

De invloed van bestuursleden en blockholders op de internationalisatie

Een toepassing op de Russische olie- en gasindustrie

Roel Segers

R 0446782

Masterproef aangeboden tot
het behalen van de graad

MASTER IN DE HANDELSWETENSCHAPPEN

Promotor: Prof. Dr. Filip De Beule

Academiejaar 2014-2015



Inhoud

Abstract	2
1 Inleiding	4
2 Literatuurstudie	7
2.1 <i>Introductie tot het begrip “Raad van Bestuur”</i>	7
2.2 <i>De raad van bestuur en hypothesen</i>	7
2.2.1 <i>Samenstelling</i>	7
2.2.2 <i>Invloed van een raad van bestuur op het gedrag van een onderneming</i>	9
2.2.3 <i>Invloed van blockholders op bestuursleden en op de onderneming</i> ..	11
3 Methodologie	13
3.1 <i>Cross-sectie data</i>	13
3.2 <i>Afhankelijke variabele</i>	13
3.3 <i>Onafhankelijke variabelen</i>	14
3.3.1 <i>Onderzoeksvariabelen</i>	17
3.3.2 <i>Controlevariabelen</i>	17
3.3.3 <i>Poisson regressie</i>	19
4 Resultaten	21
4.1 <i>Beschrijvende statistiek</i>	21
4.2 <i>Statistische analyse</i>	23
5 Conclusie	27
6 Beperkingen en toekomstig onderzoek	29
7 Bibliografie	30
Bijlage 1	1
Bijlage 2	2
Persartikel	3

Abstract

Internationalisatie omvat materie die al veel onderzoeken gevoed heeft. Het betreft strategische beslissingen die op bedrijfsniveau vaak niet over één nacht ijs gaan. De verrichtte onderzoeken omtrent deze beslissingen focusten zich in het verleden vooral op de rol van het management. De rol die de bestuursleden spelen bij dergelijke beslissingsvormingen werden tot nu toe echter buiten beschouwing gelaten. Deze studie doet een eerste poging om de invloed van bestuursleden op de internationalisatie te achterhalen. Hierbij wordt de focus gelegd op de Russische olie- en gasindustrie. Aan de hand van een poisson regressie wordt zowel de invloed van onafhankelijke als van buitenlandse bestuursleden op de internationalisatie onderzocht. Na de statistische analyse wordt geconstateerd dat onafhankelijke bestuursleden de internationalisatie negatief zouden beïnvloeden, terwijl buitenlandse bestuursleden eerder een positieve invloed zouden uitoefenen. Ook de invloed die blockholders op de internationalisatie uitoefenen wordt geanalyseerd. Deze zouden de internationalisatie van bedrijven binnen de Russische olie- en gasindustrie ook eerder positief beïnvloeden.

Dankwoord

Allereerst zou ik graag mijn promotor Dr. Filip De Beule willen bedanken voor zijn begeleiding. Vervolgens bedank ik graag mijn ouders, vriendin en naaste vrienden voor hun begrip en morele steun. Tot slot bedank ik ook graag mijn medestudenten voor de bijdragen die geholpen hebben om deze masterproef tot een goed einde te brengen.

1 Inleiding

Volgens Sugiura (2007) is Rusland een land dat een transformatie ondergaat naar een efficiënte markteconomie waarbij de kapitaalmarkten en de zakelijke controle nog niet volledig ontwikkeld zijn (Sugiura, 2007). Het eigenaarschap van Russische bedrijven ligt dan ook vaak voor een groot gedeelte bij mensen uit het management of bij de overheid. Om agency problemen te beperken zijn raden van bestuur nodig om de minderheidsaandeelhouders te beschermen en om toezicht te kunnen houden over het doen en laten van het management (Lazareva, Rachinsky, & Stepanov, 2007). Privatisering van bedrijven zou in theorie moeten helpen om zulke agency problemen te minimaliseren en tot een betere efficiëntie van de betrokken ondernemingen moeten leiden. Dit kan volgens Boycko et al. (1996) door expertise en monitoring van capabele onafhankelijke bestuurders te garanderen (Boycko, Shleifer, & Vishny, 1996). De Russische overheid steunt de privatisering en trachtte zelf ook al enkele maatregelen te nemen om deugdelijk bestuur te garanderen. Zo werd er reeds een minimumlimiet geïmplementeerd met betrekking tot de omvang van de raad van bestuur, en is er sprake geweest dat men het wil verbieden dat eenzelfde persoon een dubbele titel (bestuursvoorzitter en topmanager) binnen eenzelfde bedrijf kan dragen (Black & Kraakman, 1996). In vergelijking met Westerse ondernemingen is in Rusland het eigenaarschap veel meer geconcentreerd waardoor Russische investeerders de rol van de raad van bestuur in een onderneming vaker onderschatten dan Westerse investeerders. Gegeven het feit dat investeerders niet gewillig zijn om te investeren in bedrijven die voor een groot deel beheerd worden door insiders, zullen veel investeerders pas echt geïnteresseerd zijn vanaf het moment dat er bepaalde rechten gegarandeerd worden. Dit houdt vooral in dat investeerders vertegenwoordigd willen worden in de raad van bestuur van de betrokken onderneming (Frydman, Gray, Hessel, & Rapaczynski, 1999). Na het toetreden van onafhankelijke bestuursleden wordt van hen verwacht dat ze nauwer verbonden zijn met buitenstaande investeerders en dat ze het topmanagement monitoren, waardoor het bedrijf beter gaat presteren. Slechte bedrijfsprestaties hebben er ook voor gezorgd dat in Rusland het aantal onafhankelijke investeringen en het aantal onafhankelijke bestuurders zijn toegenomen (Filatotchev, Buck, & Zhukov, 2000). Kostikova (2003) acht een overgewicht van onafhankelijke bestuurders een belangrijke beleidskwesitie om de verdere ontwikkeling van ondernemingen en deugdelijk bestuur te garanderen (Kostikova, 2003). Iwasaki (2008) deed onderzoek naar recentere situaties waaruit bleek dat bedrijfsleiders en investeerders in Rusland hun monitorings- en toezichthoudende systemen tegenwoordig, net zoals in volwassen kapitalistische economieën, bepalen aan de hand van economische en organisatorische logica. Uit de resultaten van de studie bleek dat de proportie van onafhankelijke bestuurders bij Russische bedrijven over het algemeen adequaat wordt bepaald (Iwasaki, 2008).

In Rusland wordt het wettelijk kader rondom joint-stock companies (naamloze vennootschappen) bepaald door het burgerlijk wetboek en de Federal Law on Stock Companies (Law on JSC). Alle naamloze vennootschappen in Rusland, waarbij stemgerechtigde aandelen verdeeld zijn over tenminste 50 personen, zijn verplicht een raad van bestuur te vestigen (Law on JSC's, Art. 48(1), Para 4). Er zijn strikte wettelijke vereisten die nageleefd moeten worden met betrekking tot het minimum aantal bestuursleden. Bedrijven met minder dan 1000 stemgerechtigde aandeelhouders moeten tenminste over vijf bestuursleden beschikken, bedrijven die tussen 1000 en 10000

stemgerechtigde aandeelhouders hebben, moeten ten minste over zeven bestuursleden beschikken, en bedrijven die meer dan 10000 stemgerechtigde aandeelhouders hebben, moeten tenminste over negen bestuursleden beschikken (Law on JSCs, Art. 66 (3)). In het wettelijke kader wordt er niet gesproken over een maximum aantal bestuursleden (Iwasaki, 2008).

Een raad van bestuur speelt over het algemeen een eerder adviserende en begeleidende rol naar het management toe. Een raad van bestuur kan hierbij bestaan uit afhankelijke en onafhankelijke bestuursleden. De afhankelijke bestuursleden dragen nog een andere functie binnen het management van de organisatie, de onafhankelijke bestuurders dragen deze niet (Mace, 1971) (Lorsch & MacIver, 1989). Een efficiënte raad van bestuur zal er in slagen om samen met het management de welvaart binnen de organisatie te waarborgen en zal het bedrijf dichter bij de beoogde doelen brengen (Aguilera, 2005).

Aandeelhouders die een groot gedeelte van de totale aandelen van een organisatie in bezit hebben, worden blockholders genoemd. Shleifer en Vishny (1997) stelden in het verleden reeds vast dat blockholders een relatief grote invloed kunnen hebben op de koers die een bedrijf vaart. Ze stelden dat blockholders over het algemeen een positief effect hebben op de bedrijfsprestaties (Shleifer & Vishny, A survey of corporate governance, 1997). Over deze laatste kwestie bestaat er echter onenigheid (Leech & Leahy, 1991) (La Rocca & Montalto, 2013).

Binnen deze masterproef ligt de focus op de invloed die onafhankelijke en buitenlandse bestuursleden hebben op de internationalisatie. Het aantal buitenlandse filialen wordt hierbij gebruikt als maatstaf voor internationalisatie. Het onderzoek spitst zich toe op Russische bedrijven waarvan de bedrijfsactiviteiten zich hoofdzakelijk situeren in de olie- en gasindustrie. Ook de invloed die blockholders hebben op de internationalisatie van die ondernemingen wordt onderzocht.

Allereerst wordt in de literatuurstudie de bestaande literatuur omtrent bestuursleden en raden van bestuur besproken. De literatuurstudie is opgesplitst in verschillende delen waarbij telkens verwachtingen worden vooropgesteld in de vorm van hypothesen. Hierna wordt de data en de methodologie, die gebruikt wordt bij het voeren van het onderzoek, besproken. Er wordt hierbij aandacht geschonken aan de verschillende variabelen waarbij ook een model voorgesteld wordt. Vervolgens zullen zowel de beschrijvende als de statistische analyse van de data besproken worden, waarna een uiteindelijke conclusie gevormd wordt. Om het geheel af te sluiten zullen ook de beperkingen van dit onderzoek en enkele suggesties omtrent toekomstig onderzoek besproken worden.

2 Literatuurstudie

De literatuurstudie wordt opgesplitst in twee delen. In het eerste deel wordt het begrip “Raad van bestuur” geïntroduceerd. In het tweede deel wordt een verdere opsplitsing gemaakt zodat voldoende aandacht besteed kan worden aan ieder onderdeel. Achtereenvolgens wordt de samenstelling van een raad van bestuur, de invloed van een raad van bestuur op het gedrag van een onderneming, en de invloed van blockholders op een raad van bestuur en een onderneming besproken, waarna telkens enkele hypothesen voorspeld worden.

2.1 Introductie tot het begrip “Raad van Bestuur”

De raad van bestuur van een onderneming dient om het topmanagement van een bedrijf te monitoren en te adviseren. De raad van bestuur van een onderneming bestaat uit afhankelijke bestuurders (insiders) en onafhankelijk bestuursleden (outsiders). Onafhankelijke bestuurders zijn leden van de raad van bestuur die verder geen andere functie uitoefenen in het management van de onderneming. Onafhankelijke bestuurders sturen het management in bepaalde richtingen en adviseren de CEO bij het voeren van een bepaalde bedrijfsstrategie. De afhankelijke bestuurders zijn leden van de raad van bestuur die wel een functie uitoefenen in het management van een bedrijf. De afhankelijke bestuurders zijn diegenen die de strategie formuleren en de onafhankelijke bestuurders van de nodige informatie over het bedrijf voorzien (Mace, 1971) (Lorsch & MacIver, 1989) (Lipton & Lorsch, 1992) (Jensen, 1993). Omtrent raden van bestuur werden reeds verschillende onderzoeken gevoerd. Deze onderzoeken toonden aan dat des te groter de onafhankelijkheid van de raad van bestuur is ten opzichte van het dagelijkse bestuur van het bedrijf (het management), des te effectiever de rol van de raad van bestuur als adviseur en toezichthouder is. Deze onderzoeken toonden eveneens aan dat leden van de raad van bestuur vooral discrete taken toegeschreven krijgen (Coles, Naveen, & Naveen, 2008).

