijn voor de vorming van subgroepen.

Ook kan het algoritme van Van Peteghem en Gaeremynck (2013) uitgebreid worden om meer dan twee subgroepen te onderscheiden. Een algoritme dat meer dan twee subgroepen onderscheidt, zal immers de homogeniteit binnenin subgroepen en de heterogeniteit tussen subgroepen vergroten en bijgevolg meer adequate resultaten opleveren. Desondanks werd in deze meesterproef het algoritme enkel gebruikt om twee subgroepen te onderscheiden in een raad van bestuur, zodanig dat er onderzocht kon worden of de faultlines samenvielen met de scheidingslijn tussen de onafhankelijke en afhankelijke bestuurders.

Bovendien kan in toekomstig onderzoek nagegaan worden of de vorming van subgroepen gerelateerd is aan de grootte van de raad van bestuur. Indien de raad van bestuur meer bestuursleden telt, kan men immers verwachten dat de kans groter is dat sommige bestuurders gelijkaardige diversiteitskarakteristieken vertonen en dus samen in een subgroep terechtkomen. In dit geval is het belangrijk dat het management via regelmatige vergaderingen en verslagen een goede communicatie bewaart, zodat deze subgroepen efficiënt samenwerken om hun controlerende functie uit te voeren.

## REFERENTIES

- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., & Williamson, R. (sd). Differences in governance practices between US and foreign firms: Measurement, causes and consequences. *ECGI Finance Working Paper No. 184/2007*.
- Ahlstrom, D., Bruton, G. D., Jiang, Y., Peng, M. W., & Young, M. N. (2008). Review paper: Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective. *Journal of Management Studies* 45:1, 196-220.
- Ahn, S., Jiraporn, P., & Kim, Y. S. (2010). Multiple directorships and acquirer returns. *Journal of Banking & Finance* 34, 2011-2026.
- Bantel, K. A., & Jackson, S. (1989). Top Management and Innovations in Banking: Does the Composition of the Top Team Make a Difference? *Strategic Management Journal* 10, 107–124.
- Beasley, M. S. (1996). An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 4, 443-465.
- Becker, M. H. (1970). Sociometric Location and Innovativeness: Reformulation and Extension of the Diffusion Model. *American Sociological Review* 35, 267-282.
- Bruynseels, L., & Cardinaels, E. (2013). The Audit Committee: Management Watchdog or Personal Friend of the CEO. *Working paper, KU Leuven and Tilburg University*.
- Byrne, D. E. (1971). *The Attraction Paradigm*. New York: Academic Press.
- Coase, R. (1937). The nature of the firm. *Economica* 4, 386-405.
- Connelly, B. L., Hoskisson, R. E., Tihanyi, L., & Certo, S. T. (2010). Ownership as a Form of Corporate Governance. *Journal of Management Studies* 47:8, 1561-1589.

- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 51, 371-406.
- Dadalt, P., Davidson, W. N., Jiraporn, P., & Ning, Y. (2009). Too busy to show up? An analysis of directors' absences. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 1159-1171.
- Daily, C., Dalton, D., & Cannella, A. (2003). Corporate Governance: Decades of Dialogue and Data. *Academy of Management Review*, Vol.28, No.3, 371-382.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Certo, S. T., & Roengpitya, R. (2003). Meta-analysis of financial performance and equity: fusion or confusion? *Academy of Management Journal*, 46, 13-26.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. (1998). Board composition, leadership structure, and financial performance: meta-analytic reviews and research agenda. *Strategic Management Journal* 19, 269-90.
- Davis, G. F. (1991). Agents without principles? The spread of the poison pill through the intercorporate network. *Administrative Science Quarterly* 36, 736-742.
- Davis, G. F. (1996). The Significance of Board Interlocks for Corporate Governance. *Scholarly Research and Theory Papers*, Vol. 4, No. 3, 154-159.
- Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: causes and Consequences. *The Journal of Political Economy*, Vol 93, No. 6., 1155-1177.
- Eisenhardt, K., Kahwajy, J., & Bourgeois, L. (1997). Conflict and Strategic Choice: How Top Management Teams Disagree. *California Management Review* 39, 42-62.
- Faccio, M. L., Lang, L., & Young, L. (2001). Dividends and Expropriation. *American Economic Review* 91, 54-78.
- Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Policial Economy* 88, 288-307.



