

De link tussen de samenstelling van de board of directors met voluntary disclosure in een Duitse context.

Abstract:

Deze studie onderzoekt het effect van de samenstelling van de supervisory board op de mate van financiële transparency & disclosure (T&D). Twee onderdelen van de samenstelling van de supervisory board zijn onderzocht namelijk het aandeel van de onafhankelijke directors in de supervisory board en het aantal directors in de supervisory board. De steekproef bestaat uit 30 bedrijven uit de DAX en 50 bedrijven uit de MDAX uit het jaar 2017. De controlevariabelen zijn het aantal werknemers, de ROA, de grootte van de auditcommissie, type industrie (maakindustrie of andere industrie) en de concentratie van de aandeelhouders. Uit de regressie-analyse blijkt dat een negatieve relatie bestaat tussen het percentage onafhankelijke directors en de mate van financiële T&D. Geen significante relatie is gevonden tussen het aantal directors in de supervisory board en de mate van financiële T&D.

Keywords: Board of directors, transparency & disclosure, voluntary disclosure, independent directors, agency theory, corporate governance

Bachelorscriptie Economie en Bedrijfseconomie

Datum eindversie:

Naam student: Robin Wooter

Studentnummer: 435181

Begeleider: dhr. T.P.M. (Ted) Welten

Inhoudsopgave

1. Introductie.....	3
1.1 Aanleiding en hoofdvraag.....	3
1.2 Relevantie.....	5
1.3 Structuur.....	6
2.Theoretisch raamwerk.....	7
2.1.1 Corporate governance in het algemeen.....	7
2.1.2 Corporate governance in Duitsland.....	9
2.2.1 Board of Directors.....	10
2.2.2 Two-tier board.....	12
2.3 Financial transparency & disclosure.....	13
2.4.1 Voluntary disclosure.....	15
2.4.2 Voluntary disclosure en agency theorie.....	16
2.4.3 Voluntary disclosure en signalling theorie.....	16
2.4.4 Motieven van managers om voluntary disclosure te gebruiken.....	17
3.Literatuuronderzoek.....	19
3.1 Onafhankelijke directors.....	19
3.2 Aantal directors.....	23
4. Hypotheses.....	26
5. Data en methodiek.....	28
5.1 Afhankelijke variabele.....	28
5.2 Onafhankelijke variabele.....	29
5.3 Controlevariabelen.....	29
5.4 Meervoudige lineaire regressie.....	30
5.5 Beschrijvende statistieken.....	30
5.6 Aannames meervoudige lineaire regressie.....	32
5.7 Data.....	34
6. Resultaten.....	36
7. Conclusie en discussie.....	39
8. Referentielijst.....	41

1. Introductie

1.1 Aanleiding en hoofdvraag

Na de financiële crisis en de boekhoudschandalen van bijvoorbeeld Enron en Ahold is een grotere druk gekomen op bedrijven om meer informatie te verschaffen aan de stakeholders van het bedrijf. Deze druk vertaalt zich in meer wettelijke verplichtingen om bepaalde informatie te delen met de stakeholders. Maar deze informatie hoeft niet volledig te zijn om een goed beeld te geven van het bedrijf. In de jaarrekening van het bedrijf kan het bedrijf vrijwillig informatie geven aan zijn stakeholders die niet wettelijk verplicht is. Dit kan bijvoorbeeld een trendanalyse zijn van het aandeel van het bedrijf. De mate van het vrijwillig geven van extra informatie door bedrijven wordt financial transparency and disclosure (T&D) genoemd (Torchhia & Calabro, 2016). Voluntary disclosure is een andere term die gebruikt wordt voor het vrijwillig publiceren van (financiële) informatie. Tegenwoordig is steeds meer belangstelling van academici en de bedrijven zelf in T&D. Bedrijven hebben steeds maar aandacht voor het naar buiten brengen van hun principes via de media naar hun stakeholders (Mark-Herbert & Von Schranz, 2007). Investerings in producten met een focus op social responsibility zijn ook drastisch toegenomen. In Amerika publiceert ongeveer de helft van de bedrijven informatie over hun corporate social responsibility (CSR) activiteiten (Webb et al., 2009). Dit laat dus zien dat investeerders het ook waarderen als bedrijven vrijwillig extra informatie publiceren.

Academici doen vooral onderzoek naar de determinanten van T&D. Ho en Taylor (2007) gebruikten bijvoorbeeld een triple bottom verdeling van de T&D. Bij deze verdeling wordt de T&D opgesplitst in gepubliceerde informatie over de economische activiteiten van het bedrijf, de sociale activiteiten van het bedrijf en de activiteiten van het bedrijf op het gebied van milieu.

In dit onderzoek wordt alleen ingegaan op de financiële kant van de T&D ter afbakening van het onderwerp. Het gebied van CSR disclosure is namelijk al veel onderzocht. Corporate governance speelt bij de financiële kant van de T&D een grotere rol dan CSR omdat vooral de aandeelhouders en potentiële investeerders belang hebben bij een hoge mate van financiële T&D. Het goed goed toepassen van corporate governance en een hoge mate van T&D gaan hand in hand (Mallin, 2002). In dat onderzoek wordt T&D als een van de belangrijkste elementen gezien voor het goed toepassen van corporate governance. Ook zou de efficiëntie van de financiële markt toenemen als de bedrijven veel gebruik maken van corporate governance (Samaha, Dahawy, 2010).

Daarnaast verkleint een hoge mate van transparantie de informatie asymmetrie tussen het bestuur van het bedrijf en de investeerders van het bedrijf.

Verschillende theorieën zoals de agency theorie en signalling theorie kunnen verklaren waarom een bedrijf voluntary disclosure gebruikt.

Voorgaande onderzoeken gaven aan dat de samenstelling van the board of directors een belangrijke determinant is van de mate van T&D. De board of directors is namelijk een erg belangrijke factor om het principaal-agent probleem te verkleinen. Het is immers verantwoordelijk voor het aanstellen en ontslaan van de top level managers. Ook heeft de board of directors de beslissingsmacht over belangrijke strategische beslissingen van het bedrijf (Che Haat et al., 2008). Als het top level management een strategische actie wilt uitvoeren, moet het dus eerst goedkeuring van de board of directors krijgen. Het onderzoek van Chen en Jaggi(2000) vond een associatie tussen de samenstelling van de board of directors en de volledigheid van de financiële disclosures. Uit onderzoek van Ben Saad en Jarboui (2015) valt op te maken dat de intentie om een goede corporate governance structuur te gebruiken (aanwezigheid van board of directors en audit commissie) positief gerelateerd is met een betere communicatie over de financiële cijfers van het bedrijf. Met een betere communicatie wordt bedoeld dat het bedrijf meer gebruik maakt van voluntary disclosure. Ook is de kwaliteit van de gecommuniceerde informatie hoger. Ook het onderzoek van Torchia en Calabro (2016) wees op een significante link tussen de samenstelling van de board of directors en de mate van T&D. Ook in dit onderzoek wordt dus gekeken naar invloed van de samenstelling van de raad van bestuur op de mate van financiële T&D. Het onderwerp van dit onderzoek is grotendeels gebaseerd op het werk van Torchia en Calabro (2016). In dat wetenschappelijke paper is onderzocht wat de invloed is van de samenstelling van de board of directors op de mate van T&D. Dit onderzoek heeft hetzelfde onderwerp maar focust zich op een andere steekproef. De steekproef van dit onderzoek bestaat uit bedrijven in de DAX en de MDAX. Dat zijn de tachtig grootste beursgenoteerde bedrijven in Duitsland op gebied van marktaandeel. In Duitsland is de board of directors opgedeeld in een supervisory board en een management of executive board. Dit onderzoek richt zich alleen op de supervisory board omdat de kenmerken van de supervisory board overeenkomen met de kenmerken van de board of directors. Zo beoordeelt de supervisory board ook de prestaties van het top management. Het top management moet ook goedkeuring krijgen van de supervisory board omtrent belangrijk strategische beslissingen (German corporate governance code, 2017).

De hoofdvraag van dit onderzoek luidt: *Wat is het effect van de samenstelling van de supervisory board op de mate van financiële T&D?*

De samenstelling van de board of directors kun je opdelen in meerdere componenten. Je kan kijken naar het aantal directors die in de supervisory board zitten. Een ander aspect van de samenstelling van de board is het aantal onafhankelijke bestuurders. Hiermee wordt bedoeld of een bestuurder aandelen van het bedrijf bezit of dat hij op een andere wijze persoonlijk belang heeft bij het publiceren van goede jaarcijfers voor het bedrijf.

1.2 Relevantie

Deze studie is maatschappelijk relevant omdat stakeholders van bedrijven steeds meer informatie vragen van bedrijven. Dit komt doordat bedrijven steeds meer kiezen voor de stakeholderbenadering. Dit komt erop neer dat steeds meer bedrijven niet alleen hun eigen aandeelhouders tevreden willen stellen maar ook andere stakeholders zoals klanten, werknemers, leveranciers en het milieu. Dit wetenschappelijke paper laat zien welke financiële informatie de bedrijven zouden kunnen publiceren zodat ze hun stakeholders zoveel mogelijk inzicht geven in het bedrijf. Ook zou dit onderzoek aan kunnen tonen hoe die bedrijven hun board of directors moeten samenstellen zodat de board of directors ook eerder transparant is over de cijfers. Daarnaast zouden bedrijven ook kunnen profiteren als ze erg transparant zijn. Als bedrijven erg terughoudend zijn met het publiceren van financiële informatie, betekent dit dat de informatie asymmetrie tussen de managers en de aandeelhouders toeneemt. Aangezien aandeelhouders in die situatie minder informatie hebben over het bedrijf, is dit bedrijf minder aantrekkelijk om in te investeren. In de regel zijn investeerders risico-avers en investeren in een bedrijf waar niet veel informatie van beschikbaar is kan als risicovoller worden gezien dan investeren in een bedrijf dat wel veel informatie publiceert. Ook komt uit het onderzoek van Chen et al. (2007) dat aandelen van bedrijven die niet veel financiële informatie publiceren over het algemeen hogere liquiditeitskosten hebben. Dit wil zeggen dat het langer duurt voordat deze aandelen kunnen worden gekocht en verkocht door investeerders. In dit onderzoek kunnen bedrijven dus precies zien welke informatie ze moeten publiceren om een hoge T&D score te behalen.

Deze studie is wetenschappelijk relevant omdat het voortborduurde op het werk van Torchia en Calabro (2016). In het onderzoek van Torchia en Calabro (2016) is ook in de discussie aangegeven dat vervolgonderzoek nodig is. Hun paper was gefocust op de honderd grootste bedrijven van Italië. Zij bevelen onderzoek in andere landen aan om te kijken of de resultaten met elkaar overeenkomen. Dit onderzoek focust zich op 80 Duitse bedrijven in het jaar 2017. Hiernaar is nog geen onderzoek gedaan. Dat is dus de toegevoegde waarde van dit paper. Ook geeft dit onderzoek inzicht hoe transparant de grotere Duitse bedrijven zijn. In 2002 werd de German code of corporate governance ingevoerd. Deze code bestaat uit een aantal reglementen en suggesties waar Duitse beursgenoteerde bedrijven aan moeten voldoen. Uit onderzoek van Von Rosen (2007) kwam dat maar liefst 95,3% van de DAX bedrijven (de 30 grootste beursgenoteerde bedrijven in Duitsland) zich hielden aan de verplichte voorschriften van de code. Voorschriften omtrent de transparantie zijn ook onderdeel van de code. Dit onderzoek geeft dus ook aan hoe transparant de bedrijven in Duitsland zijn.