Volgens Aguilera (2005) en andere auteurs is een effectieve raad van bestuur een raad die er in slaagt de welvaart van het bedrijf te waarborgen en die het bedrijf dichter bij de beoogde doelen kan brengen (Aguilera, 2005) (Nicholson & Kiel, 2004) (Pye & Pettigrew, 2005). De raad moet hierbij wel haar belangrijke strategische rol in de bedrijfsoriëntatie benadrukken (Hendry & Kiel, 2004) (Pugliese, Bezemer, Zattoni, Huse, Van den Bosch, & Volberda, 2009).

2.2 De raad van bestuur en hypothesen

2.2.1 Samenstelling

In het verleden werden reeds verschillende onderzoeken gedaan naar de samenstelling van de raad van bestuur en de invloed hiervan op de manier van zaken doen. Bedrijven worden vaak aangespoord een groot gedeelte van de raad van bestuur te laten bestaan

uit onafhankelijke bestuurders die geen verdere functie binnen het bedrijf invullen. Ook dringt men er op aan om een groter gedeelte van de aandelen aan bestuurders te geven en een kleiner gedeelte aan het topmanagement (Yermack, 1996). Volgens Rosenstein en Wyatt (1990) wordt de rol van een onafhankelijke bestuurder belangrijk geacht door diegenen die de raad van bestuur een belangrijk element van deugdelijk bestuur achten. De onafhankelijke bestuurder is volgens hen de persoon die het management monitort en van relevante bijkomende kennis voorziet (Rosenstein & Wyatt, 1990). Bij het empirisch onderzoek van Brickley en James (1987) werden de raden van bestuur van de Amerikaanse bankensector onderzocht waarbij ze suggereerden dat onafhankelijke bestuurders een grote rol spelen bij strategische beslissingen omtrent overnames (Brickley & James, 1987). Hermalin en Weisbach (1989) verklaarden dat onafhankelijke bestuurders vooral toenemen nadat een bedrijf slecht presteert of een bepaalde industrie verlaat. Bedrijven nemen dus vooral onafhankelijke bestuurders op in de raad wanneer er een verandering van strategie noodzakelijk is. De onafhankelijke bestuurders dienen om het bedrijf vanaf dan doorheen het vernieuwde bedrijfsklimaat te gidsen (Hermalin & Weisbach, 1989).

Hermalin en Weisbach (1991) onderzochten het verband tussen het aandeel onafhankelijke bestuurders en de prestaties van een bedrijf, en vonden geen verband tussen beide factoren (Hermalin & Weisbach, 1991). Dit besluit komt niet overeen met het besluit van Baysinger en Butler (1985) die suggereerden dat er wel degelijk een verband bestaat tussen het aandeel onafhankelijke bestuurders en de prestaties van een bedrijf (Baysinger & Butler, 1985). Volgens anderen zouden bedrijven met een aanzienlijk aandeel onafhankelijke bestuurders zich gunstiger gedragen tegenover de aandeelhouders. Rosenstein en Wyatt vonden in 1990 al dat investeerders positief reageren wanneer een bedrijf aankondigt onafhankelijke bestuurders in te lijven.

Er werd reeds onderzoek gedaan naar de mate van effectiviteit in verhouding met de grootte van de raad van bestuur. David Yermack publiceerde in 1996 zijn onderzoek waarin hij stelt dat een relatief kleine raad van bestuur effectiever zou zijn dan een grote raad van bestuur. Ook Lipton en Lorsch (1992) deden eerder al onderzoek naar de effectiviteit van raden van bestuur. Zij besloten in hun onderzoek dat raden van bestuur vaak relatief weinig kritiek uiten op het topmanagement en er geen openhartige discussies mee aangaan. De problematiek neemt volgens hen overigens toe naarmate de omvang van de raad van bestuur toeneemt. In hun conclusie raden ze aan het aantal bestuursleden te beperken tot maximum tien personen. Jensen (1993) concludeerde in zijn onderzoek dat een raad van bestuur die meer dan zeven of acht bestuursleden bevat, minder goed functioneert. Lipton en Lorsch (1992) stelden bovendien vast dat het extra werk dat verricht kan worden bij een grotere raad van bestuur niet opweegt tegen de extra kosten en lasten die een grote raad van bestuur met zich meebrengt. Er vindt een trager beslissingsproces plaats en er ontstaan vaker off-topic discussies binnen de raad van bestuur.

Het recentere onderzoek van Coles, Naveen en Naveen (2008) toont aan dat er niet in alle omstandigheden een negatieve correlatie bestaat tussen de omvang van de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Er kan volgens hen ook een positieve correlatie bestaan. Het gaat dan vooral over grote complexe bedrijven die nood hebben aan onafhankelijk advies en over bedrijven met specifieke activiteiten zoals R&D. Beiden hebben nood aan onafhankelijke bestuursleden die over bedrijfsspecifieke kennis beschikken. Ook volgens Dalton et al. (1999) zorgen grotere raden van bestuur potentieel voor meer ervaring, meer kennis en beter advies (Dalton, Daily, Johnson, & Ellstrand, 1999). Vooral aan

complexe bedrijven die vaak groot en gediversifieerd zijn en meer dan eens grote schulden bevatten, wordt vaak aangeraden om over grotere raden van bestuur te beschikken (Coles, Naveen, & Naveen, 2008). Volgens Finch (2005) moet er bij deze complexe bedrijven bovendien vaker beroep gedaan worden op onafhankelijke bestuurders. Deze voorzien de Chief Executive Officer in directe lijn van het juiste advies op basis van hun kennis en ervaring (Finch, 2005). Bij bedrijven waarbij de bedrijfsspecifieke kennis vooral van belang is, worden volgens Finch (2005) beter afhankelijke bestuurders opgenomen in de raad. Hij toont aan dat de raad van bestuur van ondernemingen die zich bezig houden met R&D activiteiten, vaak bestaan uit afhankelijke bestuurders met bedrijfsspecifieke kennis. Het onderzoek van Coles, Naveen en Naveen (2008) bevestigt dat grote complexe bedrijven vaker dan kleine bedrijven met specifieke activiteiten over grote raden van bestuur beschikken. Ook de bevindingen omtrent de samenstelling van de raad van bestuur komen in het resultaat van hun onderzoek overeen met de bevindingen die Finch (2005) eerder al aanhaalde. Ze bevestigen ook dat specifieke ondernemingen vaker beschikken over een groter aandeel afhankelijke bestuurders dan de complexe ondernemingen. Deze beschikken op hun beurt eerder over een groter aantal onafhankelijke bestuurders. De literatuur onderzocht tot nu toe de correlatie tussen de samenstelling van de raad van bestuur en de algemene bedrijfsprestaties. Deze studie onderzoekt of de internationalisatie van de Russische olie- en gasindustrie positief of negatief gecorreleerd is aan de samenstelling van de raad van bestuur. Hieruit kunnen we volgende hypothese opmaken.

Hypothese 1: Het aandeel onafhankelijke bestuursleden in de raad van bestuur is positief gecorreleerd aan de internationalisering van Russische olie- en gasbedrijven.

2.2.2 Invloed van een raad van bestuur op het gedrag van een onderneming

Uit bovenstaande literatuur kan afgeleid worden dat de samenstelling van een raad van bestuur van belang is om als bedrijf succesvol te kunnen zijn. Bird, Buchanan en Rogers (2004) suggereerden dat het karakter van een bedrijf voor de volgende jaren voor een groot deel bepaald wordt door de mate waarin de raad van bestuur zelf haar effectiviteit kan verbeteren (Bird, Buchanan, & Rogers, 2004). Dit onderzoek wordt bijgestaan door Rivas, Hamori en Mayo (2009), maar waarbij zij stellen dat er rekening moet gehouden worden met het feit dat het huidige globalisatieproces ervoor heeft gezorgd dat het huidige bedrijfslandschap sterk is veranderd. Er zijn tot nog toe weinig studies verricht die onderzoek deden naar de invloed van bestuursleden op de internationalisatie van ondernemingen (Rivas, Hamori, & Mayo, 2009). Volgens Barroso, Villegas en Pérez-Calero (2011) zijn internationalisatiestrategieën nooit zo belangrijk geweest als nu. Zakelijke beperkingen worden steeds globaler waardoor bedrijven genoodzaakt zijn zich steeds meer op internationaal handelen te focussen. In dit nieuwe landschap hebben bedrijven een sterke raad van bestuur nodig die juiste beslissingen kan nemen omtrent het internationalisatieproces (Barroso, Villegas, & Pérez-Calero, 2011).

De focus van voorgaande onderzoeken lag voornamelijk op het belang van een degelijk management dat de logica en dynamiek van buitenlandse markten en omgevingen kent (Nielsen, 2010). Barroso, Villegas en Pérez-Calero (2011) publiceerden een onderzoek waarin de invloed van een raad van bestuur op de internationale diversificatie werd onderzocht. Ze suggereerden dat kennis, ervaring, opleiding en expertise van de bestuursleden belangrijke bronnen van competentie zijn om een bedrijf goed te kunnen sturen in de geglobaliseerde markten. In 2007 publiceerden Kroll et al. een onderzoek

waarin werd gesuggereerd dat de bestuursleden een superieure rol moeten krijgen bij het adviseren aan het management over internationale strategische beslissingen, indien ze over de nodige ervaring beschikken binnen een relevante industrie (Kroll, Walters, & Le, 2007). Deze resultaten zijn vergelijkbaar met die van Barroso, Villegas en Pérez-Calero (2011) die stelden dat er een positieve relatie bestaat tussen de industrie specifieke ervaring van bestuursleden en de graad van internationale diversificatie van een bedrijf.

Rivas (2012) publiceerde een onderzoek waarin het verschil tussen de invloed van de raad van bestuur en de invloed van het topmanagement op de internationalisering van een bedrijf werd onderzocht. Dit deed hij in navolging van de verschillende onderzoeken die reeds studies deden naar de effecten van internationale ervaring van topmanagers op de internationalisatie van bedrijven (Barkema & Chvyrkov, 2007) (Greve, Nielsen, & Ruigrok, 2009). Rivas (2012) trachtte de verschillen tussen de twee te onderzoeken. Uit zijn resultaten bleek dat internationale ervaring van zowel bestuursleden als van topmanagers belangrijk wordt geacht en dat het onzekerheid wegneemt wanneer internationaliseringsbeslissingen genomen moeten worden. Volgens zijn onderzoek is er wel een sterker effect op de internationalisatie van een bedrijf wanneer de topmanagers over internationale ervaring beschikken dan wanneer de bestuursleden over internationale ervaring beschikken. Het effect wordt echter nog sterker wanneer zowel de bestuursleden als de topmanagers van een bedrijf over internationale ervaring beschikken (Rivas J. L., 2012).

Choi, Sul en Min (2012) onderzochten of buitenlandse bestuursleden de waarde van een bedrijf kunnen doen stijgen en of ze de relatie tussen buitenlandse investeerders en bedrijfswaarde bevorderen. Hun onderzoek werd gedaan op basis van data van de Koreaanse KOSPI200 index tussen 2004 en 2007 (Choi, Sul, & Min, 2012). Dit onderzoek gebeurde in navolging van eerder gedane studies die aantonen dat onafhankelijke bestuurders, waaronder ook buitenlandse bestuurders, de bedrijfswaarde doen toenemen door hun deugdelijk bestuur (Oxelheim & Randoy, 2003). Om het deugdelijk bestuur, dat wordt gecreëerd door buitenlands eigenaarschap, niet te beperken moet de raad van bestuur van een bedrijf een gepaste representatie van het eigenaarschap weergeven (Choi, Sul, & Min, 2012).