- Fama, E., & Jensen, M. (1983a). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics* 26, 301-325.
- Fama, E., & Jensen, M. (1983b). Agency problems and residuals claims. *Journal of Law and Economics* 26, 327-349.
- Ferris, S., Jagannathan, M., & Pritchard, A. C. (2003). Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments. *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 3, 1087-1111.
- Fich, E. M., & Shivdasani, A. (2006). Are Busy Boards Effective Monitors? *The Journal of Finance*, Vol. 61, No. 2, 689-724.
- Finkelstein, S., & Mooney, A. (2003). Not the usual suspects: How to use board process to make board better. *Academy of Management Executive*, Vol. 17, No. 2, 101-113.
- Gabrielsson, J., & Huse, M. (2004). Context, Behavior, and Evolution: Challenges in Research on Boards and Governance. *International Studies of Management and Organizations*, Vol. 34, No.2, 11-36.
- Gaeremynck, A., Renders, A., & Secru, P. (2010). Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 87-106.
- Hambrick, D., Cho, T., & Chen, M. (1996). The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms' Competitive Moves. *Administrative Science Quarterly* 41, 659–684.
- Harris, I. C., & Shimizu, K. (2004). Too Busy to Serve? An Examination of the Influence of Overboarded Directors. *Journal of Management Studies* 41:5, 775-798.
- Haunschild, P. R., & Beckman, C. M. (1998). When do interlocks matter? Alternative sources of information and interlock influence. *Administrative Science Quarterly* 43, 815-844.

- Holderness, C. G. (2003). A Survey of Blockholders and Corporate Control. *FRBNY Economic Policy Review*, 51-64.
- Holderness, C. G., & Sheehan, D. P. (1988). The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations. *Journal of Financial Economics* 20, 317-346.
- Huse, M., Hoskisson, R., Zattoni, A., & Viganò, R. (2011). New Perspectives on Board Research: Changing the Research Agenda. *Journal of Management and Governance*, 15, 5-28.
- Jackson, S., Joshi, A., & Erhardt, N. (2003). Recent research on team and organizational diversity: SWOT analysis and implications. *Journal of Management*, Vol.29, No.6, 801-830.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305.
- Jiraporn, P., Lee, C. I., & Singh, M. (2009). Ineffective corporate governance: Director busyness and board committee memberships. *Journal of Banking & Finance* 33, 819-828.
- Kaczmarek, S., Kimino, S., & Pye, A. (2012). Board Task-related Faultline and Firm Performance: A Decade of Evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 20(4), 337-351.
- Koenig, T., Gogel, R., & Sonquist, J. (1979). Models of the significance of interlocking corporate directorates. *American Journal of Economics and Sociology* 38, 173-186.
- Lau, D., & Murnighan, J. (1998). Demographic Diversity and Faultlines: The Compositional Dynamics of Organizational Groups. *Academy of Management Review*, Vol.23, No.2, 325-340.
- Lau, D., & Murnighan, J. (2005). Interactions within groups and subgroups: The effects of demographic faultlines. *Academy of Management Journal*, Vol. 48, No. 4, 645-659.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest Proposal for Improved Corporate Governance. *The Business Lawyer* 48, 59-77.

- Michel, J., & Hambrick, D. (1992). Diversification Posture and the Characteristics of the Top Management Team. *Academy of Management Journal* 35, 9–37.
- Mizruchi, M. S. (1996). What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assessment of Research on Interlocking Directorates. *Annual Review of Sociology*, Vol. 22, 271-298.
- O'Reilly, C. A., Snyder, R., & Boothe, J. (1993). Effects of Executive Team Demography on Organizational Change. in G. Huber, and W. Glick (eds.), *Organizational Change and Redesign*. New York: Oxford University Press, 147–175.
- O'Reilly, C. A., Williams, K., & Barsade, S. (1997). Group Demography and Innovation: Does Diversity Help? *Paper Presented at the Annual Meetings of the Academy of Management, Boston, MA*.
- Roberts, J., McNulty, T., & Stiles, P. (2005). Beyond Agency Conceptions of the Work of the Non-Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom. *British Journal of Management*, Vol. 16, S5-S26.
- Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics* 16, 167-198.
- Shivdasani, A., & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: An empirical analysis. *Journal of Finance* 54, 1829-1853.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 3, 461-488.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, vol. 52, No. 2, 737-783.