1.3 Structuur

Dit onderzoek beantwoordt de hoofdvraag met behulp van een tweetal hypotheses. Deze hypotheses zullen in het theoretisch raamwerk worden besproken en beargumenteerd. Daarnaast zullen in het theoretisch raamwerk de verschillende theorieën besproken worden waarom bedrijven aan voluntary disclosure zouden doen. Ook worden in het raamwerk de begrippen corporate governance in het algemeen, corporate governance in Duitsland, de board of directors, de two-tier board en voluntary disclosure uitgewerkt. In het data en methodologie hoofdstuk wordt de selectie van de steekproef besproken. Ook worden de verschillende bronnen van de data vermeld. Ten slotte wordt in het data en methodologie hoofdstuk het regressiemodel besproken. In het hoofdstuk van de resultaten worden de uitkomsten van dat model besproken en geïnterpreteerd. Met behulp van deze interpretatie worden de hypotheses beantwoordt. In de conclusie en discussie worden de belangrijkste bevindingen uit het onderzoek nogmaals benoemd. Op basis van die resultaten wordt de hoofdvraag beantwoord. Als laatste worden de tekortkomingen van dit onderzoek aangegeven en suggesties voor vervolgonderzoek.

2.Theoretisch raamwerk

In dit hoofdstuk worden begrippen uitgelegd die van belang zijn voor dit onderzoek. Verder zullen een aantal theoretische modellen worden behandeld die verklaren waarom bedrijven streven om zo transparant mogelijk te zijn. Begrippen zoals corporate governance, two-tier board, transparency & disclosure en voluntary disclosure zullen worden uitgelegd. De theoretische modellen bestaan uit de agency theorie, signalling theorie en aangevuld met een aantal mogelijke motivaties van managers om voluntary disclosure toe te passen.

2.1.1. Corporate governance in het algemeen

Een definitie van corporate governance is: "Corporate governance is het systeem waarmee bedrijven worden geleid en gecontroleerd. Corporate governance verdeelt de rechten en plichten van verschillende participanten in het bedrijf zoals de board of directors, management, aandeelhouders en andere stakeholders. Corporate governance geeft ook aan wat de regels en procedures zijn voor het maken van beslissingen voor zakelijke aangelegenheden. Dit levert een structuur op waarmee het bedrijf doelstellingen kan geven, bepalen welke middelen nodig zijn om die doelen te halen, en het monitoren van de prestaties" (Fung,2014).

Corporate governance zijn de regels en beleidsvoorschriften die een bedrijf toepast met als doel dat deze resulteren in een goed bestuur. Deze regels en beleidsbepalingen geven aan wie waarvoor verantwoordelijk is. Dit zijn belangrijke controlemechanismen voor een bedrijf. Een ander belangrijk aspect van *corporate governance* is dat gestreefd wordt om de belangen van de aandeelhouders en andere stakeholders te behartigen. Maar elke stakeholder kan een andere definitie van goed corporate governance hebben. Zo willen de aandeelhouders dat door goed corporate governance de marktwaarde van het bedrijf wordt gemaximaliseerd. Regelgevers willen juist weer dat het bedrijf zich aan de wet houdt en dat het goed beleid voert. Werknemers willen weer dat door goed corporate governance genoeg doorgroeimogelijkheden zijn met goede secundaire arbeidsvoorwaarden.

Ongeacht de definitie moet elk goed corporate governance systeem een aantal kernwaarden hebben zoals transparantie (transparency and disclosure), aansprakelijkheid, eerlijkheid en verantwoordelijkheid (Fung,2014).

Corporate governance is dus een heel breed management begrip. Zo vallen het strategische plan, interne controlemechanismen, het toewijzen van verantwoordelijkheden en *disclosure* allemaal onder *corporate governance*.

Het is gebruikelijk dat beursgenoteerde ondernemingen naast de jaarrekening ook een *corporate governance report* opstellen. Dit is in essentie een communicatiemiddel naar aandeelhouders en andere *stakeholders* op welke manier het bedrijf de belangen van deze belanghebbenden behartigd. Zo bestaan bijvoorbeeld 4 eisen voor de samenstelling van de *supervisory board*, *management board* en *senior executives* in het corporate governance report van Volkswagen AG. De personen die deze posities bekleden moeten onder meer onafhankelijk zijn en geen tegenstrijdige belangen hebben met de stakeholders (Volkswagen AG,2016).

Ondanks het bestaan van corporate governance zijn nog steeds schandalen geweest met grote multinationals als boosdoeners. Zo zijn de boekhoudschandalen van Enron en Ahold al in de inleiding vermeld. Als gevolg van deze schandalen hebben een aantal landen zoals de Verenigde Staten, Duitsland en India corporate governance standaarden opgesteld. De beursgenoteerde bedrijven in die landen moeten zich houden aan die standaarden. Het meest bekende voorbeeld van zo'n standaard is de Sarbanes-Oxley Act. Deze standaard werd in 2002 ingevoerd in de Verenigde Staten. Dat is dus in hetzelfde jaar als de German corporate governance code die in paragraaf 2.1.2 besproken wordt. Het doel van de Sarbanes-Oxley Act is het herstellen van het vertrouwen van de aandeelhouders. Deze standaard verplicht de bedrijven om periodieke jaarverslagen te publiceren, informatie te geven over de *internal controls*, het publiceren van real-time informatie. Het achterhouden van belangrijke informatie wordt beboet. Als bedrijven kunnen aantonen dat ze zich houden aan de Sarbanes-Oxley Act kunnen die dus een positief imago creëren voor zichzelf (Alkhafaji,2007).

De partijen van een beursgenoteerde onderneming kun je ruwweg indelen in 3 partijen: de aandeelhouders(en andere stakeholders van de onderneming) *de board of directors* (de vertegenwoordigers van de aandeelhouders en eventueel andere stakeholders van de onderneming) en de senior executives (managers die de dagelijkse operaties van het bedrijf voor hun rekening nemen en de strategie bepalen). Het is soms mogelijk dat de belangen van de aandeelhouders en het (top)management met elkaar in conflict komen. De aandeelhouders zijn over het algemeen alleen geïnteresseerd in de winstgevendheid van het bedrijf. De managers kunnen ook andere doelen nastreven zoals het lanceren van een nieuw product of het penetreren van een nieuwe markt. De *board of directors* heeft een belangrijke taak als vertegenwoordiger van de aandeelhouders. Hierover wordt later meer verteld. Het onderzoek heeft betrekking op beursgenoteerde ondernemingen in Duitsland. Dus na deze inleiding over corporate governance, wordt in paragraaf 2.1.2 dieper ingegaan op corporate governance in Duitsland.

2.1.2 Corporate governance in Duitsland

Het gebruik van goed corporate governance in Duitsland is gebaseerd op de '*German stock corporation act*', de '*German codetermination act*' en de '*German corporate governance code*'. Beursgenoteerde bedrijven in Duitsland bestaan uit drie componenten: De algemene vergadering van aandeelhouders, het management orgaan (management board) en het toezichthoudend orgaan (supervisory board). De algemene vergadering van aandeelhouders oefent zijn rechten uit in een jaarlijkse vergadering zoals in de '*German stock corporation act*' beschreven staan zoals het benoemen en ontslaan van het management orgaan en toezichthoudend orgaan, het benoemen van de auditor, en het recht op een aandeel in de winst. De '*German stock corporation act*' verplicht het splitsen van de board of directors in een management deel en een toezichthoudend deel. Dit wordt een two-tier board genoemd. Het is verboden om in allebei de delen deel te nemen. Het management orgaan houdt zich bezig met de dagelijkse operationele activiteiten van het bedrijf. Ook vertegenwoordigt dit orgaan het bedrijf als het contact heeft met derde partijen. Het toezichthoudend orgaan controleert of het management orgaan goed functioneert. Het neemt niet deel aan de dagelijkse operationele activiteiten van het bedrijf. Maar op het moment dat het management orgaan op het punt staat om een belangrijke actie uit te voeren, die mogelijk een impact heeft op de financiële positie van het bedrijf, heeft het toestemming nodig van het toezichthoudend orgaan. Om het werk van het toezichthoudende orgaan efficiënter te maken, is het gebruikelijk dat het commissies vormt. Voorbeelden zijn de auditcommissie en de nominatiecommissie. Deze worden beide aangeraden door de '*German corporate governance code*'.

Volgens de '*German codetermination act*' moeten naast de aandeelhouders ook de werknemers van het bedrijf goed vertegenwoordigd worden door de board of directors. In het toezichthoudend orgaan moet dus ook een deel van de commissarissen gekozen worden door de werknemers. Het is afhankelijk van de hoeveelheid werknemers in dat bedrijf hoe groot dat gedeelte is. De voorzitter van het toezichthoudend orgaan is een vertegenwoordiger van de aandeelhouders en de plaatsvervangend voorzitter is een vertegenwoordiger van de werknemers. Naast de wet dat iemand niet in beide organen mag deelnemen, moeten leden van het toezichthoudend orgaan volgens de wet ook alleen het belang dienen van het bedrijf. De leden van het toezichthoudend bedrijf kunnen dit naar eigen inzicht doen. Dus derde partijen hebben daar geen zeggenschap in.

In 2002 werd in Duitsland dus de '*German corporate governance code*' ingevoerd. Deze code geldt voor alle beursgenoteerde bedrijven in Duitsland. Het is ook aanbevolen dat niet-beursgenoteerde bedrijven zich aan de code houden. In die code staan richtlijnen voor de board of directors met als doel dat het bedrijf op een goede en verantwoordelijke manier bestuurd wordt. In de code staat ook een kopje over transparantie.

Daarin staat bijvoorbeeld dat een bedrijf informatie zonder vertraging moet communiceren met zijn stakeholders. De richtlijnen in de code zijn niet wettelijk verplicht. Een beursgenoteerde onderneming hoeft ze dus niet te volgen. Echter moet een onderneming wel onderbouwen waarom het een bepaalde richtlijn uit de code niet heeft opgevolgd. Een Societas Europaea (SE) hoeft niet de specifieke Duitse regels op te volgen maar de regels opgesteld door de

Europese Unie. Echter vertonen deze reglementen veel overeenkomsten (SGL Group, 2018 en German corporate governance code, 2017).

2.2.1 Board of Directors

Zoals in de vorige paragrafen al is benoemd, functioneert de board of directors als een soort verbinding tussen de aandeelhouders en het top management van het bedrijf. De board of directors moet ervoor zorgen dat het bedrijf aan de belangen van haar stakeholders voldoet. Aandeelhouders moeten bijvoorbeeld een positief rendement behalen, de dienstverlening aan klanten moet goed verlopen en de werknemers moeten het een goede ervaring vinden om voor het bedrijf te werken. In Duitsland moeten de beursgenoteerde bedrijven verplicht een board of directors hebben.

De board kan uit inside en outside directors bestaan. Inside directors zijn directors die een taak hebben in het management van het bedrijf. Een andere term voor inside director is uitvoerende director. Inside directors zijn nodig omdat ze over belangrijke bedrijfsspecifieke informatie beschikken. Deze kennis kan van belang zijn om strategische beslissingen te kunnen nemen (Fama & Jensen, 1983). Ook zou de inside director in de toekomst de CEO kunnen worden van het bedrijf (Hermalin & Weisbach, 1988). Doordat inside directors ook een taak hebben als uitvoerend management, kunnen inside directors tegenstrijdige belangen hebben. Dit kan leiden tot het ineffectief monitoren door de board of directors. Dit zou kunnen komen omdat de inside directors een lagere positie bekleden in het management dan de CEO. Hierdoor is het niet waarschijnlijk dat de board of directors de CEO gaat overrulen (De Moor, 2014).

Een outside director is een director die geen andere positie bekleedt bij het bedrijf (Adams et al., 2010). Een andere term voor outside director is niet-uitvoerende director. Een outside director heeft doorgaans geen verantwoordelijkheid voor de dagelijkse operaties van het bedrijf. Meestal heeft een outside director de supervisie op het top management. Een outside director zou eerder geneigd kunnen zijn om tegenwicht te bieden tegen het top management. Daarnaast zou een outside director ook over kennis kunnen beschikken die complementair is aan de inside directors. Dit zou synergie effecten kunnen opleveren (Fama & Jensen, 1983).

Over het algemeen reageert de buitenwacht positief als een bedrijf een outside director aanstelt. Zo zou het aanstellen van een outside director een positief effect hebben op de aandelenprijs van het bedrijf (Rosenstein & Wyatt, 1990).