Een te sterke concentratie van het eigenaarschap leidt tot een beschadiging van het deugdelijk bestuur door het zoeken naar persoonlijke voordelen (Stulz, 1988) (Wruck, 1989). Volgens Choi, Sul en Min (2012) worden Koreaanse bedrijven vaak voor een groot deel beheerd door buitenlandse investeerders. De bestuursleden worden vaak geselecteerd na recommandaties van de controlerende aandeelhouders waardoor buitenlandse bestuursleden slechts voor een toename van de bedrijfswaarde zorgen indien het buitenlands eigenaarschap gelimiteerd is. Het aanstellen van buitenlandse bestuursleden wijst volgens hen wel op het feit dat een bedrijf bereid is de banden met controlerende aandeelhouders te breken en onafhankelijke expertise van bestuurders wil motiveren. Ook Oxelheim en Randoy (2003) suggereerden dat bedrijven die buitenlandse bestuurders aanstellen de aandelenmarkten willen tonen zich aan te willen passen aan een gevorderde bestuursstructuur en aan buitenlandse expertise en adviezen. Een belangrijke opmerking hierbij is dat de extra bedrijfswaarde die wordt gegenereerd door het aanstellen van buitenlandse bestuursleden kleiner wordt naarmate deze de persoonlijke interesses van buitenlandse investeerders nastreven. Grote mate van onafhankelijkheid van de raad van bestuur is dus vereist om een grotere bedrijfswaarde te kunnen creëren (Choi, Sul, & Min, 2012).

Onderzoek werd ook gedaan naar andere vormen van diversificatie van bestuursleden. Vaak vindt er weinig diversificatie plaats binnen een raad van bestuur aangezien de huidige bestuursleden voornamelijk op zoek zijn naar nieuwe leden die denken zoals zij (Jenner, Dyer, & Whitham, 2008). Recent werd echter onderzocht wat het effect is van vrouwelijke bestuursleden op de bedrijfsprestaties. De meeste bedrijven zullen enkel na druk van buitenaf over gaan tot het diversifiëren van bestuursleden. Hierdoor missen ze het uiteindelijke punt om tot diversificatie over te gaan met tot het gevolg dat de bedrijfsprestaties er niet bepaald op vooruit gaan. Fitzsimmons (2012) stelde dat afhankelijk van de reden van de aanstelling van vrouwelijke bestuursleden, het bedrijf zijn resultaten al dan niet zal kunnen verbeteren. Indien vrouwen worden aangesteld met het oog op een effectieve verbetering van de resultaten en met het doel om complexe problemen effectiever op te lossen, dan kan het aanstellen van vrouwen leiden tot betere bedrijfsprestaties. Fitzsimmons (2012) concludeerde daarom dat elke vorm van diversificatie van bestuursleden op een verantwoorde manier moet overwogen worden. Ze verwijst hierbij niet enkel naar het geslacht, maar ook naar nationaliteiten, culturen, rassen en overtuigingen (Fitzsimmons, 2012).

Hypothese 2: Des te groter het aandeel buitenlandse onafhankelijke bestuursleden in de raad van bestuur, des te meer Russische olie- en gasbedrijven gaan internationaliseren.

2.2.3 Invloed van blockholders op bestuursleden en op de onderneming

Blockholders zijn vaak institutionele investeerders die een groot gedeelte van het totaal aantal aandelen van een onderneming in bezit hebben. Kennis van de invloed van blockholders op een onderneming is van belang wanneer de raad van bestuur slecht presteert. De onderneming presteert dan zelf ook slechter waardoor de aandelenprijs daalt. De onderneming kan dan een doelwit worden voor overname voor andere ondernemingen (Martin & McConnell, 1991). Shleifer en Vishny (1997) stellen dat blockholders vaak een relatief grote invloed hebben op de bestuurders en op het topmanagement van een onderneming (Shleifer & Vishny, 1997). Blockholders zijn volgens Kaplan en Minton (1994) dan ook vaker dan andere aandeelhouders actief bij stemmingen omtrent overnames (Kaplan & Minton, 1994).

Over het algemeen is er relatief weinig relevant onderzoek gedaan naar de invloed van blockholders op de bedrijfsprestaties. De focus van de relevante onderzoeken die zijn gevoerd, lag in het verleden eerder op de voor- en nadelen van eigenaarschap in het algemeen. Zo vertoonden zowel de onderzoeken van Williamson (1988) als die van Coase (1992) reeds gelijkaardige conclusies. Ze suggereerden dat de kapitaalstructuur van een onderneming in staat is een effect uit te oefenen op de efficiëntie van het beleid van de onderneming (Williamson, 1988) (Coase, 1992). Volgens Myers (2000) moeten daarom zowel de schulden als het kapitaal van een onderneming beschouwd worden als beleidsinstrumenten. Beiden brengen zowel voor- als nadelen met zich mee die de bedrijfsprestaties mee kunnen beïnvloeden (Myers, 2000).

Het onderzoek dat werd gevoerd door Shleifer en Vishny (1986) zocht naar verschillen tussen bedrijven in uiteenlopende situaties. Hierbij toonden ze aan dat er een positieve correlatie bestaat tussen de concentratie van aandelen en de bedrijfsprestaties wanneer er een conflict bestaat tussen het management en de aandeelhouders (Shleifer & Vishny, 1986) (Shleifer & Vishny, 1997). Volgens La Rocca en Montalto (2013) klopt deze

redenering, maar neemt het positieve effect van geconcentreerd eigenaarschap af bij de aanwezigheid van grote schulden en bij betalingsmoeilijkheden aan schuldeisers (La Rocca & Montalto, 2013). Er kan ook een negatieve correlatie bestaan wanneer blockholders opportunistisch gedrag binnen de onderneming brengen (Leech & Leahy, 1991) (Shleifer & Vishny, 1997).

Er zou volgens La Porta *et al.* (2008) bovendien geen negatieve relatie bestaan tussen de concentratie van het eigenaarschap en de bedrijfsprestaties wanneer de onderneming gedeeltelijk wordt beheerd door de overheid. Zeker in aanwezigheid van een inefficiënte markt met een minder goed ontwikkelde financiële markt (La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 2008). Loderer en Waelchli (2010) stelden bovendien voor niet-staatsbedrijven vast dat als het wettelijke kader niet op punt staat, er vaker agency problemen optreden tussen de controlerende partijen en de investeerders. Dit zal dan logischerwijze tot het gevolg hebben dat de bedrijfsprestaties verre van optimaal zijn (Loderer & Waelchli, 2010).

Ook belangrijk is dat niet alle blockholders over één en dezelfde kam geschoren worden. Niet alle blockholders hebben immers dezelfde intenties. Zo sturen de agressievere blockholders het topmanagement en de bestuurders veel meer en veel nadrukkelijker richting de maximalisatie van de ondernemingswaarde dan de minder agressieve blockholders (Harris, Madura, & Glegg, 2010). Sommige blockholders spelen een actieve rol, anderen spelen dan weer liever een passieve rol (Bethel, Liebeskind, & Opler, 1998). Ook volgens Fernandez en Nieto (2006) verschillen de intenties van blockholder tot blockholder, iedere eigenaar heeft volgens hen een andere mate van risico-aversie.

Choi, Sul en Min (2012) deden onderzoek naar de relatie tussen buitenlandse investeerders en de bedrijfswaarde. Ze stelden vast dat buitenlands eigenaarschap positief gecorreleerd is met de bedrijfswaarde dankzij de invloed die blockholders kunnen uitoefenen op de onderneming.

Hypothese 3: Het aantal blockholders is negatief gecorreleerd aan de internationalisatie van de Russische olie- en gasindustrie.

3 Methodologie

Om de internationalisatie van de bedrijven uit de Russische olie- en gasindustrie te bepalen, wordt er gewerkt met cross-sectie data. De bedrijfsspecifieke data wordt gezocht in de database Amadeus van Bureau Van Dijk. Ondernemingen die in aanmerking komen voor het onderzoek worden geselecteerd op basis van de NACE-codes (zie bijlage 1) waarbij het onderzoek zich enkel toespitst op bedrijven waarvan de hoofdactiviteiten zich in de olie- en gasindustrie bevinden.

Om de impact van de verschillende onafhankelijke variabelen op de afhankelijke variabele te onderzoeken wordt gebruik gemaakt van een count regressie. In dit deel worden achtereenvolgens de dataset, de afhankelijke variabele, de onafhankelijke variabelen, en de te gebruiken techniek besproken.

3.1 Cross-sectie data

Om het effect op de internationalisatie te onderzoeken wordt beroep gedaan op gegevens die beschikbaar worden gesteld via de database Amadeus van Bureau Van Dijk. Amadeus is één van de producten die wordt aangeboden door het expertisebureau en bevat gegevens van 21 miljoen Europese bedrijven. Het geeft gedetailleerde financiële informatie weer van organisaties die in de voorbije tien jaar hun jaarrekening hebben neergelegd (BvD, 2015). Op basis van de betrokken NACE-codes (zie bijlage 1) worden in totaal 712 Russische bedrijven geselecteerd. Bij veel van deze bedrijven betreffen de bedrijfsactiviteiten in de olie- en gasindustrie echter bijzaak te zijn en bevinden de hoofdactiviteiten zich in andere sectoren. Dit onderzoek spitst zich toe op bedrijven waarvan de hoofdactiviteiten zich in de olie- en gasindustrie situeren, daarom worden bedrijven waarbij dit niet het geval is niet opgenomen in de dataset. Vervolgens wordt rekening gehouden met het feit dat een deel van de overgebleven bedrijven een inactieve status kennen. Om zo dicht mogelijk bij de realiteit aan te leunen worden uiteindelijk 50 bedrijven opgenomen in de dataset. Het betreft hierbij te gaan om de 50 bedrijven met het hoogste omzetcijfer. De gegevens die zich in de dataset bevinden zijn de laatst beschikbare gegevens van deze bedrijven.

3.2 Afhankelijke variabele

Dit onderzoek heeft tot doel te achterhalen welke invloed bepaalde variabelen hebben op de internationalisatie van bedrijven in de Russische olie- en gasindustrie. Om die internationalisatie te meten wordt gekeken naar het aantal buitenlandse filialen van de organisaties in de steekproef. Hieruit kan afgeleid worden in welke mate de activiteiten van de betrokken ondernemingen zich effectief in het buitenland bevinden en in welke mate de organisaties internationaal actief zijn. Eerdere onderzoeken maakten als maatstaf voor de internationalisatie voornamelijk gebruik van de opbrengsten afkomstig van de exportactiviteiten. Omwille van het feit dat slechts een klein aantal bedrijven uit de betrokken industrie deze gegevens beschikbaar stelt, zal in dit onderzoek dus gewerkt worden met het aantal buitenlandse filialen en niet met de exportopbrengsten.

3.3 Onafhankelijke variabelen

De internationalisatie van Russische olie- en gasbedrijven is afhankelijk van verschillende variabelen die voornamelijk worden afgeleid uit de bovenstaande literatuurstudie. Een beperkt aantal variabelen werden intuïtief gekozen, omdat deze mede van belang kunnen zijn voor de internationalisatie. Een deel van de variabelen zijn afkomstig van de hypothesen die werden gevormd en zijn dus noodzakelijk voor dit onderzoek. De overige variabelen dragen de titel van controlevariabelen. Deze controlevariabelen bleken eerder al een impact te hebben gehad op de internationalisatie of op de bedrijfsprestaties en worden daarom ook opgenomen in dit onderzoek.

In tabel 1 worden alle variabelen weergegeven en omschreven. In de tabel staan ook de verwachtingen vermeld die afkomstig zijn vanuit een eigen interpretatie van de bovenstaande literatuur.