- Thatcher, S. (1999). The Contextual Importance of Diversity: The Impact of Relational Demography and Team Diversity on Individual Performance and Satisfaction. *Performance Improvement Quarterly*, 12 (1), 97-112.
- Thatcher, S., Jehn, K., & Zanutto, E. (2003). Cracks in Diversity Research: The Effects of Diversity Faultlines on Conflict and Performance. *Group Decision and Negotiation*, 12, 217-241.
- Vafeas, N. (1999). Board Meeting Frequency and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 53, 113-142.
- Wiersema, M., & Bantel, K. (1992). Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change. *Academy of Management Journal* 35, 91-121, 91-121.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.
- Zajac, E., Golden, B., & Shortell, S. (1991). New Organizational Forms for Enhancing Innovation: The Case of Internal Corporate Joint Ventures. *Management Science* 37, 170-184.
- Zanutto, E., Bezrukova, K., & Jehn, K. (2011). Revisiting faultline conceptualization: Measuring faultline strength and distance. *Quality & Quantity* 45, 701-714.

# BIJLAGEN

## BIJLAGE 1: Afkortingen, definities en het verwachte teken van de gebruikte variabelen

In onderstaande tabel kunnen de afkortingen en definities van de gebruikte variabelen teruggevonden worden, alsook hun verwacht teken. In hypothese 2 tot en met 4 is de return-on-assets de afhankelijke variabele. In hypothese 1 wordt als afhankelijke variabele enerzijds het percentage drukbezette bestuurders en anderzijds het aantal drukbezette bestuurders gebruikt.

Variabele	Definitie	Verwacht teken (H2-H4)	Verwacht teken (H1)
ROA	Winst/Totale Activa	/	
LN (LEEFTIJD)	Natuurlijk logaritme van de leeftijd van de onderneming	+	+
LN (TA)	Natuurlijk logaritme van het totaal actief	+	+
SCHULDGRAAD	Schulden op lange termijn / Totaal actief	-	+
MTB	(Aandelenprijs * aantal aandelen) / Boekwaarde van de aandelen	+	-
OWNERSHIP CONCENTRATION	Aantal aandeelhouders met een percentage aandelen groter dan vijf procent	-	+
EXTRA COMITE	Dummyvariabele die de waarde 1 aanneemt indien de onderneming een extra comité heeft opgericht naast het audit-, remuneratie- en nominatiecomité	+	-
LN (CG)	Natuurlijk logaritme van de corporate governance variabele	+	-
LN (AANTAL BESTUURDERS)	Natuurlijk logaritme van het aantal bestuurders in de raad van bestuur van een onderneming	-	+
PC. ONAFH. BESTUURDERS	Percentage onafhankelijke bestuurders in de raad van bestuur van een onderneming	+	+
FLS	Faultline Strength	-	
FLD	Faultline Distance	-	

FLI	Faultline Index: Dit is een interactieterm van FLS en FLD	-	
GEM. AANTAL MANDATEN	Gemiddeld aantal mandaten in een raad van bestuur	-	
PC. DRUKB BESTUURDERS	Percentage drukbezette bestuurders. Enerzijds wordt een drempelwaarde gehanteerd gelijk aan vijf waarbij een bestuurder als drukbezet wordt geclassificeerd indien hij meer dan vijf bestuursmandaten bekleedt en anderzijds wordt een drempelwaarde gelijk aan drie toegepast waarbij een bestuurder als drukbezet wordt gepercipieerd indien hij drie of meer mandaten aanhoudt.	-	/
AANTAL DRUKBEZETTTE BESTUURDERS	Aantal drukbezette bestuurders: het opgeteld aantal bestuurders in de raad waarbij de dummyvariabele voor een drukbezette bestuurder de waarde "één" aanneemt.		/
PERCENTAGE DRUKBEZET $\leq 0,5$	Variabele die gelijk is aan het percentage drukbezette bestuurders indien dit percentage kleiner of gelijk is aan vijftig procent en die gelijk is aan nul indien dit percentage groter is dan vijftig procent	+	
PERCENTAGE DRUKBEZET $> 0,5$	Variabele die gelijk is aan het percentage drukbezette bestuurders indien dit percentage groter is dan vijftig procent en die gelijk is aan nul indien dit percentage kleiner of gelijk is aan vijftig procent	-	
DRUKBEZETTE RAAD	Dummyvariabele die de waarde 1 aanneemt indien de onderneming een raad van bestuur heeft met minstens vijftig procent drukbezette bestuurders	-	
PC. ONAFH. IN SUBGROEP	Percentage onafhankelijke bestuurders in een subgroep	-	
MAH	Dummyvariabele die de waarde 1 aanneemt indien het bedrijf een meerderheidsaandeelhouder heeft		-
2009	Dummyvariabele die de waarde 1 aanneemt indien de ondernemingsvariabelen behoren tot het jaar 2009	/	/
2010	Dummyvariabele die de waarde 1 aanneemt indien de ondernemingsvariabelen behoren tot het jaar 2010	/	/
2011	Dummyvariabele die de waarde 1 aanneemt indien de ondernemingsvariabelen behoren tot het jaar 2011	/	/