In deze studie wordt geen bewijs gevonden dat een outside director waardevoller zou zijn voor het bedrijf dan een inside director. Het aanstellen van een outside director zou dus de

aandeelhouders en andere stakeholders tevreden kunnen stellen (Byrd & Hickmann, 1992). De reden is dat de outside directors onafhankelijker zijn dan de inside directors. In de literatuur wordt een outside director soms ook aangeduid als onafhankelijke director. Een voorbeeld van een outside director is een director die gekozen is door de werknemers van het bedrijf. In Duitsland wordt aan beursgenoteerde bedrijven aangeraden door de German corporate governance code om werknemers van het bedrijf een deel van de board of directors te kiezen. Het is afhankelijk van het aantal werknemers hoeveel directors worden gekozen door werknemers. Onderzoek wijst uit dat deze directors de belangen van werknemers belangrijker vinden dan de belangen van de aandeelhouders (Faleye, Mehrotra & Morck, 2006). Maar uit een ander onderzoek komt tot de conclusie dat bedrijven met een groter percentage van directors die gekozen zijn door werknemers over het algemeen beter presteren dan bedrijven waar de board of directors voor een kleiner gedeelte uit directors die gekozen zijn door werknemers. Dit zou dus kunnen suggereren dat werknemers over goede kennis beschikken die de board of directors zou kunnen helpen om goede beslissingen te nemen (Fauver & Fuerst, 2006).

De chairman is een andere naam voor de voorzitter van de board of directors. Het is zijn of haar taak om de vergaderingen van de board of directors in te plannen en te leiden. Echter zijn de functievereisten van een goede chairman meer dan alleen het inplannen en leiden van vergaderingen. De chairman is verantwoordelijk voor het goed uitvoeren van corporate governance door de board of directors. Daarnaast moet de chairman ook over goede leiderschapskwaliteiten beschikken. Het komt namelijk niet altijd voor dat alle directors van de board bij een vergadering aanwezig zijn. Dus op het moment dat dat wel het geval is, moet de chairman ervoor zorgen dat de vergaderingen effectief verlopen. Daarnaast is het belangrijk dat de chairman een goede relatie onderhoudt met de CEO van het bedrijf. De chairman moet een belangrijk klankbord zijn voor de CEO als het gaat over mogelijke issues of belangrijke beslissingen die de CEO wilt nemen. De relatie moet dus gebaseerd zijn op wederzijds vertrouwen en respect. Als laatste moet de chairman ook taken van de board of directors kunnen delegeren door het oprichten van verschillende commissies. Deze commissies hebben allemaal hun eigen chairman. Een commissie heeft doorgaans de verantwoordelijkheid voor het oplossen van een specifieke taak. Een voorbeeld hiervan is de audit commissie. De audit commissie is een verplicht onderdeel van de supervisory board (German corporate governance code, 2017). Deze commissie heeft de verantwoordelijkheid van het aanstellen van een externe auditor. Daarnaast moet deze commissie ervoor zorgen dat het interne controlesysteem goed werkt en of de aangestelde auditor ook echt onafhankelijk is. (German corporate governance code, 2017; Price, 2017). Daarnaast is het niet toegestaan dat de chairman van de audit commissie onderdeel in het verleden onderdeel was van de management board.

Deze paragraaf ging over de board of directors en de verschillende directors die erin zitten. De volgende paragraaf gaat in op de structuur van de board of directors. In Duitsland raadt de corporate governance code aan om de board in te delen in een two-tier structuur. Daarom gaat het volgende kopje over de two-tier board in plaats van over een one-tier board. In dat kopje staat ook het verschil met een one-tier board.

2.2.2 Two-tier board

In Duitsland is het verplicht dat beursgenoteerde bedrijven een two-tier board hebben. Dit staat zoals eerder vermeld in de German Stock Corporation Act. Bij een two-tier board is de board of directors gesplitst in een management board en een supervisory board. Het is niet mogelijk om tegelijkertijd in de management board en de supervisory board te zitten.

In de management board zit het uitvoerend management van het bedrijf. Het hoofd van het management board is de CEO. De management board is verantwoordelijk voor het managen van het bedrijf "in the best interest of the company". De taken van het management board zijn het ontwikkelen en het uitvoeren van de strategie van het bedrijf. Het uitvoeren van de strategie gebeurt na goedkeuring van de supervisory board over de gekozen strategie.

De supervisory board bestaat uit niet-uitvoerende directors. Hun voornaamste taak is de supervisie van het management board. De supervisory board moet namelijk zorgen dat de executive board de belangen behartigt van de stakeholders van het bedrijf. Daarnaast is de supervisory board representatief voor het bedrijf in bijvoorbeeld rechtszaken tegen directors. De supervisory board moet ook eerst de jaarcijfers goedkeuren voordat die worden gecontroleerd door een externe auditor. In een two-tier board is het zoals eerder aangegeven erg belangrijk dat de management board en de supervisory board goed met elkaar samenwerken. De supervisory board zou bijvoorbeeld een belangrijk klankbord voor de management board zijn. Omdat de directors in de supervisory board vaak niet in dienst zijn van het bedrijf, kan het supervisory board over complementaire kennis beschikken of zaken vanuit een ander perspectief bekijken. De German corporate governance code onderstreept het belang van een goede samenwerking tussen de supervisory board en de management board door hier in een paragraaf dieper op in te gaan (Siemens,2017). In deze paragraaf wordt globaal besproken wat de taken zijn van de supervisory board en de management board in de samenwerking.

Een two-tier board verschilt op een aantal punten met een one-tier board. Een punt is het verschil in structuur tussen een two-tier board en een one-tier board. Bij de one-tier board zijn de uitvoerende directors en niet-uitvoerende directors in een groep. Bij een two-tier board zijn de uitvoerende directors en de niet-uitvoerende directors formeel gescheiden van elkaar namelijk in een supervisory board en een management board. Dit zou kunnen betekenen dat in een two-tier board minder interactie is tussen de uitvoerende directors en de niet-uitvoerende directors (Jungmann, 2006). Dit zou een negatief effect kunnen hebben op de effectiviteit van de board. Als gevolg hiervan zou de board of directors dus minder snel informatie met de buitenwereld kunnen delen. Hetzelfde onderzoek concludeert ook dat een one-tier board beter communiceert en sneller informatie uitwisselt.

Een ander verschil is dat in een two-tier board geen mogelijkheid is van CEO-dualiteit. CEO-dualiteit is een situatie waar de CEO ook de chairman is van de board of directors. Doordat het management board formeel gescheiden is van de supervisory board, is het dus niet mogelijk dat de CEO tegelijkertijd de chairman positie heeft. In een one-tier board is CEO-dualiteit dus wel mogelijk maar het wordt niet aangeraden door verschillende onderzoeken. CEO-dualiteit zou namelijk de onafhankelijkheid van de board of directors in gevaar brengen. De CEO heeft dan zowel een uitvoerende en superviserende rol. Dit geeft de CEO/chairman veel macht. De andere directors zullen dan minder snel geneigd zijn om zijn werkzaamheden kritisch te bekijken (Bliss, 2011).

2.3 Financial transparency en disclosure

Financial transparency en disclosure is het vrijgeven van financiële informatie door het bedrijf. Dit gebeurt onder andere door het jaarlijkse publiceren van de balans, winst-en-verliesrekening, en kasstroomoverzicht. Alleen het vrijgeven van die informatie is niet voldoende om transparant te zijn. De informatie moet relevant, duidelijk, tijdig en betrouwbaar zijn. Daarnaast moet de informatie op een overzichtelijke manier worden gepresenteerd en voor iedere stakeholder toegankelijk zijn (PwC, 2006). Een hoge mate van financial transparency en disclosure wordt tegenwoordig steeds belangrijker voor een goede kwaliteit van corporate governance. Investeerders en andere stakeholders vinden het namelijk steeds belangrijker dat bedrijven nauwkeurige, begrijpelijke en betrouwbare financiële informatie publiceren. Investeerders kunnen namelijk betere investeringsbeslissingen nemen als de gepubliceerde financiële jaarverslagen nauwkeurig zijn. Een positieve relatie bestaat ook tussen de kwaliteit van de voorspellingen van de analisten en de mate van transparency en disclosure in de jaarverslagen van een bedrijf (Pope,2003) Zonder nauwkeurige financiële jaarverslagen is het niet mogelijk voor de stakeholders om een goed beeld van de financiële situatie te vormen.

In sommige gevallen publiceert het management van een bedrijf doelbewust verkeerde informatie om stakeholders te misleiden over de bedrijfsactiviteiten.

De boekhoudschandalen die genoemd zijn in de inleiding zijn daar een voorbeeld van. Als gevolg hiervan willen investeerders investeren in bedrijven die ze vertrouwen. Een investeerder zal dus eerder aandelen kopen van een bedrijf waar de gepubliceerde informatie duidelijk is dan van een bedrijf waar de financiële erg gecompliceerd en ingewikkeld is gepresenteerd. Duidelijke en eenvoudige informatie geven investeerders een gevoel van zekerheid. Over het algemeen waarderen investeerders bedrijven met makkelijker te begrijpen financiële informatie dus hoger dan bedrijven waar de informatie erg gecompliceerd is (Fung,2014).

Ook regelgevers vinden het steeds belangrijker dat bedrijven transparant zijn. Dat is te zien aan het aantal accounting standaarden die zijn ingevoerd met als doel om de informatie betrouwbaarder te maken.

Om bedrijven te stimuleren om transparanter te worden, is het ook nodig dat overheden of andere regelgevers de regels hiervoor strenger maken. Dit kan bijvoorbeeld door specifiek te vermelden in de regels welke informatie de bedrijven precies moeten publiceren in plaats van meer algemene regels op te stellen. Bedrijven zullen niet uit zichzelf transparanter worden. Als de concurrentie namelijk minder transparant is, zou het zelfs een competitief nadeel betekenen om als bedrijf heel transparant te zijn. De transparantie van het bedrijf hangt namelijk af van het juridische-gerechtelijke (legal/judicial) klimaat van het land en een aantal kenmerken van de politieke economie van het land. Een aantal kenmerken daarvan zijn laag percentage van bedrijven die in bezit zijn van de staat, laag percentage van banken die in bezit zijn van de staat, en laag risico dat het bezit van de bedrijven door de staat onteigend wordt (Bushman, Piotroski & Smith, 2004).

Het blijkt dat bedrijven met een hogere kwaliteit van corporate governance over het algemeen meer informatie publiceren dan bedrijven waar de kwaliteit van de corporate governance lager is (Beekes & Brown, 2006). Dit is dan ook de link tussen de corporate governance van het bedrijf en een transparency & disclosure score van het bedrijf. Een onderdeel van transparency en disclosure is het vermelden van de taken en verantwoordelijkheden van de board of directors en het management. Dit geeft informatie aan de stakeholders wie verantwoording moet afleggen aan een groep. Het management moet bijvoorbeeld verantwoording afleggen aan de board of directors. De board of directors moet weer verantwoording afleggen aan de aandeelhouders (Fung, 2014).

Naast het publiceren van financiële informatie over het bedrijf van het afgelopen jaar, zijn investeerders en andere stakeholders ook geïnteresseerd in de toekomst van het bedrijf. In de jaarverslagen geven bedrijven steeds meer informatie over hun verwachte omzet en winst in het komende jaar. Naast de financiële informatie wordt ook steeds meer aandacht besteed aan non-financiële informatie zoals de structuur van eigenaren en de aansprakelijkheid van managers of de impact van het bedrijf op het milieu.

Een goed begin om een bedrijf transparanter te maken is die transparantie onderdeel te maken van de bedrijfscultuur. Werknemers en andere stakeholders moeten de vrijheid voelen om hun visie te delen met de board of directors en het management. Daarnaast moet het management ook open staan voor die visie als die tegenovergesteld is aan de visie van de managers. Het management en de board of directors moeten deze moeilijke discussies dan ook niet vermijden. Een bedrijf, waar transparantie onderdeel is van de bedrijfscultuur, heeft dus een onafhankelijke board of directors die de implementatie van het beleid beoordeelt en ervoor zorgt dat geen feiten worden achtergehouden. Het management zorgt ervoor dat de processen van de implementatie zo goed mogelijk verlopen.