Tabel 1: Onafhankelijke variabelen

Variabele	Beschrijving	Naam	Verwachting
Aantal leden van de raad van bestuur	Totaal aantal bestuursleden van de organisatie	directors	Positief
Aantal onafhankelijke bestuurders	Totaal aantal onafhankelijke bestuursleden van de organisatie	ind_directors	Positief
Aantal buitenlandse bestuurders	Totaal aantal buitenlandse bestuursleden van de organisatie	for_directors	Positief
Aantal bestuursleden in het bezit van aandelen	Totaal aantal bestuursleden die in het bezit zijn van aandelen van de organisatie	dir_share	Positief
Aantal vrouwelijke bestuurders	Totaal aantal vrouwelijke bestuursleden van de organisatie	women	Positief
Aantal aandeelhouders	Totaal aantal aandeelhouders van de organisatie	shareholders	Positief
Aantal blockholders	Aantal aandeelhouders die meer dan 5% van het totaal aantal aandelen bezitten.	blockholders	Negatief
Aantal buitenlandse blockholders	Aantal buitenlandse aandeelhouders die meer dan 5% van het totaal aantal aandelen bezitten	for_blockholders	Positief
Staatsbedrijf	Dummyvariabele: waarde 1 wanneer de betrokken onderneming een staatsbedrijf is. Waarde 0 wanneer de betrokken onderneming geen staatsbedrijf is.	dum_state	Negatief
Sancties	Dummyvariabele: waarde 1 wanneer de organisatie of minstens één van haar bestuursleden valt onder de opgelegde EU sancties Waarde 0 wanneer de organisatie niet onder de opgelegde EU sancties valt	dum_blacklist	Negatief

Adjunct-directeuren	Dummyvariabele: waarde 1 wanneer de organisatie niet beschikt over een eigen raad van bestuur maar adjunct-directeuren in de plaats stelt. Waarde 0 wanneer de organisatie over een eigen raad van bestuur beschikt.	dum_depman	Positief
Solvabiliteit	Verhouding tussen het eigen vermogen en het balanstotaal	solvability	Positief
ROA	Verhouding tussen de nettowinst en de totale activa van de organisatie	roa	Positief

3.3.1 Onderzoeksvariabelen

Rosenstein en Wyatt (1990) achtten de rol van onafhankelijke bestuurders belangrijk om deugdelijk bestuur te kunnen garanderen. Daarom onderzochten onder meer Hermalin en Weisbach (1991) het verband tussen het aandeel onafhankelijke bestuurders en de bedrijfsprestaties. Zij vonden geen empirische bewijzen van betere bedrijfsprestaties, maar het recentere onderzoek van Finch (2005) deed dat wel. Hij toonde aan dat complexe bedrijven toch vaak beroep doen op onafhankelijke bestuurders en hierdoor beter presteren. Hij stelt dat onafhankelijke bestuurders over ervaring en kennis beschikken die afhankelijke bestuurders niet hebben. Hierdoor worden onafhankelijke bestuurders aangeworven tot de raad van bestuur. Ook volgens Barroso, Villegas en Pérez-Calero (2011) dienen bedrijven capabele bestuurders met kennis en ervaring aan te werven om de betrokken bedrijven doorheen het nieuwe geglobaliseerde bedrijfsklimaat te gidsen. Vanuit deze stellingen wordt er verwacht dat de kennis en ervaring die onafhankelijke bestuurders met zich meebrengen er toe leidt dat bedrijven meer geneigd zijn te internationaliseren.

Ook buitenlandse onafhankelijke bestuurders doen volgens Oxelheim en Randoy (2003) de bedrijfswaarde toenemen. Zij suggereerden dat dit het gevolg was van het deugdelijk bestuur dat de buitenlandse bestuurders met zich mee brengen. Buitenlandse bestuurders worden vaak aangeworven onder druk van buitenlandse eigenaars die vertegenwoordigd willen worden in de raad van bestuur. Ook volgens Choi, Sul en Min (2012) brengen buitenlandse bestuursleden vaak betere bedrijfsprestaties met zich mee. In hun onderzoek wordt wel vermeld dat deze extra bedrijfswaarde vermindert indien het buitenlands eigenaarschap onbepaald is. Over het algemeen wordt verwacht dat het aandeel buitenlandse onafhankelijke bestuurders zowel de bedrijfswaarde als de internationalisatie doet toenemen.

Het onderzoek van Shleifer en Vishny (1986 en 1997) toonde aan dat aandelenconcentratie kan leiden tot betere bedrijfsprestaties wanneer er een conflict bestaat tussen het management en de aandeelhouders. Bij dit onderzoek wordt er vanuit gegaan dat er geen conflicten bestaan tussen de aandeelhouders en het management. Er wordt met andere woorden verwacht dat het aantal blockholders negatief gecorreleerd is aan de bedrijfswaarde en aan de internationalisatie. Het voordeel dat blockholders hebben wanneer er zich wel een conflict voordoet, is het feit dat ze druk kunnen uitoefenen op de raad van bestuur en bijgevolg op de onderneming zelf. Het aandeel buitenlandse blockholders zou volgens Choi, Sul en Min (2012) over het algemeen tot een hogere bedrijfswaarde leiden. Er wordt verwacht dat bedrijven meer en sneller internationaliseren bij de aanwezigheid van buitenlandse blockholders, er wordt met andere woorden ook hier een positief effect verwacht.

3.3.2 Controlevariabelen

Bij een grotere spreiding van de aandelen worden er minder blockholders teruggevonden binnen een onderneming. Dit wil enerzijds zeggen dat de individuele aandeelhouders minder invloed kunnen uitoefenen op de onderneming (Kaplan & Minton, 1994). Anderzijds zorgt een grote spreiding van de aandelen bij de aanwezigheid van deugdelijk bestuur voor weinig druk van blockholders en is de onderneming in staat rationele beslissingen te nemen die een positief effect hebben op de bedrijfsprestaties (Shleifer & Vishny, 1997). Afhankelijk van het deugdelijk bestuur van de onderneming in kwestie

neemt hierdoor de bedrijfswaarde toe of af. Er wordt vertrokken vanuit de gedachtegang dat de betrokken ondernemingen over het algemeen over een deugdelijk bestuur beschikken waardoor er een positieve relatie verwacht wordt tussen het aantal aandeelhouders en de internationalisatie van de betrokken bedrijven.

La Porta et al. (2008) onderzochten eerder reeds het effect van bedrijven die, al dan niet volledig, worden beheerd door de overheid. Hun onderzoek concludeerde dat er een positieve correlatie bestaat tussen de concentratie van eigenaarschap en de bedrijfsprestaties bij zogenaamde staatsbedrijven. Deze stelling is relevant voor dit onderzoek aangezien Rusland de reputatie heeft in deze sector over relatief veel staatsbedrijven te beschikken. Om een onderscheid te maken tussen staatsbedrijven en niet-staatsbedrijven wordt een dummyvariabele aangemaakt. Observaties met een dummywaarde '1' stellen de staatsbedrijven voor en observaties met een dummywaarde '0' stellen niet-staatsbedrijven voor.

Heel wat onderzoek werd gedaan naar de invloed van de grootte van een raad van bestuur op een onderneming. Yermack (1996) concludeerde dat een kleinere raad van bestuur effectiever zou zijn dan een grotere. Recenter onderzoek van Coles, Naveen en Naveen (2008) concludeerde daarentegen dat er ook een positieve correlatie kan bestaan tussen de grootte van een raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Vooral bij grote complexe bedrijven en bij bedrijven met zeer specifieke activiteiten is de kans groter dat er een positieve correlatie bestaat. Olie- en gasbedrijven zijn vaak zeer complexe bedrijven waardoor er wordt verwacht dat er een positief effect bestaat tussen de internationalisatie van Russische olie- en gasbedrijven en het aantal leden van de raad van bestuur. Yermack (1996) suggereerde eveneens dat het van belang is om bestuursleden een aanzienlijk deel van de aandelen te overhandigen. Dit zou de effectiviteit van de raad van bestuur doen toenemen. Als gevolg van deze stellingen wordt er verwacht dat bestuursleden die in het bezit zijn van aandelen een positieve impact zullen hebben op de bedrijfsprestaties en op de internationalisatie.

Bedrijven doen volgens Hermalin en Weisbach (1989) beroep op onafhankelijke bestuurders vanaf het moment dat het betrokken bedrijf minder begint te presteren. Bedrijven die minder goed presteren zien hun solvabiliteit dalen omdat steeds meer beroep gedaan wordt op vreemd vermogen. Onafhankelijke bestuurders worden aangeworven om de solvabiliteit te doen stijgen en bijgevolg terug meer middelen vrij te maken om te investeren. Ook het rendement op de activa zal meer dan waarschijnlijk toenemen wanneer het bedrijf in kwestie beter gaat presteren. Ook volgens Myers (2000) moeten zowel de vorderingen als de schulden aanzien worden als beleidsinstrumenten. Deze beleidsinstrumenten maken het uiteindelijk voor een bedrijf al dan niet mogelijk te internationaliseren. Er wordt daarom niet alleen verwacht dat er een positief effect bestaat tussen de solvabiliteit en de internationalisatie, maar ook tussen het rendement op de activa (ROA) en de internationalisatie.

Er zal ook rekening gehouden moeten worden met het effect dat vrouwelijke bestuursleden hebben op de bedrijfsprestaties. Fitzsimmons suggereerde in 2012 namelijk dat diversificatie van de raad van bestuur op basis van geslachten op een verantwoorde wijze dient overwogen te worden. Sociale druk van buitenaf zal er dus meer dan waarschijnlijk voor zorgen dat de bedrijfsprestaties zullen afnemen. Weloverwogen beslissingen dienen toegepast te worden op meerdere vormen van diversificatie. Zelf veralgemeende Fitzsimmons haar uitspraken naar nationaliteiten, culturen, rassen en overtuigingen.

Een gedeelte van de bedrijven in de selectie beschikken niet over een eigen raad van bestuur. De bestuursleden worden hierbij vervangen door adjunct-directeuren die de functies van bestuursleden op zich nemen. Om een onderscheid te maken tussen de bedrijven met bestuursleden en bedrijven zonder bestuursleden wordt er een dummyvariabele aangemaakt. Dit geeft het onderzoek ook meteen de mogelijkheid om te achterhalen of er een verschil bestaat tussen beide en in welke mate dit het gedrag van de onderneming al dan niet beïnvloedt. Bedrijven die niet over eigen bestuursleden beschikken, maar over adjunct-directeuren krijgen een dummywaarde '1' toegekend. Bedrijven die wel over eigen bestuursleden beschikken, krijgen een dummywaarde '0' toegekend.

Tot slot zal er in dit onderzoek rekening gehouden worden met de hedendaagse spanningen tussen Rusland en enkele Europese landen. De Europese Unie stelde reeds een sanctielijst op met de namen van 151 personen en 37 organisaties waarvan de bankrekeningen in de EU werden bevroren. De personen en organisaties zijn voornamelijk op de sanctielijst geplaatst als gevolg van een dispuut omtrent direct of indirect ondernomen acties tegen Oekraïne (Union, 2015). Om te achterhalen wat het effect op de internationalisatie is bij bedrijven die zelf op de sanctielijst genoteerd staan of waarvan een bestuurslid op de sanctielijst staat, wordt een dummyvariabele aangemaakt. Bedrijven die zelf op de lijst genoteerd staan of waarvan een bestuurslid op de lijst staat, krijgen een dummywaarde '1' toegekend. Bedrijven die niet op de lijst staan en waarvan ook de bestuurders niet op de lijst staan genoteerd, krijgen een dummywaarde '0' toegekend.

3.3.3 Poisson regressie

De methode die in dit onderzoek wordt toegepast om de internationalisering te analyseren is een count regressie, meer bepaald een poisson regressie. Deze vorm van regressie analyse wordt gebruikt wanneer de afhankelijke variabele van het count type betreft te zijn. Aangezien in dit onderzoek de internationalisatie gemeten wordt aan de hand van het aantal buitenlandse filialen is een count regressie de voor de hand liggende keuze. De onderliggende afhankelijke variabele is een discrete variabele met een absoluut minimum van 0. Een assumptie die aan de poisson regressie wordt gekoppeld, stelt dat de variantie gelijk is aan het gemiddelde (Gujarati & Porter, 2009).