## BIJLAGE 2A: Codeerschema voor de individuele bestuurders

### Demografische aspecten

- Leeftijd:
  - 1 indien de bestuurder jonger is dan veertig jaar;
  - 2 indien de bestuurder veertig jaar is of ouder, maar jonger dan vijftig jaar;
  - 3 indien de bestuurder vijftig jaar is of ouder, maar jonger dan zestig jaar;
  - 4 indien de bestuurder zestig jaar is of ouder.
- Geslacht: 1 wanneer de bestuurder een man is.
- Nationaliteit: 1 wanneer de bestuurder van Belgische origine is.
- Taal: 1 wanneer de bestuurder Nederlandstalig is.

### Functionele karakteristieken

- Tenure: het aantal jaren dat de bestuurder reeds bij de onderneming betrokken is:
  - 1 indien de bestuurder minder dan zes jaar actief is in de onderneming;
  - 2 indien de bestuurder zes jaar of meer, maar maximaal twaalf jaar actief is in de onderneming;
  - 3 indien de bestuurder meer dan twaalf jaar actief is in de onderneming.
- Financiële expertise: 1 wanneer de bestuurder een diepe kennis heeft van boekhouding of audit.
- Industrie expertise: 1 wanneer de bestuurder in het verleden reeds in een leidinggevende functie binnen dezelfde industrie gewerkt heeft.
- Onafhankelijk: 1 wanneer de bestuurder onafhankelijk is.
- Niet-uitvoerend: 1 wanneer de bestuurder niet-uitvoerend is, maar niet onafhankelijk.
- Afhankelijk: 1 wanneer de bestuurder noch onafhankelijk is, noch niet-uitvoerend.
- AC: 1 wanneer de bestuurder in het auditcomité zetelt.
- RC: 1 wanneer de bestuurder in het remuneratiecomité zetelt.
- NC: 1 wanneer de bestuurder in het nominatiecomité zetelt.
- EC: 1 wanneer de bestuurder in een ander comité zetelt.

## **BIJLAGE 2B: Codeerschema voor de aandeelhoudersstructuur**

### **Meerderheidsaandeelhouderschap**

- MA: 1 wanneer er een aandeelhouder is met meer dan 25% van de aandelen.

### **Andere belangrijke aandeelhouders**

- Overheid: 1 wanneer een overheidsinstantie meer dan 5% van de aandelen aanhoudt.
- Bank: 1 wanneer een financiële instelling meer dan 5% van de aandelen aanhoudt.
- Aantal BA: het aantal aandeelhouders met een percentage aandelen groter dan 5%.
- Detail1: voor de eerste aandeelhouder met meer dan 5% van de aandelen het gedetailleerde percentage vermelden.
- Detail2: voor de tweede aandeelhouder met meer dan 5% van de aandelen het gedetailleerde percentage vermelden.
- DetailN: .....

## **BIJLAGE 2C: Codeerschema voor de Corporate Governance**

De corporate governance variabele gebruikt in het model wordt bekomen door voor iedere onderneming na te gaan of enkele uitgekozen aanbevelingen van de CG Code 2009 nageleefd worden. Deze aanbevelingen kunnen teruggevonden worden in onderstaande tabel. Indien een onderneming een aanbeveling naleeft, wordt dit gecodeerd als waarde “één”. Vervolgens worden al deze gecodeerde waarden voor elke aanbeveling gesommeerd en deze som wordt beschouwd als de corporate governance variabele.

### **Algemeen**

- Is er een corporate governance charter beschikbaar?
- Is er een corporate governance verklaring in het jaarverslag?

### **Raad van bestuur**

- Is de voorzitter van de raad van bestuur iemand anders dan de CEO?
- Is minstens de helft van de bestuurders niet-uitvoerend?



- Zijn minstens drie bestuurders onafhankelijk?
- Is de voorzitter van de raad van bestuur niet-uitvoerend?