Bedrijven, die het doel hebben om transparanter te zijn, kunnen naast het voldoen aan de (verplichte) accounting standaarden zoals de GAAP/IFRS ervoor kiezen extra informatie te publiceren. Bedrijven zijn dus niet verplicht die informatie te publiceren. Deze handeling wordt voluntary disclosure genoemd. Dat begrip wordt besproken in paragraaf 2.4.1. Daarna worden een aantal theorieën besproken die verklaren waarom een bedrijf voluntary disclosure gebruikt. Voluntary disclosure speelt een grote rol in dit onderzoek. Een deel van de financiële transparantie van een bedrijf wordt namelijk bepaald door de mate van voluntary disclosure. Daardoor is ook voluntary disclosure afhankelijk van goed corporate governance.

2.4.1 Voluntary disclosure

De FASB definieert voluntary disclosure als: “disclosures, voornamelijk niet in de jaarverslagen opgenomen, die niet expliciet in een lokale GAAP of een SEC regel verplicht worden gesteld”. Voorbeelden van voluntary disclosures zijn onder andere: Voorspellingen van het management, presentaties van analisten, persconferenties en informatie die het bedrijf op haar website zet. Deze definitie komt deels overeen met de manier waarop voluntary disclosure tot uitdrukking komt in dit onderzoek. In dit onderzoek komen de voluntary disclosures buiten de jaarrekening niet aan de orde. Echter is wel naar variabelen gekeken die niet verplicht in de jaarrekeningen hoeven te staan. In het hoofdstuk over data en methodologie wordt verder over die variabelen geschreven. Verder vermeldt de FASB in haar rapport dat voluntary disclosures in de toekomst nog belangrijker worden dan tegenwoordig aangezien alle processen dan sneller gaan in de zakenwereld.

Daarnaast geeft de FASB in haar rapport aan dat het zeer nuttig is voor investeerders als het management aangeeft wat in hun ogen de kritische succesfactoren zijn van het bedrijf (FASB,2001).

Ook in de wetenschappelijke literatuur is veel aandacht voor voluntary disclosure. Onderzoek is bijvoorbeeld gedaan naar de motieven achter voluntary disclosure. Een aantal van deze motieven worden in paragraaf 2.4.4 besproken.

Een andere onderzoeksrichting is het bestuderen van de economische consequenties van voluntary disclosure. Een paar onderzoeken in die richting zullen hieronder kort worden besproken.

Eén van de economische consequenties van voluntary disclosure is dat het de liquiditeit van de aandelen van het bedrijf doet toenemen (Diamond & Verrecchia, 1991). Dat komt namelijk omdat door voluntary disclosure de informatie asymmetrie afneemt tussen het management van het bedrijf en de investeerders.

Investeerders hebben bij bedrijven met een hoog niveau van voluntary disclosure meer vertrouwen dat de aandelenprijs overeenkomt met de onderliggende waarde van het bedrijf.

Voor de institutionele investeerders handelen meer in bedrijven waar het niveau van voluntary disclosure hoog is (Healy & Palepu, 2001). Deze theorie werd later bevestigd door een aantal empirische onderzoeken. Zo kwam uit een onderzoek, waar 97 bedrijven bestudeerd werden, dat een positieve en significante relatie bestaat tussen voluntary

disclosure en de liquiditeit van de aandelen. Deze relatie was ook aanwezig nadat werd gecontroleerd voor bedrijfsspecifieke karakteristieken die ook verband houden met verhoogde liquiditeit van de aandelen zoals of de van het bedrijf boven verwachting is, de grootte van het bedrijf en het risico van het bedrijf (Healy et al., 1999). Een recenter onderzoek vindt ook een positief verband tussen voluntary disclosure en de liquiditeit van de aandelen (Schoenfeld, 2017).

Verschillende theorieën verklaren waarom managers vrijwillig meer bedrijfsinformatie delen in de (financiële) jaarverslagen. Dit paper maakt gebruik van de agency theorie en signalling theorie om te verklaren waarom bedrijven financieel transparanter willen zijn. Naast de twee theorieën bestaan ook andere motivaties waarom managers aan voluntary disclosure kunnen doen. Een aantal van die motivaties worden ook kort toegelicht.

2.4.2 Voluntary disclosure en agency theorie

Het onderzoek van Jensen en Meckling (1976) is het onderzoek over agency theorie wat het vaakst geciteerd wordt. Volgens deze theorie huurt een principaal een agent in voor een klus. Deze theorie neemt aan dat de agent een informatie voordeel heeft ten opzichte van de principaal. De agent weet namelijk hoeveel tijd en moeite hij in de klus steekt. De principaal heeft deze kennis niet. Hij neemt alleen het resultaat van de klus waar. Dit verschil in informatie wordt informatie asymmetrie genoemd. Als de agent de klus niet naar tevredenheid van de principaal afrondt, zijn de kosten voor de principaal. Deze kosten worden agency kosten genoemd. Een ander voorbeeld van het principaal-agent probleem is de informatie asymmetrie tussen de board of directors en de aandeelhouders. Door veel aan voluntary disclosure te doen kan de agent (board of directors) de principaal (aandeelhouders) proberen te overtuigen dat hij in het belang van de principaal werkt. Volgens de agency theorie hangen de agency kosten af van een aantal bedrijfsspecifieke kenmerken zoals grootte, winstgevendheid en leverage. Bijvoorbeeld bedrijven met meer leverage zullen aan voluntary disclosure kunnen doen om de informatie-asymmetrie tussen het bedrijf en zijn crediteuren zo klein mogelijk te maken.

Ook zouden bedrijven die aan voluntary disclosure doen de kosten van kapitaal kleiner maken door een deel van de onzekerheid van de investeerders weg te nemen (Watson, Shrivs & Marston, 2002).

2.4.3 Voluntary disclosure en signalling theorie

Het onderzoek van Spence (1978) is het onderzoek over signalling theorie wat het meest geciteerd wordt. Volgens deze theorie huurt een principaal een agent in voor een klus. Bij de sollicitatie 'zendt' de agent bepaalde informatie uit naar de principaal. Deze informatie moet de principaal overtuigen om de agent in te huren. Een belangrijke voorwaarde is dat de agent veel tijd en moeite moet besteden om het signaal te verkrijgen. Net als bij de agency theorie

is hier sprake van asymmetrische informatie. In dit onderzoek gaat dat om de asymmetrische informatie tussen de board of directors en de aandeelhouders van het bedrijf. Een bedrijf zal aan voluntary disclosure (*'signalling'*) kunnen doen om zichzelf te onderscheiden van zijn concurrenten door extra (positieve) informatie te publiceren. Het signaal moet echter wel geloofwaardig zijn om van waarde te kunnen zijn voor het bedrijf. Als bijvoorbeeld uitkomt dat het bedrijf onjuiste informatie heeft gepubliceerd, heeft dat ook zijn invloed op de geloofwaardigheid van het bedrijf in de toekomst.

2.4.4 Motieven van managers voor gebruik voluntary disclosure

Een mogelijke verklaring waarom managers voluntary disclosure gebruiken wordt gegeven door de bedrijfscontrole hypothese (Healy & Palepu, 2001). Volgens deze hypothese worden managers door de board of directors en investeerders verantwoordelijk gehouden voor de hoogte van de winst en de aandelenkoers. Onderzoek heeft aangetoond dat CEO-turnover een associatie heeft met een slechte prestatie van de aandelenkoers (Warner et al., 1988 ; Weisbach., 1988). Een andere reden waarom managers voluntary disclosure gebruiken zou kunnen komen door de relatie tussen overnames van het bedrijf en een slechte prestatie van de aandelenkoers. Die overnames resulteren vaak in een hoge CEO-turnover (Palepu, 1986). Deze redenen geven dus aan waarom ook managers belang hebben dat de aandelenkoers aan de verwachtingen van de board of directors en de investeerders voldoet. Deze hypothese geeft dus aan dat managers voluntary disclosure gebruiken om de kans te verkleinen dat het bedrijf ondergewaardeerd zijn op de beurs. Ook gebruiken managers voluntary disclosure om uitleg te geven als het bedrijf een slecht financieel jaar achter de rug heeft (Healy & Palepu, 2001).

Een andere hypothese waarom managers gemotiveerd zijn om voluntary disclosure te gebruiken is de proces kosten hypothese. Als de managers van het bedrijf informatie niet tijdig publiceren, zouden investeerders een rechtszaak tegen deze managers kunnen aanspannen. Deze hypothese voorspelt twee effecten hoe managers kunnen reageren op deze mogelijkheid. Enerzijds zouden managers door een mogelijke rechtszaak juist meer aan voluntary disclosure doen. Dit is om de kans te verkleinen dat het management wordt aangeklaagd voor het niet tijdig publiceren van financiële informatie. Het onderzoek van Skinner (1994) heeft aangetoond dat managers een motief hebben om negatief financieel nieuws eerder te publiceren om de mogelijke proceskosten te verkleinen. Uit zijn onderzoek blijkt namelijk ook dat bedrijven die eerder negatief nieuws naar buiten hebben gebracht gemiddeld lagere proceskosten hebben dan bedrijven die het nieuws pas naar buiten brengen op de datum van een verplichte winst publicatie.

Anderzijds hebben managers volgens de proceskosten hypothese ook motieven om juist minder aan voluntary disclosure te doen. Dit komt vooral voor bij het maken van voorspellingen over de winsten in de toekomstige jaren door het management. De reden

hiervoor is dat het management soms denkt dat het maken van voorspellingen op gevoel kunnen worden afgestraft door het rechtssysteem. Dit kan komen omdat de voorspellingen door het management niet altijd objectief zijn en omdat sprake kan zijn van voorspelfouten (Healy & Palepu, 2001).

In de voorgaande pagina's zijn een aantal concepten besproken die van belang zijn om de literatuur over het onderwerp van de scriptie goed te kunnen volgen. De besproken concepten waren: corporate governance in het algemeen, corporate governance in Duitsland, de kenmerken van de board of directors en de two-tier board, en wat feiten over financial transparency & disclosure en voluntary disclosure. Een zekere samenhang bestaat tussen de besproken concepten. Corporate governance geeft de board of directors richtlijnen over behoorlijk bestuur. Onder andere zijn richtlijnen aanwezig over hoe bedrijven zo transparant mogelijk kunnen zijn. De board of directors heeft een zekere invloed over hoe transparant een bedrijf is bijvoorbeeld door aanwezigheid van een audit commissie. Behalve door het bestaan van de richtlijnen van corporate governance kunnen managers ook andere motieven hebben om zo transparant mogelijk te zijn. Deze motieven kunnen worden uitgelegd door de agency theorie en de signalling theorie.

Naast de betekenis van die begrippen, is ook onderzoek geciteerd over het gebruik van die begrippen in de praktijk. Bijvoorbeeld is beschreven waarom managers voluntary disclosure gebruiken en waarom het voordelig kan zijn voor bedrijven om independent directors aan te stellen in de board of directors. In de voorgaande hoofdstukken werd echter niks vermeld over de specifieke relatie tussen de samenstelling van de board of directors en de mate van financial transparency & disclosure. Deze relatie is beschreven in het literatuur onderzoek. In het literatuuronderzoek zal de focus dus alleen liggen in theoretisch en empirisch onderzoek naar de relatie tussen de board of directors en de mate van (financial) transparency and disclosure.

Corporate governance

↓

Board of directors → Transparency and disclosure → voluntary disclosure

↑

agency + signalling theorie

In bovenstaand schema is de samenhang te zien tussen de besproken begrippen in het theoretisch raamwerk. Transparency and disclosure staat centraal in de samenhang tussen de begrippen. De principes van corporate governance zorgen ervoor dat de board of directors streeft voor een zo transparant mogelijk bedrijf. Naast corporate governance heeft de board of directors ook andere motieven voor het streven naar transparantie. Deze motieven worden uitgelegd door de agency theorie en de signalling theorie. Het streven naar transparantie heeft een samenhang met de mate van voluntary disclosure van het bedrijf.