Om het onderzoek tot een goed einde te brengen zal gewerkt worden via het trapmodel. Bij toepassing van het trapmodel worden stelselmatig verklarende variabelen toegevoegd aan het model, te beginnen met de controlevariabelen. Indien de controlevariabelen niet gecorreleerd zijn aan elkaar wordt het eerste model opgesteld.

Model 1:

$$\text{Subsidiaries}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{solvency}_i + \beta_2 \text{roa}_i + \beta_3 \text{directors}_i + \beta_4 \text{dir_share}_i + \beta_5 \text{women}_i + \beta_6 \text{shareholders}_i + \beta_7 \text{for_blockholders}_i + \beta_8 \text{dum_state}_i + \beta_9 \text{dum_blacklist}_i + \beta_{10} \text{dum_depman}_i + \varepsilon_i$$

Vervolgens zullen ook de volgende modellen stapsgewijs opgesteld worden. Ook hier dient eventuele correlatie tussen variabelen getest te worden alvorens ze effectief worden toegevoegd aan het model.

Model 2:

$$\text{Subsidiaries}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ solvency}_i + \beta_2 \text{ roa}_i + \beta_3 \text{ directors}_i + \beta_4 \text{ dir_share}_i + \beta_5 \text{ women}_i + \beta_6 \text{ shareholders}_i + \beta_7 \text{ for_blockholders}_i + \beta_8 \text{ dum_state}_i + \beta_9 \text{ dum_blacklist}_i + \beta_{10} \text{ dum_depman}_i + \beta_{11} \text{ ind_directors}_i + \varepsilon_i$$

Model 3:

$$\text{Subsidiaries}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ solvency}_i + \beta_2 \text{ roa}_i + \beta_3 \text{ directors}_i + \beta_4 \text{ dir_share}_i + \beta_5 \text{ women}_i + \beta_6 \text{ shareholders}_i + \beta_7 \text{ for_blockholders}_i + \beta_8 \text{ dum_state}_i + \beta_9 \text{ dum_blacklist}_i + \beta_{10} \text{ dum_depman}_i + \beta_{11} \text{ ind_directors}_i + \beta_{12} \text{ for_directors}_i + \varepsilon_i$$

Model 4:

$$\text{Subsidiaries}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{ solvency}_i + \beta_2 \text{ roa}_i + \beta_3 \text{ directors}_i + \beta_4 \text{ dir_share}_i + \beta_5 \text{ women}_i + \beta_6 \text{ shareholders}_i + \beta_7 \text{ for_blockholders}_i + \beta_8 \text{ dum_state}_i + \beta_9 \text{ dum_blacklist}_i + \beta_{10} \text{ dum_depman}_i + \beta_{11} \text{ ind_directors}_i + \beta_{12} \text{ for_directors}_i + \beta_{13} \text{ blockholders}_i + \varepsilon_i$$

4 Resultaten

In dit deel worden de resultaten besproken van de beschrijvende analyse en het statistische onderzoek dat uitgevoerd werd door toepassing van een poisson regressie in SPSS. Zoals reeds gezegd wordt bij dit onderzoek gebruik gemaakt van een trapmodel waarbij stapsgewijs variabelen aan het model worden toegevoegd. Afhankelijk van de correlatie tussen de variabelen zullen al dan niet alle variabelen zich in het finale model situeren.

4.1 Beschrijvende statistiek

In tabel 2 worden het aantal observaties, het minimum, het maximum, het gemiddelde en de standaard deviatie van iedere verklarende variabele weergegeven. De kolom 'Aantal' geeft het aantal keer dat de waarde '1' voorkomt bij de dummyvariabelen weer.

Tabel 2: Beschrijvende analyse van de verklarende variabelen

Variabele	Obs.	Min.	Max.	Gem.	St. dev.	Mediaan	Aantal
Controle variabelen							
Solvency	50	-23,11	99,99	59,82	29,82	67,64	
ROA	50	-12,30	48,98	10,84	11,63	8,72	
Directors	50	1	17	6,36	4,10	6,5	
Dir_share	50	0	7	0,48	1,61	0	
Women	50	0	3	0,56	0,73	0	
Shareholders	50	1	119	8,06	24,23	1	
For_blockholders	50	0	5	0,24	0,82	0	
Dum_state	50	0	1	0,18	0,39	0	9
Dum_blacklist	50	0	1	0,02	0,14	0	1
Dum_depman	50	0	1	0,58	0,50	1	29
Onderzoeksvariabelen							
Ind_directors	50	0	12	3,08	4,05	0	
For_directors	50	0	5	0,46	1,11	0	
Blockholders	50	1	5	1,44	1,01	1	

Uit tabel 2 kan afgeleid worden dat voor iedere observatie de gegevens compleet zijn. Iedere variabele beschikt dus over hetzelfde aantal observaties.

Een eerste vaststelling die gemaakt kan worden is het feit dat 29 van de 50 observaties niet over een eigen raad van bestuur beschikken. Dat betekent dat 58% van de bedrijven in de steekproef beroep doen op adjunct-directeuren die de functies van bestuursleden op zich nemen. Dit valt meer dan waarschijnlijk te verklaren door het feit dat de olie- en gasindustrie slechts enkele grote spelers kent die vaak meerderheidsaandeelhouder zijn van de kleinere spelers. Vervolgens valt ook op dat het bij negen van de 50 observaties betreft te gaan over ondernemingen die, direct of indirect, gecontroleerd worden door de overheid. Dit wil zeggen dat 18% van de ondernemingen in de steekproef voor minstens 50% eigendom zijn van de overheid. Tot slot staat slechts één van de 50 ondernemingen in de steekproef genoteerd op de sanctielijst van de EU. Hierbij kan vermeld worden dat niet enkel de onderneming als organisatie vermeld staat op de sanctielijst, maar ook dat één van haar bestuursleden als persoon op de sanctielijst staat vermeld.

Er kan vastgesteld worden dat de gemiddelde raad van bestuur van de ondernemingen in de steekproef bestaat uit iets meer dan zes bestuursleden of adjunct-directeuren die de functie van bestuurslid dragen. In 1993 concludeerde Jensen reeds dat raden van bestuur met meer dan acht bestuursleden leiden tot inefficiëntie. Er kan dus gesteld worden dat de Russische olie- en gasbedrijven op dit vlak binnen de grenzen van het optimale blijven. Vervolgens wordt geconcludeerd dat een raad van bestuur gemiddeld bestaat uit drie onafhankelijke bestuursleden. Wanneer het gemiddelde met de mediaan vergeleken wordt, kan echter besloten worden dat hierbij sprake is van een rechtsscheve verdeling. Buitenlandse bestuursleden kennen een zeldzaam voorkomen binnen de industrie. Gemiddeld gezien zetelt minder dan één buitenlands bestuurslid in de raad van bestuur. Ook vrouwelijke bestuursleden worden zelden waargenomen binnen de Russische olie- en gasindustrie. Gemiddeld gezien draagt minder dan één vrouw de titel van bestuurslid in organisaties uit deze sector. Tot slot wordt vastgesteld dat bestuursleden van bedrijven in deze industrie slechts zelden in het bezit zijn van aandelen van de organisatie.

Met betrekking tot de aandeelhouders binnen de olie- en gasindustrie treedt een rechtsscheve verdeling op. Volgens het gemiddelde worden de organisaties beheerd door ongeveer acht aandeelhouders. Volgens de mediaan worden de ondernemingen dan weer beheerd door slechts één aandeelhouder. De waarde van de mediaan kent twee oorzaken. Een eerste oorzaak is te wijten aan het feit dat er een aanzienlijk aantal moeder-dochter verbanden optreden binnen de industrie. Zoals reeds gezegd wordt de industrie beheerd door slechts enkele grote spelers waaraan de kleine spelers verbonden zijn. Een groot deel van de kleine spelers wordt voor 100% beheerd door één van de grote ondernemingen. Ook het gemiddeld aantal blockholders bedraagt iets meer dan één per organisatie en vertoont dus een gelijkaardig resultaat. Een tweede oorzaak kan gelinkt worden aan het aantal staatsbedrijven die de industrie kent. Er werd reeds vermeld dat negen van de 50 observaties beschouwd worden als staatsbedrijven. De overgrote meerderheid van de bedrijven die beschouwd worden als staatsbedrijf worden, direct of indirect, voor 100% door de overheid beheerd.

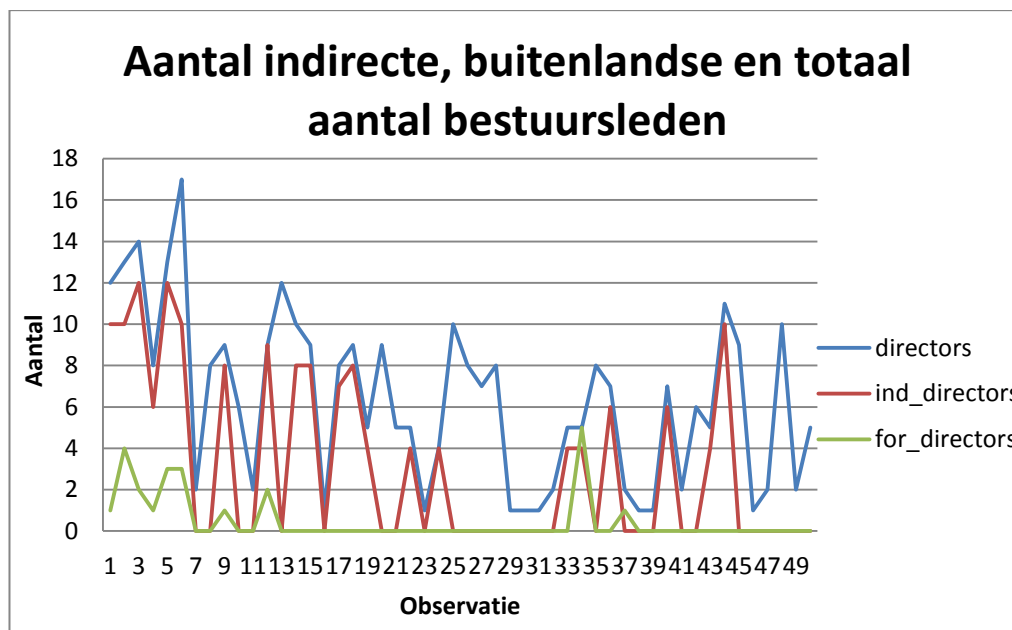
Tot slot kunnen ook nog enkele opmerkingen gemaakt worden over de twee ratiovariabelen in het model. De solvabiliteit kent een gemiddelde waarde van 59,82% met een minimum van -23,11% en een maximum van 99,99%. Het rendement op activa

kent een gemiddelde waarde van 10,84% met een minimum van -12,30% en een maximum van 48,98%.

Om een illustratie te geven van het verband tussen het totaal aantal, het aantal onafhankelijke en het aantal buitenlandse bestuursleden wordt een figuur opgesteld. In figuur 1 wordt een lijngrafiek gegeven waarop per observatie het totaal aantal, het aantal onafhankelijke en het aantal buitenlandse bestuursleden wordt weergegeven.

Over het algemeen bestaat er een vrij gelijkaardig verloop tussen het totaal aantal en het aantal onafhankelijke bestuursleden. Ook de verhouding tussen beiden lijkt vrij constant te blijven. Enkel tussen observatie 25 en 31 lijkt er geen gelijkaardig verloop te zijn door de afwezigheid van onafhankelijke en buitenlandse bestuurders. Ook het verloop tussen het aantal buitenlandse en het aantal onafhankelijke en totaal aantal bestuursleden lijkt vergelijkbaar te zijn, maar is minder duidelijk. Dit komt door het kleine aantal ondernemingen met buitenlandse bestuursleden en door het lage gemiddeld aantal buitenlandse bestuursleden.