#### **Auditcomité**

- Is er een auditcomité?
- Bestaat het auditcomité uit minstens drie leden?
- Zetelen enkel niet-uitvoerende bestuurders in het comité?
- Is de meerderheid van de leden onafhankelijk?
- Is de voorzitter van het auditcomité iemand anders dan de voorzitter van de raad van bestuur?
- Zetelt er minstens één financieel expert in het auditcomité?
- Heeft het auditcomité minimaal vier keer vergaderd gedurende het afgelopen jaar?

#### **Remuneratiecomité**

- Is er een remuneratiecomité?
- Bestaat het remuneratiecomité uit minstens drie leden?
- Zetelen enkel niet-uitvoerende bestuurders in het comité?
- Is de meerderheid van de leden onafhankelijk?
- Is de voorzitter van het comité een niet-uitvoerend bestuurder of de voorzitter van de raad van bestuur?
- Heeft het remuneratiecomité minstens twee keer vergaderd gedurende het afgelopen jaar?
- Is er een remuneratieverslag opgesteld en bij de corporate governance verklaring gevoegd?

#### **Nominatiecomité**

- Is er een nominatiecomité?
- Bestaat het remuneratiecomité uit minstens drie leden?
- Is de meerderheid van de leden niet-uitvoerend?
- Is de meerderheid van de leden onafhankelijk?
- Is de voorzitter van het comité een niet-uitvoerend bestuurder of de voorzitter van de raad van bestuur?
- Heeft het nominatiecomité minstens twee keer vergaderd gedurende het afgelopen jaar?

### BIJLAGE 3: Correlatietabellen

BIJLAGE 3A: CORRELATIETABEL VOOR HYPOTHESE 2 (DREMPEL 3)

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.
1. (PC. DRUKB BESTUURDERS) <sup>2</sup>	1,000	0,802	-0,229	-0,171	0,130	0,140	-0,147	-0,156	0,109	0,976	0,011	0,094	0,019
2. DRUKBEZETTE RAAD		1,000	-0,244	-0,164	0,136	0,080	-0,212	-0,188	0,144	0,860	-0,017	-0,032	0,017
3. EXTRA COMITE			1,000	0,445	-0,138	0,074	0,484	0,142	-0,268	-0,251	0,054	0,041	0,281
4. LN (AANTAL BESTUURDERS)				1,000	0,300	0,391	0,720	-0,076	-0,242	-0,139	-0,118	0,187	0,379
5. LN (CG)					1,000	0,257	0,297	-0,025	-0,278	0,220	0,152	0,127	0,023
6. LN (LEEFTIJD)						1,000	0,292	-0,086	-0,336	0,176	-0,275	0,246	0,066
7. LN (TA)							1,000	-0,074	-0,283	-0,130	0,106	0,214	0,528
8. MTB								1,000	-0,092	-0,151	-0,048	0,266	-0,265
9. OWNERSHIP CONCENTRATION									1,000	0,113	-0,083	-0,257	-0,014
10. PC. DRUKB BESTUURDERS										1,000	0,028	0,086	0,018
11. PC. ONAFH BESTUURDERS											1,000	-0,154	-0,037
12. ROA												1,000	-0,085
13. SCHULDGRAAD													1,000

**BIJLAGE 3B: CORRELATIETABEL VOOR HYPOTHESE 2 (DREMPEL 5)**

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.	15.
1. (PC. DRUKB BESTUURDERS) <sup>2</sup>	1,000	0,808	-0,345	-0,267	0,010	-0,182	-0,044	-0,197	0,224	0,946	-0,009	0,854	-0,105	0,037	0,022
2. DRUKBEZETTE RAAD		1,000	-0,285	-0,234	-0,047	-0,180	0,033	-0,171	0,098	0,751	-0,050	0,781	-0,232	0,051	-0,057
3. EXTRA COMITE			1,000	0,445	-0,138	0,484	0,074	0,142	-0,268	-0,403	0,054	-0,247	-0,123	0,041	0,281
4. LN (AANTAL BESTUURDERS)				1,000	0,300	0,720	0,391	-0,076	-0,242	-0,278	-0,118	-0,137	-0,132	0,187	0,379
5. LN (CG)					1,000	0,297	0,257	-0,025	-0,278	0,131	0,152	-0,094	0,290	0,127	0,023
6. LN (TA)						1,000	0,292	-0,074	-0,283	-0,170	0,106	-0,145	0,006	0,214	0,528
7. LN (LEEFTIJD)							1,000	-0,086	-0,336	-0,084	-0,275	-0,019	-0,072	0,246	0,066
8. MTB								1,000	-0,092	-0,174	-0,048	-0,171	0,040	0,266	-0,265
9. OWNERSHIP CONCENTRATION									1,000	0,224	-0,083	0,224	-0,056	-0,257	-0,014
10. PC. DRUKB BESTUURDERS										1,000	0,050	0,723	0,146	0,013	0,044
11. PC. ONAFH BESTUURDERS											1,000	-0,068	0,156	-0,154	-0,037
12. PC. DRUKBEZET > 0,5												1,000	-0,577	0,044	-0,034
13. PC. DRUKBEZET ≤ 0,5													1,000	-0,048	0,100
14. ROA														1,000	-0,085
15. SCHULDGRAAD															1,000