3. Literatuuronderzoek

In dit onderzoek wordt dus het effect onderzocht van de samenstelling van de board of directors en de mate van financial transparency & disclosure. Voluntary disclosure is het meest onderzochte onderdeel van transparency and disclosure. Dit is ook een belangrijke maatstaf van de transparency & disclosure van een bedrijf. De termen voluntary disclosure en transparency & disclosure worden in dit onderzoek ook beide gebruikt maar ze komen min of meer op hetzelfde neer.

In de voorgaande onderzoeken naar het verband tussen de samenstelling van de board of directors en de mate van transparency & disclosure is vooral onderzoek gedaan naar de volgende karakteristieken van de board of directors: het proportie onafhankelijke (outside) directors en de grootte van de board of directors. Vooral naar de het proportie onafhankelijke directors is veel onderzoek gedaan en het effect daarvan op transparency & disclosure. Daarom zal paragraaf 3.1 over onafhankelijke directieleden ook wat meer tekst bevatten dan de andere paragraaf. Door de kenmerken van de corporate governance in Duitsland zal dit onderzoek zich beperken tot de supervisory board. In dit hoofdstuk zal worden ingegaan op het verband tussen agency problemen en onafhankelijke directors/grootte van board of directors en het verband tussen beide onafhankelijke variabelen met de mate van voluntary disclosure. Dit zal gebeuren vanuit meerdere invalshoeken. In het hoofdstuk over de hypothesen wordt de informatie uit hoofdstuk 3 gebruikt voor de formulering van de hypothesen.

3.1 Onafhankelijke directors

Zoals al in het theoretisch kader is vermeld, is de board of directors een belangrijk intern controlemechanisme van een bedrijf. Het is de bedoeling dat de supervisory board optreedt als supervisor van het management board om op te komen voor de belangen van de aandeelhouders. In Duitsland is het dus niet mogelijk dat directors zowel in het management board als in de supervisory board gezeteld zijn.

Dit verkleint het agency probleem aangezien het top management dan niet zo makkelijk de welvaart van de aandeelhouders kan verplaatsen naar het management (Fama & Jensen, 1983).

Een ander probleem kan zich voordoen als een of meer grootaandeelhouders in de supervisory board komt. Die kan namelijk de welvaart van de kleine aandeelhouders verplaatsen naar de grootaandeelhouders in de supervisory board. Dit is dan ook de reden dat onafhankelijke directors in de supervisory board moeten zitten zonder persoonlijke

belangen met het bedrijf en een professionele reputatie die ze moeten verdedigen (Patelli & Prencipe, 2007).

Veel empirisch onderzoek is gedaan naar de invloed van onafhankelijke directors op de agency kosten. Zo heeft het onderzoek van Beasley (1996) aangetoond dat de proportie van outside directors in de board of directors de kans op financiële fraude significant verkleint. Dit onderzoek heeft 75 frauduleuze bedrijven vergeleken met 75 niet-frauduleuze bedrijven. Vervolgens werd een logit-regressie uitgevoerd. Uit deze regressie-analyse kwam uit dat niet-frauduleuze bedrijven een significant groter aandeel outside directors hebben in de board of directors dan frauduleuze bedrijven. Dit impliceert dus dat een verhoogde kans op fraude bestaat als de board of directors van een bedrijf voor een klein deel bestaat uit outside directors. Een board of directors met een klein aandeel outside directors zullen dus strakker moeten worden gecontroleerd dan een board of directors dat voor een groot deel bestaat uit outside directors. Deze scherpere controle resulteert dus in hogere agency kosten als de board of directors voor een klein deel bestaat uit outside directors. Dus de aanwezigheid van meer outside directors in de board of directors verkleint de kans op financiële fraude van het bedrijf. Als gevolg hiervan zullen de kosten om de board of directors te monitoren kleiner zijn.

Een ander empirisch onderzoek gebruikt ook voornamelijk de agency theorie om het effect te onderzoeken van de proportie onafhankelijke directors op de beurswaarde van het bedrijf. Volgens deze studie leveren die onafhankelijke directors ook een belangrijke ethische bijdrage aan de board of directors. Een board of directors met een groot aandeel aan onafhankelijke directors is een signaal dat bedrijf beroepsethiek hoog in het vaandel heeft staan. De mate van ethiek heeft een positief verband met de beurswaarde van het bedrijf (Huang et al., 2008). Het belangrijkste resultaat van dit empirische onderzoek is dat de proportie onafhankelijke directors de negatieve associatie tussen het aantal bestuursleden en beurswaarde van het bedrijf verzachten (Giraldez & Hurtado, 2014). Hiermee wordt bedoeld dat het negatieve effect van de grootte van de board of directors op de beurswaarde van het bedrijf minder sterk wordt dankzij de aanwezigheid van de onafhankelijke directors. Daarnaast werd ook gevonden dat de onafhankelijke directors het entrenchment effect tegengaan. Het entrenchment effect is het fenomeen dat het topmanagement haar eigen belangen nastreeft en niet de belangen van de aandeelhouders (Giraldez & Hurtado, 2014).

De meeste onderzoeken, die de invloed van de samenstelling van de board of directors op mate van voluntary disclosure bestuderen, hebben de proportie onafhankelijke directors als hypothese gebruikt. Dit onderwerp is ook erg interessant om te onderzoeken.

De reden is dat eerdere empirische onderzoeken geen eenduidig antwoord geven op de vraag of de proportie onafhankelijke directors een positief of een negatief effect heeft op de mate van voluntary disclosure van het management van het bedrijf. Deze resultaten vormen een contrast met de verwachting van Williamson (1984) dat een onafhankelijker board of directors een positieve link heeft met de transparantie van het bedrijf.

Een onderdeel van de transparency & disclosure van een bedrijf zijn de winstprognoses van het management. De traditionele winst-en-verliesrekeningen zijn over het algemeen een terugblik op het afgelopen jaar. Daarin hoeven dus geen voorspellingen gedaan te worden voor de toekomst. Deze prognoses vallen dus onder voluntary disclosure. Het onderzoek van Ajinkya, Bhojraj en Sengupta (2005) focust zich op de relatie tussen de board of directors en een aantal eigenschappen van de winstprognoses van het management. In dat onderzoek werd vooral gekeken naar de invloed van de onafhankelijke directors. Een aantal van die eigenschappen zijn de frequentie van het maken van een winstprognose, hoe exact de prognose uiteindelijk overeenkomt met de werkelijke winst en de kans op het maken van (over)optimistische voorspellingen door het management. De uitkomst van het onderzoek was dat onder andere de onafhankelijke directors een positieve en significante relatie hebben met de frequentie, de accuraatheid en de aanwezigheid van winstprognoses door het management. Daarnaast hebben de onafhankelijke directors ook een negatieve en significante relatie met het optimisme van de winstprognoses door het management. Dit wil zeggen dat de prognoses conservatiever zijn.

Het onderzoek van Arcay en Vazquez (2005) richt zich onder andere op het effect van de samenstelling van de board of directors op de mate van voluntary disclosure. Een hypothese uit dat onderzoek stelt dat de proportie onafhankelijke directors een positieve relatie heeft met de mate van voluntary disclosure. Alle bedrijven uit de genomen steekproef zijn gevestigd in Spanje. Na het uitvoeren van verschillende statische toetsen is het resultaat van het onderzoek dat een significante positieve relatie bestaat tussen de proportie onafhankelijke directors en de mate van voluntary disclosure. Volgens dat onderzoek komt dit omdat de aanwezigheid van de onafhankelijke directors de controlerende rol van de board of directors versterkt. Hierdoor geven bedrijven eerder toe aan de vraag van de aandeelhouders voor meer informatie.

De onderzoeken van respectievelijk Cheng & Courtenay (2006) en Lim, Matolcsy & Chow (2007) onderzochten ook de associatie tussen de samenstelling van de board of directors en de mate van voluntary disclosure. Beide onderzoeken tonen aan dat de proportie onafhankelijke, niet-uitvoerende directors een positieve associatie heeft met de mate van voluntary disclosure.

De bedrijven uit de steekproeven van de studies kwamen respectievelijk uit Singapore en Australië. Beide onderzoeken observeerden een positieve en significante associatie tussen de proportie onafhankelijke en niet uitvoerende directors en de mate van voluntary disclosure. Bovendien stelt het onderzoek van Cheng en Courtenay (2006) dat een board of directors, welke bestaat uit een meerderheid van onafhankelijke en niet uitvoerende directors, een significant hoger niveau van voluntary disclosure heeft dan een board of directors waar de verhouding tussen onafhankelijke directors en niet-onafhankelijke directors meer in balans is. Daarnaast kan de uitkomst van het onderzoek van Cheng en Courtenay (2006) gegeneraliseerd worden over de gehele markt van Singapore. De studie van Lim et al. (2007) heeft verschillende soorten voluntary disclosure onderzocht. De term is opgesplitst in componenten waarbij elke component een type informatie vertegenwoordigt. In dat onderzoek

bestaat voluntary disclosure uit een strategische informatie component en een toekomstgerichte informatie component. Deze studie concludeerde dat de board of directors die grotendeels bestaat uit onafhankelijke directors vooral de strategische informatie component en de toekomstgerichte informatie component van voluntary disclosure publiceert. Daarnaast wordt ook aangegeven in de studie van Lim et al. (2007) dat de structuur van de board of directors (one-tier of two-tier) geen invloed heeft op de mate van financiële voluntary disclosure van een bedrijf. Hierdoor kan dus ook voorgaand onderzoek geciteerd worden naar bedrijven met een one-tier board.

Het onderzoek van Ho & Wong (2001) kwam op een ander resultaat dan de drie bovengenoemde studies. De studie vond geen significante relatie tussen de proportie onafhankelijke directors en de mate van voluntary disclosure. De studie gebruikte data van bedrijven uit Hong Kong. De reden waarom het resultaat van de studie van Ho & Wong (2001) afwijkt van de drie eerder genoemde studies zou kunnen liggen aan het verschil in definitie van voluntary disclosure tussen de studies. De voluntary disclosure score van de studie van Ho & Wong bestaat enkel uit informatie die niet verplicht is om te publiceren. Daarnaast moeten analisten die informatie ook waardevol vinden. Als dat niet het geval is, wordt die gepubliceerde informatie niet opgenomen in de voluntary disclosure index van Ho & Wong.

De publicaties van Eng & Mak (2003), Gul & Leung (2004) en Barako, Hancock & Izan (2006) vonden een negatieve significante relatie tussen de proportie onafhankelijke directors en de mate van voluntary disclosure. De studies vonden plaats in respectievelijk Singapore, Hong Kong en Kenia. Wat opvalt, is het verschil in de uitkomsten van de studies van Ho & Wong (2001) en Eng & Mak (2003) aangezien beide studies beursgenoteerde bedrijven in hetzelfde land onderzochten. In het onderzoek van Eng en Mak (2003) wordt niet ingegaan op de verschillende uitkomsten van beide onderzoeken. Het zou kunnen dat de verschillen veroorzaakt zijn doordat er verschillende bedrijven zijn onderzocht in verschillende jaren. Ook hanteren beide onderzoeken een andere definitie van voluntary disclosure. Eng en Mak (2003) definiëren voluntary disclosure als de hoeveelheid en detail van de niet-verplichte informatie die in het managementrapport en in de jaarrekening staat. Dit zou dus een reden kunnen zijn voor de verschillen tussen de twee onderzoeken.

Een andere reden voor de afwijkende resultaten van de studies van Eng & Mak (2003) en Gul & Leung (2004) wordt gegeven in het werk van Cheng & Courtenay (2006). Eng & Mak definiëren *grey directors* ook als *outside directors*.

Grey directors zijn directors in de supervisory board die niet helemaal onafhankelijk zijn van het bedrijf. Omdat de variabele *outside directors* dus ook de *grey directors* bevat, zou dit een reden kunnen zijn voor het afwijkende resultaat.