Figuur 1: Verband tussen het aantal indirecte, buitenlandse en totaal aantal bestuursleden



4.2 Statistische analyse

De dataset wordt aan de hand van SPSS statistisch geanalyseerd. Door het gebruik van een trapmodel worden stapsgewijs variabelen toegevoegd aan de regressie. Variabelen die in dergelijke mate gecorreleerd zijn aan elkaar waardoor de richting van minstens één van de betrokken variabelen verandert, mogen zich niet samen in hetzelfde regressiemodel bevinden. Aangezien de afhankelijke variabele binnen dit onderzoek van het count type is, wordt een poisson regressie toegepast om een degelijk resultaat te bekomen. Tabel 3 geeft het trapmodel, dat bestaat uit vier modellen, weer. Bij de analyse wordt rekening gehouden met verschillende significantieniveaus die onderaan tabel 3

worden weergegeven. In het model zelf worden de coëfficiënten alsook de robuuste standaardfouten van de variabelen weergegeven.

Tabel 3: Trapmodel

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Variabelen	Aantal buitenlandse afdelingen	Aantal buitenlandse afdelingen	Aantal buitenlandse afdelingen	Aantal buitenlandse afdelingen
Intercept	-9.776*** (0.9544)	-7.926*** (0.9400)	-7.901*** (0.9393)	-8.783*** (1.0623)
Controle variabelen				
Solvency	0.231*** (0.0134)	0.233*** (0.0130)	0.233*** (0.0130)	0.237*** (0.0130)
ROA	-0.283*** (0.0172)	-0.321*** (0.0210)	-0.320*** (0.0211)	-0.338*** (0.0243)
Directors	-0.089*** (0.0255)	0.136*** (0.0397)	0.137*** (0.0398)	0.132*** (0.0410)
Dir_share	0.161*** (0.0425)	0.081* (0.0446)	0.311 (0.4445)	-0.131 (0.1340)
Women	1.073*** (0.1602)	0.556*** (0.1639)	0.538*** (0.1679)	0.732*** (0.1864)
Shareholders	0.008 (0.0068)	0.011 (0.0079)	-0.009 (0.0375)	0.006 (0.0063)
For_blockholders	0.429 (0.3210)	0.252 (0.3595)	1.036 (1.5303)	
Dum_state	-7.785*** (0.6311)	-8.608*** (0.6556)	-8.581*** (0.6601)	-8.680*** (0.6648)
Dum_blacklist	4.092*** (0.3434)	4.468*** (0.3345)	4.319*** (0.4408)	5.950*** (0.8351)
Dum_depman	-4.738*** (0.4297)	-7.147*** (0.5794)	-7.149*** (0.5821)	-7.159*** (0.6105)
Onderzoeksvariabelen				
Ind_directors		-0.401*** (0.0580)	-0.404*** (0.0585)	-0.428*** (0.0635)
For_directors			-0.187 (0.3611)	0.313** (0.1565)
Blockholders				0.536* (0.2732)
Observaties	50	50	50	50
Likelihood Ratio Chi ²	4974.183	5028.424	5028.664	5032.067
Sig.	0.000	0.000	0.000	0.000

Significantieniveaus: *** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Bron: Eigen verwerking op basis van SPSS

Het eerste model bestaat enkel uit de controlevariabelen. Allereerst dient hierbij vermeld te worden dat er een hoge mate van correlatie bestaat tussen de variabelen *shareholders* en *dir_share* (zie bijlage 2). Aangezien het belangrijk is dat het model geen vertekend beeld weergeeft dient eerst nagegaan te worden in welke mate de variabelen elkaar beïnvloeden binnen het regressiemodel. Om dit te doen moeten eerst de beide variabelen apart in het model worden opgenomen, waarna de variabelen samen in het model worden gebracht. Hieruit wordt vervolgens duidelijk in welke mate de variabelen gewijzigd zijn ten opzichte van de aparte modellen. Het voornaamste is dat de coëfficiënten van de variabelen hierbij niet van richting veranderen. In dit geval blijkt de wijziging ten opzichte van de aparte modellen minimaal, ook de richting van de coëfficiënten blijft onveranderd. Het aantal bestuursleden in het bezit van aandelen blijkt bovendien een positief effect te hebben op het aantal buitenlandse filialen, dit overigens op het hoogste significantieniveau. Ook het grootste gedeelte van de andere variabelen blijkt een significante invloed te hebben op het aantal buitenlandse filialen. Zo blijkt de solvabiliteit een significante positieve impact te hebben, het aantal bestuursleden een kleine negatieve impact en het aantal vrouwelijke bestuursleden een grote positieve impact. Zeker de invloed die vrouwelijke bestuursleden hebben op de internationalisatie springt in het oog. Wanneer dit resultaat gekoppeld wordt aan de bevindingen van Fitzsimmons (2012) kan besloten worden dat bedrijven waarvan de bedrijfsactiviteiten zich in de olie- en gasindustrie situeren, vrouwelijke bestuursleden aanstellen op een verantwoorde manier en meer dan waarschijnlijk niet na sociale druk van buitenaf. Uit het model wordt ook afgeleid dat het rendement op activa een significante negatieve invloed heeft op het aantal buitenlandse filialen. Met betrekking tot de dummyvariabelen valt vooral de grote negatieve impact op die de staatsbedrijven hebben op de internationalisatie. Dit resultaat komt niet overeen met de conclusie van La porta et al. (2008) die suggereerden dat er geen negatieve relatie zou bestaan tussen de bedrijfsprestaties en bedrijven die voor een aanzienlijk deel worden beheerd door de overheid. Ook ondernemingen zonder eigen bestuursleden, maar met zogenaamde adjunct-directeuren, blijken een negatieve invloed te hebben op de internationalisatie. Tot slot toont het eerste model dat ondernemingen die op de sanctielijst van de EU staan zich blijven focussen op internationalisatie. Ook kunnen uit het eerste model geen significante resultaten gevonden worden omtrent de invloed die het aantal aandeelhouders en het aantal buitenlandse blockholders hebben op de internationalisatie. Het onderzoek van Choi, Sul en Min (2012) vond hieromtrent wel significante resultaten.

In het tweede model wordt de eerste onderzoeksvariabele toegevoegd aan de regressie. Aangezien er een correlatie bestaat tussen de variabelen *ind_directors* en *dum_depman* (zie bijlage 2), dient eerst weer getest te worden in welke mate de beide variabelen elkaar beïnvloeden. Beide variabelen worden eerst weer apart opgenomen in het regressiemodel waarna ze samen in het model worden gebracht. Ook in dit geval blijkt de invloed die de variabelen op elkaar hebben minimaal te zijn en blijkt geen van de coëfficiënten van de variabelen van richting te veranderen. Beide variabelen worden dus opgenomen in hetzelfde model. Uit dit tweede model kan afgeleid worden dat het aantal onafhankelijke bestuurders een negatieve invloed heeft op het aantal buitenlandse afdelingen, dit bovendien op het hoogste significantieniveau. Het aantal bestuurders had in het eerste model nog een kleine negatieve invloed op het aantal buitenlandse filialen, dit is in het tweede model gewijzigd naar een licht positieve invloed. Verder is er buiten het feit dat het significantieniveau van het aantal bestuursleden wijzigde van het hoogste naar het laagste niveau geen sprake van grote wijzigingen ten aanzien van het eerste model.

In het derde model wordt de tweede onderzoeksvariabele toegevoegd. Hierbij kan echter meteen vastgesteld worden dat het significantieniveau van het aantal buitenlandse bestuursleden te klein is, waardoor het onmogelijk is een besluit te vormen omtrent de invloed die deze variabele heeft op het aantal buitenlandse filialen. Ook de invloed die het aantal bestuursleden had op de internationalisatie is niet meer significant, hierdoor is het onmogelijk om vanuit dit model een conclusie te vormen omtrent de invloed van deze variabele op het aantal buitenlandse filialen.

In het vierde model wordt de laatste onderzoeksvariabele toegevoegd aan het regressiemodel. Uit de correlatietabel (zie bijlage 2) blijkt echter dat er tussen de variabelen *blockholders* en *for_blockholders* een sterke correlatie bestaat waardoor er eerst en vooral weer getest zal moeten worden in welke mate de variabelen elkaar beïnvloeden. Net als bij de voorbije twee keer worden de twee variabelen eerst apart in het regressiemodel geanalyseerd waarna de beide variabelen gezamenlijk worden geregresseerd. Uit deze analyse wordt afgeleid dat de invloed die de variabelen op elkaar hebben te groot is om ze vanuit hetzelfde model te analyseren. Omwille van het feit dat het derde model reeds de variabele *for_blockholders* bevat dient deze in het vierde model gewoon weggelaten te worden en kan de variabele *blockholders* toegevoegd worden. Vanuit dit model kan worden gesteld dat het aantal *blockholders* een positieve invloed heeft op het aantal buitenlandse filialen, op het laagste significantieniveau. In dit vierde model wordt ook duidelijk dat het aantal buitenlandse bestuurders weldegelijke een positieve invloed heeft op de internationalisatie. In het derde model kon geen significant verband gevonden worden, nu is dit wel mogelijk tot op het tweede significantieniveau. Oxelheim en Randoy (2003) concludeerden in hun onderzoek reeds dat buitenlandse bestuurders de bedrijfswaarde doen toenemen door hun deugdelijk bestuur. Dit onderzoek stelt nu ook vast dat buitenlandse bestuurders niet enkel een positief effect hebben op de bedrijfswaarde maar ook op de internationalisatie van een onderneming. Ook Fitzsimmons (2012) suggereerde reeds dat diversificatie van bestuursleden kan leiden tot betere bedrijfsprestaties indien de diversificatie op een doordachte en verantwoorde manier wordt beslist. Voor de bedrijven in de Russische olie- en gasindustrie kan dus gesteld worden dat ook de buitenlandse bestuursleden, net als de vrouwelijke bestuursleden, worden geselecteerd op basis van bedrijfsspecifieke redenen. Verder is er geen sprake van grote wijzigingen binnen dit model. Dit laatste model heeft bovendien ook de hoogste Likelihood ratio χ^2 en een nul als p-waarde.

5 Conclusie

De doelstelling van deze masterproef is om een bijdrage te leveren aan het relatief beperkt aantal onderzoeken omtrent deze materie. In de literatuurstudie is namelijk reeds duidelijk geworden dat de meerderheid van de onderzoeken zich focust op de invloed die het management heeft op de bedrijfsprestaties en op de strategische beslissingen. De onderzoeken van Barosso et al. (2011) en Kroll et al. (2007) stelden reeds vast dat internationalisatiestrategieën van cruciaal belang zijn in het huidige bedrijfsklimaat en dat een sterke raad van bestuur nodig is om samen met het management de juiste koers te bevesten. In het verlengde van deze stelling wordt in dit onderzoek getracht om de invloed van bestuursleden en blockholders op de internationalisatie verder te analyseren. Om het onderzoek duidelijk af te bakenen wordt hierbij de Russische olie- en gasindustrie gebruikt als specifieke onderzoeksgroep binnen dit onderzoek. De keuze voor deze doelgroep werd gemaakt op basis van het weinige onderzoek dat reeds werd uitgevoerd op de sector. Ook het feit dat er alomtegenwoordig een vertroebelde relatie bestaat tussen de Westerse landen en de Russische federatie vraagt om een analyse van de prestaties van bedrijven die zich middenin deze grijze zone bevinden. Hierbij werd allereerst een beschrijvende analyse gemaakt, waarna een statistische analyse de relatie tussen de verschillende variabelen gedetailleerd besprak. Deze statistische analyse werd verricht op basis van een poisson regressie en aan de hand van een trapmodel waarbij stapsgewijs variabelen werden toegevoegd aan het model.