**BIJLAGE 3C: CORRELATIETABEL VOOR HYPOTHESE 3 EN 4**

	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.	15.	16.	17.	18.	19.	20.	21.
1.DRUKBEZETTE RAAD	1,000	-0,285	0,062	0,992	0,046	0,096	0,876	0,088	0,908	0,100	0,089	-0,234	-0,047	-0,180	0,033	-0,171	0,098	-0,050	0,014	0,051	-0,057
2.EXTRA COMITE		1,000	-0,211	-0,288	-0,025	-0,257	-0,282	-0,202	-0,289	-0,253	-0,190	0,445	-0,138	0,484	0,074	0,142	-0,268	0,054	0,094	0,041	0,281
3.FLD			1,000	0,124	0,532	0,749	0,232	0,677	0,187	0,639	0,550	-0,460	-0,018	-0,310	-0,102	0,050	0,112	-0,170	-0,040	-0,106	-0,168
4.FLD X DRUKKE RAAD				1,000	0,078	0,146	0,916	0,131	0,935	0,143	0,124	-0,257	-0,042	-0,187	0,036	-0,157	0,094	-0,050	0,011	0,049	-0,053
5.FLD X PC. ONAFH. IN SUBGROEP					1,000	0,435	0,127	0,684	0,108	0,390	0,671	-0,233	-0,110	-0,187	-0,130	-0,078	-0,026	-0,216	0,820	-0,050	0,002
6.FLI						1,000	0,338	0,929	0,303	0,984	0,884	-0,336	-0,010	-0,356	-0,202	-0,052	0,209	-0,062	0,019	-0,154	-0,186
7.FLI X DRUKKE RAAD							1,000	0,305	0,994	0,341	0,300	-0,269	-0,030	-0,165	0,002	-0,122	0,115	-0,037	0,001	0,075	-0,013
8.FLI X PC. ONAFH. IN SUBGROEP								1,000	0,278	0,924	0,983	-0,284	-0,047	-0,321	-0,229	-0,098	0,149	-0,093	0,350	-0,115	-0,128
9.FLS X DRUKKE RAAD									1,000	0,314	0,281	-0,258	-0,047	-0,162	-0,008	-0,141	0,132	-0,033	0,007	0,074	-0,009
10.FLS										1,000	0,910	-0,276	-0,028	-0,339	-0,216	-0,085	0,220	-0,041	0,040	-0,137	-0,146
11.FLS X PC. ONAFH. IN SUBGROEP											1,000	-0,221	-0,069	-0,299	-0,244	-0,130	0,150	-0,076	0,421	-0,103	-0,080
12.LN (AANTAL BESTUURDERS)												1,000	0,300	0,720	0,391	-0,076	-0,242	-0,118	0,010	0,187	0,379
13.LN (CG)													1,000	0,297	0,257	-0,025	-0,278	0,152	-0,119	0,127	0,023
14.LN (TA)														1,000	0,292	-0,074	-0,283	0,106	-0,036	0,214	0,528
15.LN (LEEFTIJD)															1,000	-0,086	-0,336	-0,275	-0,093	0,246	0,066
16.MTB																1,000	-0,092	-0,048	-0,109	0,266	-0,265
17.OWNERSHIP CONCENTRATION																	1,000	-0,083	-0,090	-0,257	-0,014
18.PC. ONAFH. BESTUURDERS																		1,000	-0,138	-0,154	-0,037
19.PC. ONAFH. IN SUBGROEP																			1,000	-0,012	0,110
20.ROA																				1,000	-0,085
21.SCHULDGRAAD																					1,000



**FACULTEIT ECONOMIE EN BEDRIJFSWETENSCHAPPEN**

Naamsestraat 69 bus 3500  
3000 LEUVEN, BELGIË  
tel. + 32 16 32 66 12  
fax + 32 16 32 67 91  
info@econ.kuleuven.be  
www.econ.kuleuven.be