Het onderzoek van Gul & Leung (2004) vindt een negatieve associatie tussen voluntary disclosure en het percentage van "expert" niet-uitvoerende directors. Met expert wordt bedoeld dat de directors in meerdere board of directors zitten of heeft gezeten. Volgens het onderzoek van Cheng en Courtenay (2006) is dit echter geen goede proxy voor hoe ervaren

een director is. Een “expert” niet-uitvoerende director heeft namelijk een negatieve invloed op de waarde van het bedrijf (Mak, Sequeira & Yeo, 2003).

3.2 Aantal directors

In de German corporate governance code staat niet expliciet hoeveel directors in de de supervisory board moeten zitten. Beursgenoteerde bedrijven in Duitsland zijn dus vrij om te kiezen hoeveel directors wenselijk zijn in de supervisory board. Net als bij de onafhankelijke directors zijn de meningen verdeeld wat de associatie is tussen de grootte van de board of directors en de mate van voluntary disclosure. Onderzoek is geciteerd die een positieve relatie vond tussen die twee variabelen. Daarnaast is ook onderzoek geciteerd die een negatieve relatie vond tussen die twee grootheden. Daarnaast zijn er ook studies die geen significante associatie vonden tussen de grootte van de board of directors en de mate van voluntary disclosure. De geciteerde onderzoeken gaan niet allemaal over two-tier boards. Maar elk geciteerd onderzoek bekijkt wel de controlerende functie van de board of directors op het management. Dat is dezelfde functie als de supervisory board heeft.

Voorgaande onderzoeken naar het nemen van beslissingen in groepsverband vonden dat individuen over het algemeen radicalere beslissingen nemen. Grotere groepen nemen over het algemeen minder radicale beslissingen aangezien de personen in de groep verschillende meningen hebben. De beslissing als groep is dan meestal een compromis. Bedrijven met een grotere board of directors maken dus over het algemeen meer beslissingen op basis van compromissen dan een kleinere board of directors (Kogan & Wallach, 1966; Moscovici & Zavalloni, 1969).

Veel onderzoek is ook gedaan of de grootte van de board of directors effectiviteit van de monitorende functie op het management beïnvloedt. Ook in dit gebied is geen eenduidig antwoord te geven. Als de grootte van de board of directors toeneemt, kan dit leiden tot communicatie en coördinatieproblemen tussen de directors. Door deze problemen kan de board of directors minder effectief het management controleren. Dit kan dan weer leiden tot toenemende agency problemen (Yermack, 1996). Een toevoeging is in de situatie dat de directors in een grotere board of directors verschillende visies hebben. In dat geval heeft de grotere board of directors minder capaciteiten om te monitoren dan een kleinere board of directors (Cheng & Courtenay, 2006). Een kleinere board of directors (kleiner dan 7 directors) is ook effectiever in het monitoren van de CEO en zijn lastiger te manipuleren door de CEO/chairman (Jensen 1993).

Recenter onderzoek toont echter een tegengesteld resultaat aan de traditionele visie dat een kleinere board of directors effectiever is dan een grotere board of directors. Zo hebben grotere en complexere bedrijven ook een grotere board of directors nodig. Deze grotere board of directors heeft naast de monitor functie ook een adviserende functie ter ondersteuning van

het management (Coles et al. 2008). Een andere studie stelt dat elk bedrijf de grootte van de board of directors bepaalt op basis van de kosten en baten van het controleren en het adviseren. Bedrijven met veel potentie om te groeien, hoge R&D kosten en een hoge volatiliteit op haar aandelenkoersen hebben een associatie met een kleiner bestuur. Grotere bedrijven hebben daarentegen een associatie met een grotere board of directors (Linck et al. 2008). De hierboven besproken onderzoeken stellen dus dat een kleinere board of directors niet per definitie effectiever is. Het hangt van de karakteristieken van het bedrijf af of een grotere of een kleinere board of directors het meest effectief is.

Zoals eerder is aangegeven zijn veel verschillende bevindingen gedaan over de associatie tussen de grootte van de board of directors en de mate van transparency & disclosure van bedrijven. Torchia & Calabro (2016) vinden een negatieve significante associatie tussen die twee variabelen. De steekproef van dat onderzoek bestaat uit 100 beursgenoteerde bedrijven uit Italië. Vervolgens werd de hypothese getest door middel van een meervoudige regressie analyse. Hun onderzoek stelt dat bij een kleinere board of directors de uitwisseling van ideeën tussen directors makkelijker is. Echter stelt het onderzoek dat dit resultaat in lijn is met erg veel andere onderzoeken. Deze andere onderzoeken worden alleen niet geciteerd. Kachouri Ben Saad & Jarboui (2015) hebben hetzelfde resultaat als Torchia & Calabro (2016). Die studie vond ook een negatief significant verband tussen de grootte van de board of directors en de mate van transparency & disclosure. De steekproef bestond uit 28 beursgenoteerde bedrijven uit Tunesië. De jaarrekeningen van 2006-2013 werden gebruikt zodat het onderzoek genoeg waarnemingen heeft. Het genoemde resultaat was niet volgens de verwachtingen van de onderzoekers. Hun onderzoek heeft vooral studies geciteerd die een positieve associatie vonden tussen grootte van board of directors en de mate van transparency & disclosure. Cheng & Courtenay (2006) vonden geen significante associatie tussen de grootte van de board of directors en de mate van transparency & disclosure. In het meervoudige regressiemodel met controlevariabelen is geen significante associatie gevonden tussen de grootte van de board of directors en de mate van transparency & disclosure. Dat onderzoek stelt ook dat geen reden mogelijk is om aan te nemen dat wel een significante associatie bestaat tussen de twee variabelen op basis van de literatuur die ze bestudeerd hebben.

Rouf (2010) en Donnely & Mulcahy(2008) vinden een positief verband tussen de grootte van de board of directors en de mate van transparency & disclosure. Donnely & Mulcahy (2008) vinden echter alleen een positieve correlatie tussen de twee variabelen. Rouf(2010) heeft een steekproef genomen van 120 beursgenoteerde bedrijven uit Bangladesh. Uit de meervoudige regressie bleek dat een positieve associatie bestond tussen de twee variabelen. Het is opvallend dat die studie geen theorie heeft gebruikt om het resultaat te verklaren. Het is puur een statistisch onderzoek. Donnely & Mulcahy(2008) hebben een steekproef genomen van alle beursgenoteerde bedrijven in Ierland. Deze studie gebruikt in tegenstelling tot de studie van Rouf (2010) wel een theorie (namelijk de agency theorie) om de resultaten uit het statistisch onderzoek te verklaren. Dit onderzoek heeft de grootte van de board of directors als controlevariabele gebruikt. Deze studie heeft Cheng & Courtenay (2006) geciteerd dat

geen theoretisch of empirisch bewijs bestaat over de relatie tussen de grootte van de board of directors en de mate van transparency & disclosure. Uit de statistische toets bleek wel dat een positieve correlatie bestaat tussen de twee grootheden. Maar uit de Poisson regressie bleek niet dat er sprake is van een positieve significante associatie tussen de twee variabelen. Het is dus mogelijk dat een verband bestaat tussen de grootte van de supervisory board en de mate van T&D. Maar het is geen overtuigend bewijs dat die twee variabelen met elkaar geassocieerd zijn.

Tabel 1: Overzicht geciteerde publicaties over de relatie tussen de proportie onafhankelijke directors en de mate van voluntary disclosure

<i>positieve relatie</i>	<i>negatieve relatie</i>
<i>Williamson(1984)</i>	<i>Eng & Mak(2003)</i>
<i>Arcay & Vazquez (2005)</i>	<i>Gul & Leung(2004)</i>
<i>Cheng & Courtenay (2006)</i>	<i>Barako, Hancock & Izan(2006)</i>
<i>Lim, Matolcsy & Chow (2007)</i>	

Tabel 2: Overzicht geciteerde publicaties over de relatie tussen het aantal directors en de mate van voluntary disclosure

<i>Positieve relatie</i>	<i>Geen significante relatie</i>	<i>Negatieve relatie</i>
<i>Donnely & Mulcahy(2008)</i>	<i>Cheng & Courtenay (2006)</i>	<i>Kachouri Ben Saad & Jarboui (2015)</i>
<i>Rouf (2010)</i>		<i>Torchia & Calabro(2016)</i>

4. Hypotheses

De hoofdvraag (“Wat is het effect van de samenstelling van de supervisory board op de mate van financiële T&D”?) zal met behulp van twee hypothesen beantwoord worden. Deze hypothesen belichten beide een onderdeel van de samenstelling van bestuur. In elke hypothese wordt vervolgens aangegeven wat de verwachte relatie is tussen dat onderdeel met de mate van T&D. Voor de formulering van de hypothesen wordt hoofdzakelijk gebruikt gemaakt van de informatie gegeven in het vorige hoofdstuk.

In de literatuur zijn dus veel verschillende uitkomsten over de relatie van de proportie van onafhankelijke bestuurders met de mate van transparency & disclosure. Ho & Wong (2001) hebben geen significante relatie gevonden tussen de proportie van onafhankelijke bestuurders met de mate van T&D. Eng & Mak (2003) vonden een negatief verband tussen de proportie van onafhankelijke bestuurders en de mate van T&D. Gul & Leung (2004) hadden een vergelijkbaar resultaat. Uit hun onderzoek bleek dat de proportie van bestuursleden die niet in het uitvoerend management zitten een negatief verband heeft met de mate van transparency & disclosure. Aan de andere kant vonden Arcay & Vazquez (2005), Cheng & Courtenay (2006) en Lim, Matolcsy & Chow (2007) een positief verband tussen de proportie van het aantal onafhankelijke bestuursleden en de mate van T&D.

Een positieve associatie tussen de proportie onafhankelijke directors en de mate van transparency & disclosure is het meest intuïtief (Williamson, 1984). Hiervoor is ook empirisch bewijs gevonden. De studies, die een negatieve associatie vonden tussen de twee variabelen, hadden daar een reden voor. In de studie van Gul & Leung (2004) waren ook grey directors toegevoegd aan de onafhankelijke directors. Dit zou hun resultaten beïnvloed kunnen hebben. In de studie van Eng & Mak (2003) werd een andere definitie van voluntary disclosure gebruikt. De vrijwillig gepubliceerde informatie moet volgens hun definitie namelijk in de management sectie van de jaarrekening staan. In deze studie is dat echter niet het geval. Daarom wordt dus aangenomen dat een positieve associatie bestaat tussen de proportie onafhankelijke directors en de mate van voluntary disclosure.

Hypothese 1 luidt: Een positieve associatie bestaat tussen het percentage onafhankelijke bestuursleden en de mate van voluntary disclosure, ceteris paribus.

De traditionele opvatting is dat een kleine board of directors de voorkeur heeft boven een grote board of directors. Het Higgs rapport heeft ook een duidelijke voorkeur voor een kleine board of directors (Higgs, 2003). Ook een aantal wetenschappelijke onderzoeken vonden een negatieve associatie tussen de grootte van de board of directors en de mate van voluntary disclosure. Een groter bestuur zou leiden tot toenemende agency problemen (Yermack, 1996). Daarnaast zouden kleinere besturen sneller beslissingen kunnen nemen en actiever zijn dan grotere besturen.

Kachouri Ben Saad & Jarboui (2015) en Torchia & Calabro(2016) hebben een negatieve relatie gevonden tussen de grootte van de board of directors en de mate van voluntary disclosure.

Echter is in de laatste jaren meer weerstand gekomen tegen de traditionele opvatting. Een grotere board of directors zou bij grotere en complexe bedrijven zelfs de voorkeur moeten krijgen omdat dan een grotere behoefte is aan de adviserende rol van de board of directors (Coles et al. 2008). Daarnaast zou een grotere board of directors beter earnings management kunnen bestrijden van het top management dan een kleinere board of directors (Chekili,2012). Echter ontbreekt in de geciteerde werken overtuigend bewijs dat sprake is van een positieve associatie tussen de grootte van de board of directors en de mate van voluntary disclosure.

Meer en overtuigender bewijs is gevonden van een negatieve associatie tussen de grootte van de board of directors en de mate van voluntary disclosure.