De onderzoeken van Hermalin en Weisbach (1991) en van Baysinger en Butler (1995) onderzochten reeds de invloed van onafhankelijke bestuurders op de bedrijfsprestaties. Hierbij vonden enkel Baysinger en Butler een significant verband tussen beide. Vanuit hun onderzoek werd dus vastgesteld dat onafhankelijke bestuurders een positief effect zouden hebben op de bedrijfsprestaties. In het verlengde van hun onderzoek werd vanuit de eerste hypothese van deze masterproef het effect van de onafhankelijk bestuurders op de internationalisatie onderzocht. In de beschrijvende analyse werd vastgesteld dat bedrijven waarvan de bedrijfsactiviteiten zich in de olie- en gasindustrie situeren gemiddeld een 3-tal onafhankelijke bestuurders aanstellen. Door het feit dat 29 van de 50 bedrijven in de steekproef niet over eigen bestuursleden beschikken maar over adjunct-directeuren die de rol van bestuursleden op zich nemen, kan gesteld worden dat dit aantal aan de lage kant is. Dergelijke adjunct-directeuren dragen namelijk meestal een dubbele functie, één in het management en één als adjunct-directeur. Om echter toch een duidelijk overzicht te bewaren tussen bedrijven met eigen bestuursleden en bedrijven met adjunct-directeuren werd een dummyvariabele aangemaakt. Op basis van de statistische analyse werd vastgesteld dat onafhankelijke bestuurders een significant negatief effect hebben op het aantal buitenlandse afdelingen. Vooral bij de dummyvariabele voor bedrijven zonder eigen bestuursleden werd een grote negatieve invloed op het aantal buitenlandse afdelingen vastgesteld.

Het onderzoek van Choi, Sul en Min (2012) onderzocht de relatie tussen buitenlandse bestuursleden en de bedrijfswaarde. Vanuit dit onderzoek werd een tweede hypothese opgesteld. Hierbij werd in deze masterproef de relatie tussen buitenlandse bestuursleden en het aantal buitenlandse afdelingen onderzocht. In de beschrijvende analyse werd reeds aangehaald dat buitenlandse bestuursleden slechts zelden voorkomen binnen deze industrie. Gemiddeld zetelt in deze sector minder dan één buitenlands bestuurslid in

de raad van bestuur. In de literatuurstudie werd reeds vermeld dat voornamelijk buitenlandse investeerders verlangen naar buitenlandse bestuursleden om hun belangen te vertegenwoordigen (Choi, Sul, & Min, 2012) (Oxelheim & Randoy, 2003). Daarom werd in dit onderzoek ook een variabele ingevoerd die het aantal buitenlandse blockholders weergeeft. In de beschrijvende analyse werd vastgesteld dat bedrijven in deze industrie slechts zelden worden beheerd door buitenlandse blockholders. Dit duidt op het feit dat de Russische olie- en gasindustrie een vrij afgesloten industrie is. Als gevolg van het feit dat de industrie weinig buitenlandse blockholders kent, is er nagenoeg geen vraag naar buitenlandse bestuursleden. In de statistische analyse werd echter tot op het hoogste significantieniveau vastgesteld dat buitenlandse bestuursleden weldegelijk een positieve impact hebben op het aantal buitenlandse afdelingen. Er werd echter geen significante relatie vastgesteld tussen het aantal buitenlandse blockholders en het aantal buitenlandse afdelingen.

Omtrent de invloed van blockholders bestaat er in de literatuur relatief weinig onderzoek. Het onderzoek dat reeds werd verricht, vertoont bovendien geen eenduidigheid. Shleifer en Vishny (1986) stelden bijvoorbeeld vast dat er een positieve correlatie bestaat tussen de concentratie van aandelen en de bedrijfsprestaties, zeker in geval van agency problemen. Deze positieve correlatie zou volgens La Rocca en Montalto (2013) echter afnemen bij aanwezigheid van grote schulden. Leech en Leahy (1991) stelden dan weer vast dat de richting van de correlatie afhankelijk is van het gedrag van de blockholders zelf. De derde hypothese werd opgesteld om het effect te onderzoeken van blockholders op de internationalisatie van bedrijven in de Russische olie- en gasindustrie. In de beschrijvende analyse werd reeds vastgesteld dat bedrijven binnen de industrie gemiddeld worden beheerd door één blockholder. Hierbij werd ook reeds vermeld dat dit meer dan waarschijnlijk te wijten is aan twee oorzaken. De eerste oorzaak ligt bij het feit dat de industrie slechts enkele grote spelers kent die zelf vaak meerderheidsaandeelhouder zijn bij de kleinere spelers. Een tweede oorzaak ligt bij het feit dat een deel van de bedrijven in de industrie worden aanzien als staatsbedrijven. Negen van de 50 bedrijven uit de steekproef worden, direct of indirect, voor minstens 50% beheerd door de overheid. Om een duidelijk onderscheid te maken tussen staatsbedrijven en niet-staatsbedrijven werd ook hier een dummyvariabele aangemaakt. Bij de statistische analyse werd er vastgesteld dat blockholders een positieve impact op het aantal buitenlandse filialen teweeg brengen. Deze vaststelling werd gemaakt op het laagste significantieniveau. Wanneer het echter betreft te gaan over bedrijven die beschouwd worden als staatsbedrijven, brengen blockholders een negatieve impact teweeg op het aantal buitenlandse filialen en dus op de internationalisatie. Dit zou kunnen impliceren dat het vooral de overheid is die de markt wat tracht af te scherm van de buitenwereld.

Om het onderzoek een zo correct mogelijke representatie van de werkelijkheid te laten zijn, werden nog enkele andere controlevariabelen ingevoerd die volgens de literatuur ook een invloed zouden uitoefenen op de bedrijfsprestaties en op de internationalisatie. Zo werd in navolging van het onderzoek van Fitzsimmons (2012) onderzocht wat het effect is van vrouwelijke bestuursleden. Vanuit de statistische analyse werd duidelijk dat er een positieve correlatie bestaat tussen vrouwelijke bestuursleden en het aantal buitenlandse afdelingen. Ook werd in navolging van het onderzoek van Jensen (1993) en Yermack (1996) onderzocht in welke mate het totaal aantal bestuursleden een invloed uitoefent op de internationalisatie. Ook hierbij bestaat een kleine positieve correlatie tussen beide variabelen. Ook de solvabiliteit blijkt een positieve impact te hebben op de internationalisatie, terwijl het rendement op activa dan weer een negatieve invloed zou

hebben. Tot slot werd er ook een dummyvariabele ingevoegd om de impact van de huidige relatie tussen de Westerse landen en de Russische federatie te onderzoeken. Bedrijven die zelf of waarvan bestuursleden op de sanctielijst van de EU staan, worden zo onderscheiden van bedrijven die niet op de lijst staan vermeld. Er werd hierbij een positief verband gevonden tussen bedrijven die genoteerd staan op de sanctielijst van de EU en de internationalisatie. Dit wil zeggen dat Russische bedrijven niet geneigd zijn de internationalisatie van hun onderneming stop te zetten. Het zou echter wel kunnen wijzen op het feit dat ze zich meer gaan focussen op de internationalisatie naar andere regio's dan naar West-Europa.

6 Beperkingen en toekomstig onderzoek

Het feit dat in dit onderzoek de focus lag op een zeer specifieke industrie maakt het moeilijk om de resultaten te generaliseren naar andere sectoren toe. De resultaten tonen bovendien aan dat een relatief groot deel van de bedrijven uit de bestudeerde sector volledig of gedeeltelijk worden beheerd door de overheid. Bij veel andere sectoren zal dit niet het geval zijn waardoor het mogelijk is dat er bij hetzelfde onderzoek andere resultaten bekomen worden. In het kader van dit onderzoek kan het ook interessant zijn om dezelfde studie uit te voeren in andere landen of binnen andere sectoren waarna vervolgens de resultaten met elkaar vergeleken kunnen worden. Op die manier zal de rol die bestuursleden en blockholders spelen op grotere schaal makkelijker te interpreteren zijn.

Ook kan het interessant zijn om dieper in te gaan op het aspect omtrent diversificatie. In dit onderzoek werd er slechts aandacht besteed aan een bepaald aantal aspecten omtrent diversificatie. In dit verband werd de invloed van buitenlandse bestuursleden specifiek onderzocht. In mindere mate kwam ook de invloed van vrouwelijke bestuursleden aan bod. Toekomstige studies zouden de focus kunnen leggen op de effecten die geloofsovertuigingen, culturen of andere vormen van etniciteit teweeg brengen.

De afhankelijke variabele van dit onderzoek is internationalisatie. De maatstaf die werd gebruikt om de internationalisatie voor te stellen in deze masterproef is het aantal buitenlandse filialen. Een andere maatstaf die hiervoor gebruikt zou kunnen worden, is de omzet uit export. De resultaten die dan worden verkregen, kunnen vervolgens vergeleken worden met de resultaten uit dit onderzoek.

7 Bibliografie

- Aguilera, R. V. (2005). Corporate governance and director accountability: An institutional comparative perspective. *British Journal of Management*, 16(1) , 39-53.
- Allen, J., & Phillips, G. M. (2000). Corporate equity ownership, strategic alliances and product market relationships. *Journal of Finance*, 55 (6) , 2791-2815.
- Barkema, H. G., & Chvyrkov, O. (2007). Does top management team diversity promote or hamper foreign expansion. *Strategic Management Journal*, 28 , 663-80.
- Barroso, C., Villegas, M. M., & Pérez-Calero, L. (2011). Board influence on a firm's internationalization. *Corporate governance: an international review*, 19(4) , 351-367.
- Baysinger, R. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics and Organization* 1 , 101-124.
- Bethel, J., Liebeskind, J., & Opler, T. (1998). Block share purchases and corporate performance. *Journal of Finance*, 53 , 605-634.
- Bird, A., Buchanan, R., & Rogers, P. (2004). The seven habits of an effective board. *European Business Journal*, 16 , 128-135.
- Black, B., & Kraakman, R. (1996). A self-enforcing model of corporate law. *Harvard Law Review*, 109 , 1911-1982.
- Boycko, M., Shleifer, A., & Vishny, R. (1996). A theory of privatization. *Economic Journal*, 106 , 309-319.
- Brickley, J. A., & James, C. M. (1987). The takeover market, corporate board composition and ownership structure: The case of banking. *Journal of Law and Economics* 30 , 161-180.
- BvD. (2015). *Amadeus*. Opgeroepen op mei 08, 2015, van Bureau van Dijk: www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/company-information/international-products/amadeus
- Ceysens, P. (2008, juli 1). *Agentschap Ondernemen NACEBEL*. Opgeroepen op december 15, 2014, van Agentschap Ondernemen: http://www.agentschapondernemen.be/sites/default/files/documenten/srhow_nace_code_juli_2008.pdf
- Choi, H. M., Sul, W., & Min, S. K. (2012). Foreign board membership and firm value in Korea. *Management Decision*, 50(2) , 207-233.
- Coase, R. H. (1992). The institutional structure of production. *American Economic Review*, 82 (4) , 713-719.

- Coles, J. L., Naveen, D. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics* 87 , 329-356.
- Dalton, D., Daily, C., Johnson, J., & Ellstrand, A. (1999). Number of directors and financial performance: a meta-analysis. *Academy of Management journal* 42 , 674-686.
- European Commission. (2009, november). *Overview of Family-Business-Relevant Issues: research, networks, policy measures and existing studies*. Opgeroepen op 12 2014, 2014, van Enterprise and industry directorate-general: Promotion of SMEs' competitiveness: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/sme/promoting-entrepreneurship/family-business/family_business_expert_group_report_en.pdf
- Fernandez, Z., & Nieto, J. M. (2006). Impact of ownership on the international involvement of SMEs. *Journal of International Business Studies*, 37 , 340-351.
- Filatotchev, I., Buck, T., & Zhukov, V. (2000). Downsizing privatized firms in Russia, Ukraine an Belarus. *Academy of Management Journal*, 43(3) , 286-304.
- Finch, E. (2005). Are some outside directors better than others? Evidence from director appointments from Fortune 1000 firms. *Journal of Business* 78 , 1943-1971.
- Fitzsimmons, R. S. (2012). Women on boards of directors: Why skirts in seats aren't enough. *Business Horizons* (55) , 557 - 566.
- Frydman, R., Gray, C., Hessel, M., & Rapaczynski, A. (1999). When does privatization work? The impact of private ownership on corporate performance in transition economies. *Quarterly Journal of Economics*, 114 , 1153-1191.
- Greve, P., Nielsen, S., & Ruigrok, W. (2009). Transcending borders with international top management teams: a study of European financial multinational corporations. *European Management Journal*, 27(3) , 213-24.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2009). Modeling Count Data: Poisson Regression Model. In D. N. Gujarati, & D. C. Porter, *Basic Econometrics* (pp. 576-579). New York: Mc Graw Hill.
- Harris, O., Madura, J., & Glegg, C. (2010). Do managers make takeover financing decisions that circumvent more effective outside blockholders? *The quarterly review of economics and finance*, 50 , 180-190.
- Hendry, K., & Kiel, G. C. (2004). The role of the board in firm strategy: Integrating agency and organizational control perspectives. *Corporate governance: an international review* 12 , 500-520.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. E. (1989). The determinants of board composition. *Rand Journal of Economics* 19 , 95-112.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management* 20 , 101-112.

- Iwasaki, I. (2008). The determinants of board composition in transforming economy: Evidence from Russia. *Journal of Corporate Finance*, 14 , 532-549.
- Jenner, L., Dyer, M., & Whitham, L. (2008). *Catalyst census of women board of directors of the FP500: voices from the boardroom*. Opgeroepen op mei 08, 2015, van Catalyst: <http://www.catalyst.org/publication/261/2007-catalyst-census-of-women-board-directors-of-the-fp500-voices-from-the-boardroom>
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance* 48 , 831-880.
- Kaplan, S. N., & Minton, B. A. (1994). Appointments of Outsiders to Japanese Boards, Determinants and Implications for Managers. *Journal of Financial Economics*, 36 , 224-258.
- Kostikova. (2003). *Kodeks korporativnogo povedeniya- korporativnoe povedenie v Rossii*. Moskou: Ekonomika.
- Kroll, M., Walters, B. A., & Le, S. A. (2007). The impact of board composition and top management team ownership structure on post-IPO performance in young entrepreneurial firms. *Academy of Management Journal* , 1198-1216.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The economics consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature*, 46 (2) , 285-332.
- La Rocca, M., & Montalto, F. (2013). The value of blockholders shaped by moderators. *Journal of Business Economics and Management*, 14 (1) , 313-327.
- Lazareva, O., Rachinsky, A., & Stepanov, S. (2007). *A survey of Corporate Governance in Russia, Working paper No. 103*. Moskou: Centre for Economic and Financial Research, New Economic School.
- Leech, D., & Leahy, H. (1991). Ownership structure, control type classifications, and the performance of large British companies. *Economic Journal*, 101 (2) , 1418-1437.
- Lipton, M., & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer* 48 (1) , 59-77.
- Loderer, C., & Waelchli, U. (2010). Protecting minority shareholders: Listed versus unlisted firms. *Financial Management*, 39 (1) , 33-57.
- Lorsch, J., & MacIver, E. (1989). *Pawns or potentates: The reality of America's Corporate Boards*. Boston, Massachusettes: Harvard Business School Press.
- Mace, M. (1971). *Directors, Myth, and Reality*. Boston, Massachusettes: Harvard Business School Press.
- Martin, K. J., & McConnell, J. J. (1991). Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover. *The Journal of Finance*, 46 (2) , 671-687.
- Myers, S. C. (2000). Outside equity. *Journal of Finance*, 55 (3) , 1005-1037.

- Nicholson, G. J., & Kiel, G. C. (2004). Breakthrough board performance: How to harness your board's intellectual capital. *Corporate governance: The international journal of effective board performance*, 4 , 5-23.
- Nielsen, S. (2010). Top management team internationalization and firm performance. The mediating role of foreign market entry. *Management international Review* , 185-206.
- Oxelheim, L., & Randoy, T. (2003). The impact of foreign membership on firm value. *Journal of Banking and Finance*, 27(12) , 2369-92.
- Pugliese, A., Bezemer, P. J., Zattoni, A., Huse, M., Van den Bosch, F. A., & Volberda, H. W. (2009). Boards of director's contribution to strategy: A literature review and research agenda. *Corporate governance: An international Review*, 17 , 292-306.
- Pye, A., & Pettigrew, A. (2005). Studying boards context, process, and dynamics: Some challenges for the future. *British journal of Management* 16(1) , 27-38.
- Rivas, J. L. (2012). Board versus TMT international experience: a study of their joint effects. *Cross Cultural Management: An international journal* , 546-562.
- Rivas, J. L., Hamori, M., & Mayo, M. (2009). Board composition and firm internationalization. *Academy of Management proceedings* , 1-6.
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1990). Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics* 26 , 175-191.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52 , 737-784.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94 , 461-488.
- Stulz, R. M. (1988). Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics*, 20 , 25-54.
- Sugiura, F. (2007). Economic transformation and corporate finance in the post-communist world. In B. Dallago, & I. Iwasaka, *Corporate Restructuring and Governance in Transition Economies* (pp. 40-62). Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Union, C. o. (2015). *EU sanctions against Russia over Ukraine crisis*. Opgeroepen op april 2015, 12, van European Union: http://www.europa.eu/newsroom/highlights/special-coverage/eu_sanctions/index_en.htm#3
- Williamson, O. E. (1988). Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, 43 (3) , 567-591.
- Wruck, K. H. (1989). Equity ownership concentration and firm value: evidence from private equity financings. *Journal of Financial Economics*, 23(1) , 3-28.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics* , 185-211.

Bijlage 1

Tabel B.1 NACE codes 1

NACE	Omschrijving
0610	Winning van aardolie
0620	Winning van aardgas
1920	Vervaardiging van geraffineerde aardolieproducten
2011	Vervaardiging van industriële gassen
3521	Productie van gas

Bron: Eigen bewerking vanuit NACEBEL 2008 (**Ceysens, 2008**)

Bijlage 2

Tabel B2. Correlatiematrix 1

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1 solvency	1													
2 roa	0.375	1												
3 directors	0.178	0.083	1											
4 ind_directors	0.154	0.212	-0.682	1										
5 for_directors	0.099	0.117	0.438	0.550	1									
6 dir_share	0.054	-0.012	0.574	0.552	0.583	1								
7 women	-0.132	-0.063	0.312	0.053	-0.097	0.010	1							
8 shareholders	0.070	-0.009	0.472	0.497	0.516	0.837	-0.094	1						
9 blockholders	-0.108	-0.013	0.319	0.384	0.433	0.469	-0.009	0.674	1					
10 for_blockholders	-0.160	-0.034	0.040	0.147	0.279	0.235	-0.160	0.425	0.728	1				
11 for_subsidaries	0.201	-0.105	0.289	0.378	0.385	0.649	-0.149	0.747	0.379	0.274	1			
12 dum_state	0.330	0.064	-0.042	0.211	0.088	-0.141	0.069	-0.134	-0.154	-0.138	0.002	1		
13 dum_blacklist	-0.005	-0.025	0.269	0.318	0.200	0.496	-0.110	0.214	-0.063	-0.042	0.632	-0.067	1	
14 dum_depman	-0.211	-0.254	-0.513	-0.903	-0.455	-0.355	-0.125	-0.326	-0.233	-0.098	-0.280	-0.445	-0.168	1

Persartikel

Korte Nieuwstraat 33
2000 Antwerpen
Tel.: + 32 (0)3 201 18 00

PERSBERICHT
11/05/2015

Internationalisatie van Russische olie- en gasindustrie weldegelijk deels afhankelijk van bestuursleden

Onderzoek wijst uit dat niet enkel het management een doorslaggevende stem heeft inzake de internationalisatie van bedrijven. Bestuursleden blijken dergelijke strategische beslissingen namelijk ook mee te beïnvloeden.

Bestuursleden moeten zorgvuldig gekozen worden, de leden van de raad van bestuur moeten namelijk bekwaam zijn het management te monitoren en te adviseren. Een gedeelte van de bestuursleden is vaak werkzaam in de organisatie zelf en behoort tot een deel van het management. Een ander deel draagt dan weer de rol van onafhankelijke bestuurder en is dus niet werkzaam in de organisatie. Zij zorgen voor de kennis en ervaring die een onderneming nodig heeft bij het bevesten van haar koers. Eerder onderzoek had reeds aangetoond dat bestuursleden bepalend zijn voor de waarde van een bedrijf. Onderzoek naar de invloed van bestuursleden op de internationalisatie van ondernemingen bestond echter nog niet.

Het onderzoek werd uitgevoerd door een student Handelswetenschappen aan de KU Leuven en bestudeert de materie aan de hand van de gegevens van bedrijven die zich situeren in de Russische olie- en gasindustrie. Binnen het onderzoek werden de rollen van zowel de onafhankelijke als de buitenlandse bestuursleden geanalyseerd. Ook de invloed die grote aandeelhouders hebben op de internationalisatie werd onderzocht.

De belangrijkste resultaten uit het onderzoek duiden aan dat onafhankelijke bestuursleden een negatieve invloed zouden hebben op de internationalisatie van bedrijven uit de betrokken sector. Ondanks het feit dat buitenlandse bestuursleden slechts zelden voorkomen binnen de onderzochte industrie zouden ze weldegelijk een positieve invloed hebben op de internationalisatie. Het feit dat buitenlandse bestuursleden zelden teruggevonden worden, is te wijten aan het feit dat slechts een klein deel van de zogenaamde blockholders buitenlandse aandeelhouders zijn. Het zijn namelijk net de buitenlandse aandeelhouders die organisaties onder druk zetten om buitenlandse bestuursleden aan te stellen om hun kapitaal te vertegenwoordigen. Dit impliceert nogmaals dat de Russische olie- en gasindustrie een markt is die wordt afgeschermd van de buitenwereld.

Uit het onderzoek blijkt ook dat bedrijven in de betrokken sector gemiddeld worden beheerd door één blockholder. Dit aantal kan verantwoord worden op basis van twee oorzaken. Ten eerste wordt de industrie gedomineerd door slechts enkele grote spelers die vaak zelf meerderheidsaandeelhouder zijn van kleinere spelers. Ten tweede wordt

een groot deel van de bedrijven beschouwd als staatsbedrijven waarbij de overheid minstens 50% van de aandelen bezit. De invloed die blockholders uiteindelijk hebben op de internationalisatie is over het algemeen positief, enkel wanneer het betreft te gaan omtrent een staatsbedrijf treedt er een negatief verband op. Ook dit impliceert dat het vooral de overheid is die de markt in bepaalde mate tracht af te schermen van de buitenwereld.

--- EINDE BERICHT ---

Noot voor de redactie:

- Deze studie werd uitgevoerd als masterproef van een student Handelswetenschappen - Internationaal Zakenwezen aan de KU Leuven Campus Antwerpen.
- Voor meer informatie kunt u contact opnemen met de student, Roel Segers.
e-mail: roel.segers@student.kuleuven.be

ACULTEIT ECONOMIE EN BEDRIJFSWETENSCHAPPEN
CAMPUS CAROLUS ANTWERPEN
KORTE NIEUWSTRAAT 33
2000 ANTWERPEN
TEL. + 32 3 201 18 40
FEB.ANTWERPEN@KULEUVEN.BE