Hypothese 2 luidt dus: Een negatieve relatie bestaat tussen het aantal directors in de supervisory board en de mate van voluntary disclosure, ceteris paribus.

5. Data en Methodiek

In de voorgaande hoofdstukken is ingegaan over eerder gedaan onderzoek op het gebied van voluntary disclosure, corporate governance en de board of directors. Op basis van het literatuuronderzoek zijn een tweetal hypothesen naar voren gekomen. In dit hoofdstuk wordt besproken op welke manier deze hypothesen getest worden. Daarnaast worden een tabel met beschrijvende statistieken en een tabel en grafiek weergegeven om te testen of aan de aannames van de meervoudige lineaire regressie wordt voldaan. De selectie van de steekproef en de beschrijving van de dataverzameling wordt in het volgende hoofdstuk besproken.

5.1. Afhankelijke variabele

In dit onderzoek wordt een voluntary disclosure index (VDI) samengesteld om direct te kunnen meten wat de mate van voluntary disclosure is van het bedrijf. De meeste voorgaande onderzoeken maakten zowel van financiële als niet-financiële informatie gebruik. In dit onderzoek is alleen de vrijwillig gepubliceerde financiële informatie van belang. Het onderzoek van Torchia & Calabro (2016) heeft het enkel over de financiële kant van voluntary disclosure. Aangezien deze studie een replicatie is van de studie van Torchia & Calabro, wordt hier ook dezelfde voluntary disclosure index gebruikt. Voor de voluntary disclosure index zijn 13 informatie attributen van belang namelijk:

- informatie over het rendement van de aandeelhouders en investeerders (dividend, trend, EPS,);
- presentatie van het management over de meting van de kritieke succesfactoren (bereiken van mijlpalen, doelstellingen);
- vrijwillige presentatie van winstgevendheid en financiële ratio's (EBITDA, , ROI, ROE, Debts ratios, Pro-forma data);
- beschrijving van de resultaten per geografische regio of per bedrijfseenheid (% van totaal, % export);
- informatie over intangible assets of intellectueel kapitaal (waarde van bezit dat intern is ontwikkeld);
- economische winst en de toegevoegde waarde van het bedrijf (economische toegevoegde waarde);
- productiviteit (volumes/sales/toegevoegde waarde per werknemer);
- proceskosten en claims tegen het bedrijf (kosten, aantal);
- R&D projecten en uitgaven (aantal, aantal werknemers, % van totale kosten, trend);
- marktaandeel, marktpenetratie en benchmarken met competitors;
- merk, licentie, handelsmerk(cijfers, waarde creatie, evaluatie);
- cost accounting voor leveranciers;
- cost accounting en kostenbesparingen per land, productielijn of project.

De voluntary disclosure index is dus een optelsom van deze dertien attributen. Als een van die attributen gepubliceerd is door het bedrijf, krijgt het bedrijf een punt. De voluntary disclosure index heeft dus scores tussen nul en dertien.

5.2. Onafhankelijke variabelen

De onafhankelijke variabelen zijn de variabelen waarvan de mogelijke relatie met de afhankelijke variabele wordt onderzocht. De onafhankelijke variabelen van dit onderzoek zijn het percentage onafhankelijke directors(POD) van de supervisory board en het aantal directors in de supervisory board(Board).

Het percentage onafhankelijke directors wordt gemeten door het aantal onafhankelijke directors te delen door het aantal directors in de supervisory board en vervolgens te vermenigvuldigen met 100. Het aantal directors in de supervisory board is gewoon de optelsom van het aantal directors in de supervisory board.

5.3. Controlevariabelen

De controlevariabelen komen ook overeen met die van Torchia & Calabro (2016). De controlevariabelen zijn: grootte van het bedrijf(grootte), concentratie van de eigenaren(concentratie), type van de industrie(industrie), return on asset (ROA) en de grootte van de auditcommissie(audit).

De grootte van het bedrijf is gemeten op basis van het aantal werknemers van het bedrijf. De verwachting is dat een groter bedrijf meer aan voluntary disclosure doet dan een kleiner bedrijf. Dit komt omdat de gemiddelde kosten voor het verzamelen van informatie lager zijn voor een groter bedrijf. Ook is de vraag naar financiële informatie van grote bedrijven groter dan naar de financiële informatie van kleinere bedrijven (Torchia & Calabro, 2016).

De concentratie van eigenaren is gemeten op basis van het percentage aandelen gehouden door de grootste aandeelhouder. Deze maatstaf is een proxy voor de concentratie van eigenaren. De verwachting van Torchia & Calabro (2016) is dat de concentratie van eigenaren van invloed is op de mate van voluntary disclosure door het bedrijf. De structuur van eigenaren is geconcentreerd als de grootste aandeelhouder een erg hoog percentage van de aandelen in bezit heeft in vergelijking met de andere aandeelhouders. Uit het onderzoek van Jiang, Habib & Hu (2011) blijkt dat de concentratie van eigenaren een positieve relatie heeft met het verschil tussen de biedprijs en de laatprijs van het aandeel van het bedrijf. Het verschil tussen de bied en laatprijs werd in dat onderzoek als een proxy gebruikt voor het meten van de informatie asymmetrie. Deze informatie asymmetrie werd echter weer verkleind door een toenemende mate van voluntary disclosure door het bedrijf. Dus bij de aanwezigheid van een grote aandeelhouder kan een bedrijf eerder geneigd zijn om meer voluntary disclosure te

gebruiken dan een bedrijf waar de aandelen ongeveer gelijk verdeeld zijn over de aandeelhouders.

Het type van de industrie is een binaire variabele. Het neemt waarde 1 aan als het bedrijf deel uitmaakt van de maakindustrie (manufacturing industry). Als het bedrijf in een andere industrie zit neemt het de waarde 0 aan. Het type industrie heeft mogelijk een relatie met de mate van voluntary disclosure. Uit de studie van Meek et al. (1995) blijkt dat de industrie een belangrijke factor is van voluntary disclosure. Uit die studie blijkt dat bedrijven in de maak-industrie gemiddeld meer voluntary disclosure gebruiken dan andere bedrijven.

De return on assets (ROA) wordt gemeten door het netto-inkomen te delen door de activa van het bedrijf vermenigvuldigd met 100. De netto winst wordt dus uitgedrukt als het percentage van de totale activa. De ROA is een proxy om de prestaties van het bedrijf te meten. Volgens de signalling theory maken goed presterende bedrijven gemiddeld meer gebruik van voluntary disclosure dan minder presterende bedrijven.

De German corporate governance code verplicht Duitse beursgenoteerde bedrijven om een auditcommissie te gebruiken. Elk bedrijf van de Dax zou dus een audit commissie moeten hebben. Het onderzoek van Ho & Wong (2001) stelt dat de grootte van de auditcommissie een positieve relatie heeft met de mate van voluntary disclosure van het bedrijf.

5.4 Meervoudige lineaire regressie

De hypothesen worden getest met behulp van de volgende meervoudige lineaire regressie. De meervoudige lineaire regressie en de beschrijvende statistieken worden uitgevoerd in Stata.

$$VDI \equiv \beta_0 + \beta_1(Onafh) + \beta_2(aant.) + \beta_3(grootte) + \beta_4(conc.) + \beta_5(type) + \beta_6(ROA) + \beta_7(audit)$$

Eerst wordt de regressie met alleen de afhankelijke variabele en de controlevariabelen uitgevoerd. Daarna wordt de regressie met alle variabelen uitgevoerd. Vervolgens wordt de adjusted R² van de twee modellen met elkaar vergeleken om te kijken of de twee onafhankelijke variabelen de verklaringskracht van het model vergroten.

5.5 Beschrijvende statistieken

In tabel 3 zijn de beschrijvende statistieken weergegeven van alle onderzochte variabelen. De beschrijvende statistieken geven een gemiddelde voluntary disclosure index aan van 7,76 met een minimale score van 4 en een maximale score van 11. Geen enkel bedrijf uit de DAX en MDAX heeft dus de maximale score behaald.

Dit komt omdat een aantal punten van de voluntary disclosure index van Torchia & Calabro (2016) een aantal punten bevat die niet gebruikelijk zijn om te publiceren in een jaarrekening. De twee punten over cost accounting kwamen niet in de jaarrekeningen voor van de onderzochte bedrijven. Een aantal punten uit de voluntary disclosure index komen weer vrij vaak voor in de jaarrekeningen zoals de informatie voor aandeelhouders, de informatie over de verschillende segmenten en de doelstellingen van het bedrijf. Doordat bedrijven in de DAX en de MDAX een hoge standaard hanteren in hun verslaggeving, is de gemiddelde score ook vrij hoog.

Bij de proportie onafhankelijke directors valt op dat 63 observaties genomen zijn in plaats van tachtig. Dit komt omdat de database BoardEx niet van alle bedrijven de proportie onafhankelijke directors tot zijn beschikking heeft. De proportie onafhankelijke directors in de supervisory board is erg uiteenlopend. De laagste proportie is 0,04 en de hoogste proportie is 1. Gemiddeld genomen bestaat een significant deel van de supervisory board uit onafhankelijke directors (40%) maar de gemiddeld genomen bestaat de meerderheid van de supervisory boards in de DAX en de MDAX uit inside directors.

Gemiddeld genomen is de supervisory board vrij groot van de bedrijven in de DAX en de MDAX. Dit komt omdat naast de audit commissie meestal ook andere commissie bestaan bij de onderzochte bedrijven zoals bijvoorbeeld de benoemingscommissie en de finance commissie. Door deze verschillende commissie kan de supervisory board dus vrij groot worden.

In de steekproef zijn grote verschillen in het aantal werknemers tussen de bedrijven. Het kleinste aantal werknemers is vijf en het grootste aantal werknemers is 642292. Door deze grote verschillen is deze controlevariabele opgedeeld in 3 categorieën voor de regressie analyse. Een categorie is aanwezig over de kleine bedrijven (minder dan 4500 werknemers), de middelgrote bedrijven (meer dan 4500 maar minder dan 130000 werknemers) en de grote bedrijven (meer dan 130000 werknemers).

Over de resterende controlevariabelen is het volgende te melden: gemiddeld genomen is vaak een grote aandeelhouder aanwezig (grootste aandeelhouder bezit gemiddeld 22% van de aandelen). Een kleine meerderheid van de geobserveerde bedrijven is actief in de maakindustrie. En gemiddeld genomen bestaat de audit commissie uit 4 personen.

Tabel 3 Beschrijvende statistieken over voluntary disclosure en de determinanten van voluntary disclosure

Variable	Obs	Gem	Std. Dev.	Min	Max
VDI	80	7.76	1.31	4	11
POD(%)	63	40	23	4	100
Board	80	14.1	5.26	3	26
Grootte	80	67590.43	111372.3	5	642292
Concentratie(%)	80	23	21	2.4	79
Industrie	80	.55	0.50	0	1
ROA(%)	80	5.10	4.80	-17	19
Audit	80	4.64	1.78	0	8

5.6 Aannames meervoudige lineaire regressie

De meervoudige lineaire regressie moet aan vier aannames voldoen voordat het goed geïnterpreteerd kan worden. De vier aannames waaraan moet worden voldaan zijn de zero-conditional mean aanname, de observaties zijn onafhankelijk en identiek verdeeld, grote uitschieters komen niet voor en perfecte multicollineariteit is niet aanwezig.

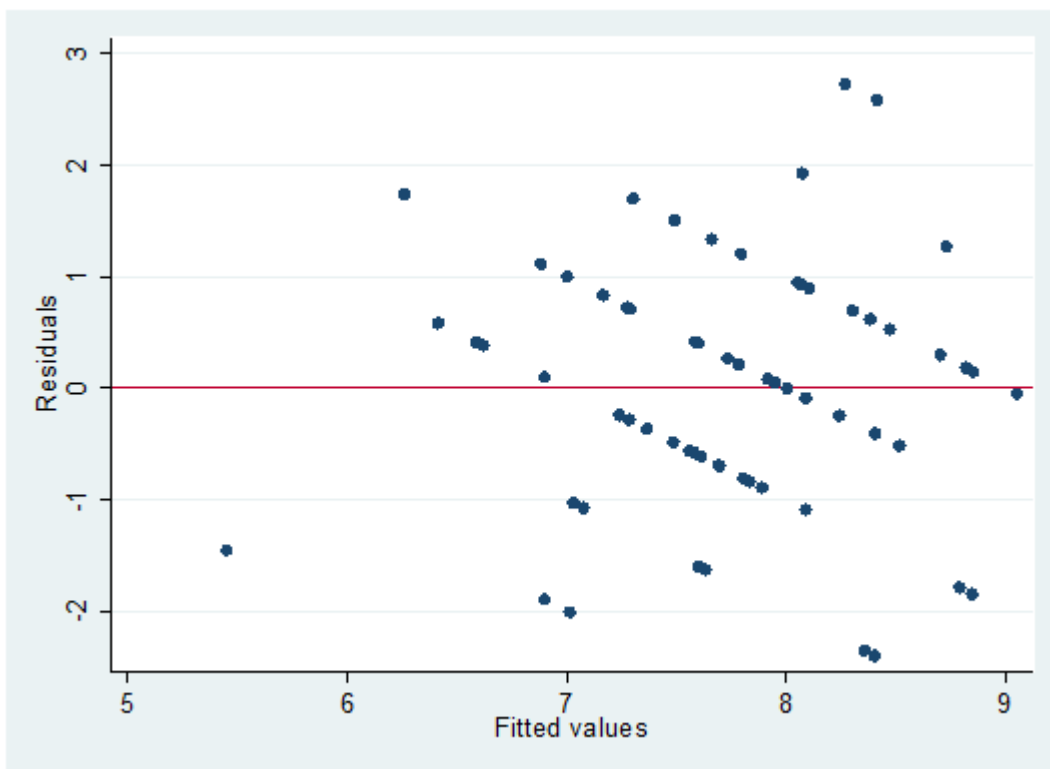
Om te testen of aan de eerste aanname voldaan wordt een scatterplot van de residuals tegen de fitted values gemaakt. In de scatterplot mag geen duidelijke relaties zijn tussen die twee. In tabel 4 is te zien dat er geen duidelijke relatie is tussen de residuals en de fitted values. De punten lijken willekeurig verspreid aan de rechterzijde van de figuur. De drie diagonale lijnen bolletjes zijn wel opvallend en kunnen de suggestie wekken dat er sprake is van een mogelijke relatie tussen de residuals en de fitted values. Op het eerste oog is er dus geen sprake van een duidelijke relatie tussen de fout term en de observaties maar het is dus wel mogelijk dat hij aanwezig is. Het is dus niet met zekerheid te zeggen of aan de eerste aanname wordt voldaan.

De tweede aanname gaat over de kenmerken van de steekproef. De steekproef mag niet bestaan uit dezelfde observaties in verschillende jaren (time series data) of op verschillende momenten (panel data). De steekproef moet ook representatief zijn. Ondanks dat de steekproef van dit onderzoek uit niet heel veel bedrijven bestaat, is hij toch representatief. De bedrijven uit de steekproef zijn in verschillende sectoren actief, de bedrijven variëren sterk in grootte en samenstelling van bestuur. Aan de tweede aanname wordt voldaan.

Volgens de derde aanname mogen geen grote uitschieters bestaan in de dataset. Doordat de verschillen in de grootte van de bedrijven zo groot zijn, is de natuurlijk logaritme van de grootte van de bedrijven gebruikt om de grote uitschieters eruit te halen. Na deze transformatie wordt voldaan aan de derde aanname.

Volgens de vierde aanname mag geen multicollineariteit plaatsvinden tussen de onafhankelijke variabelen. Dit kan worden onderzocht met behulp van een correlatietabel. De correlatie tussen twee onafhankelijke variabelen mag niet groter zijn dan 0.8. In tabel 5 is te zien dat geen van de correlatiecoëfficiënten hoger is dan 0.8. Hiermee is voldaan aan de vierde aanname. De significante correlaties van de proportie onafhankelijke directors en de grootte van het bestuur met de voluntary disclosure index zou een aanwijzing kunnen zijn van een significante relatie van de twee variabelen met de voluntary disclosure score.

Tabel 4: Residuals versus fitted values grafiek



Tabel 5: Correlatietabel over voluntary disclosure en de determinanten van voluntary disclosure

Variabele	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.
1.VDI	1.00							
2.POD	-0.35*	1.00						
3.Board	0.36*	-0.29*	1.00					
4.log_Grootte	0.36*	-0.15	0.62*	1.00				
5.concentratie	-0.05	-0.31*	0.1	-0.01	1.00			
6.industrie	0.14	0.05	0.20	0.31*	-0.10	1.00		
7.ROA	-0.0005	-0.04	-0.11	-0.04	0.10	0.24*	1.00	
8.audit	0.28*	-0.19	0.64*	0.47*	-0.08	0.08	-0.19	1.00

*p<0.05

5.7 Data

In de vorige paragrafen is besproken volgens welk model de hypotheses worden getest. In deze paragraaf wordt de selectie van de steekproef behandeld en de stappen die zijn ondernomen om de data te verkrijgen. Deze paragraaf geeft inzicht waar de data vandaan komt en hoe dit onderzoek gerepliceerd kan worden.

Zoals in de eerdere hoofdstukken is besproken, wordt dit onderzoek toegepast op beursgenoteerde bedrijven in Duitsland. Het kost echter teveel tijd om data te verzamelen van alle beursgenoteerde bedrijven in Duitsland. Daarom is hiervan een steekproef genomen. Op basis van die steekproef worden de hypotheses statistisch getest. Op basis van de resultaten van die toetsen worden conclusies getrokken.

De data over de variabelen is gehaald uit verschillende bronnen. De data over de voluntary disclosure is direct uit de jaarrekeningen gehaald van de bedrijven. Uit de jaarrekeningen van de bedrijven is ook de data gehaald over de grootte van het bedrijf, in welke industrie het bedrijf actief is en wat de ROA is van het bedrijf. De data over de proportie onafhankelijke directors, de grootte van de supervisory board en de grootte van de audit commissie is gehaald uit de database BoardEx. BoardEx is een database met daarin informatie over personen die in een board of directors zitten van een bedrijf. Dit kan bijvoorbeeld informatie zijn over de samenstelling van de board of directors, de diversiteit en de beloning van de directors. BoardEx beschikt over data van meer dan 80.000 bedrijven wereldwijd. In BoardEx is alleen data beschikbaar over Duitse bedrijven in de DAX en de MDAX. Er is dus geen data beschikbaar van de bedrijven in de SDAX. De data over de concentratie van de eigenaren is gehaald van de website 4traders.com.

Deze website geeft informatie over de aandelenbeurzen van de hele wereld in de vorm van nieuwsfeiten, investeringstips, fundamentele & technische analyses van bedrijven en financiële informatie over bedrijven. De informatie van de site is betrouwbaar omdat bij BoardEX analisten werken met veel kennis en ervaring op het gebied van financiële markten.

De steekproef van dit onderzoek bestaat uit 80 Duitse beursgenoteerde bedrijven. Dertig van die bedrijven zijn onderdeel van de DAX. Dit is een index die bestaat uit de 30 grootste beursgenoteerde Duitse bedrijven. De overige 50 bedrijven zijn onderdeel van de MDAX. Deze index bestaat uit de 50 grootste beursgenoteerde bedrijven van Duitsland na de bedrijven in de DAX. De reden dat de steekproef genomen is van de DAX en MDAX bedrijven is de grotere beschikbaarheid van data over die bedrijven. Van kleinere bedrijven in Duitsland is bijvoorbeeld de proportie onafhankelijke directors niet beschikbaar in BoardEx. Het nadeel van deze steekproef is dus dat hij niet geheel representatief is voor alle Duitse beursgenoteerde bedrijven omdat niet veel kleine bedrijven zitten in de dataset zitten. Het voordeel van deze steekproef is weer dat over deze bedrijven genoeg data beschikbaar is om onderzoek te kunnen doen. De data van deze bedrijven komt uit het jaar 2017. De dataset bestaat dus uit 80 observaties.

Na deze beschrijving over de herkomst van de data en de selectie van de steekproef wordt in het volgende hoofdstuk besproken wat de uitkomst is van het statistische onderzoek. In de hoofdstukken daarna wordt een antwoord op de hoofdvraag geformuleerd en worden de tekortkomingen van dit onderzoek benoemd. Tot slot worden nog enkele suggesties voor vervolgonderzoek gedaan.

6. Resultaten

In dit hoofdstuk worden de uitkomsten van de twee regressiemodellen besproken en toegelicht. Verder wordt getest wat de relatie is tussen de onafhankelijke variabelen grootte van de supervisory board en de proportie onafhankelijke directors in de supervisory board met de afhankelijke variabele voluntary disclosure. De data is afkomstig van 80 beursgenoteerde bedrijven in Duitsland. Op basis van de uitkomsten van de regressiemodellen worden de hypothesen, geformuleerd in hoofdstuk 4, wel of niet verworpen.

In tabel 6 zijn de resultaten van de lineaire regressie weergegeven. In model 1 is de lineaire regressie met alleen de controlevariabelen weergegeven. In model 2 zijn de onafhankelijke variabelen toegevoegd. De adjusted R^2 van het lineaire-regressiemodel neemt met 0,10 toe na toevoeging van de twee onafhankelijke variabelen. De twee onafhankelijke variabelen zorgen dus voor een verhoging van de verklaringskracht van het model. Dit betekent dat model 2 de variantie in de voluntary disclosure index beter kan verklaren dan model 1. De twee onafhankelijke variabelen zijn dus van toegevoegde waarde voor het lineaire regressiemodel. De F-toetsen van beide modellen zijn ook significant want beide modellen hebben een p-waarde van minder 0,05. Dit betekent dat de nulhypothese wordt verworpen dat alle regressiecoëfficiënten gelijk zijn aan nul.

Hypothese 1 luidt: Een positieve associatie bestaat tussen de proportie onafhankelijke bestuursleden en de mate van voluntary disclosure, ceteris paribus. Uit tabel 6 blijkt dat de proportie onafhankelijke directors een negatieve significante relatie heeft met de mate van voluntary disclosure van een bedrijf in Duitsland. Het significantieniveau is 5 %. De regressiecoëfficiënt van het percentage onafhankelijke directors geeft aan dat de voluntary disclosure index gemiddeld met 0,19 punt afneemt als het aantal onafhankelijke directors in de supervisory board met 10% toeneemt, ceteris paribus. Hypothese 1 wordt dus verworpen. Deze uitkomst sluit aan bij de studies van Eng & Mak(2003) en Barako, Hancock & Izan (2006). Een mogelijke reden voor dit onverwachte resultaat is dat het percentage onafhankelijke directors en de mate van voluntary disclosure substituten kunnen zijn (Eng en Mak, 2003). Het is dus nog steeds mogelijk dat dit resultaat in overeenstemming is met de agency theorie. Agency theorie stelt namelijk dat de supervisory board de executive board monitort om de aandeelhouders te laten zien dat het bedrijf hun belangen behartigt. De executive board wordt dus gemonitord door de voluntary disclosure of door onafhankelijke outside directors. Een toename van de ene monitor zorgt voor een afname van de andere monitor. Een andere mogelijkheid is dat BoardEx ook directors meeneemt in de onafhankelijke directors ratio die niet helemaal onafhankelijk zijn, de zogenaamde grey directors. BoardEx haalt haar data onder andere uit de jaarrekeningen van het bedrijf en de website van het bedrijf.

Het zou dus kunnen dat de bedrijven van de steekproef een verschillende definitie gebruiken van een onafhankelijke director. Dit zou dus het resultaat van dit onderzoek kunnen beïnvloeden.

Hypothese 2 luidt: Een negatieve relatie bestaat tussen het aantal directors in de supervisory board en de mate van voluntary disclosure, ceteris paribus. Uit tabel 6 blijkt dat een positieve relatie bestaat tussen het aantal directors in de supervisory board en de mate van voluntary disclosure. Deze relatie is echter niet significant op het significantieniveau van 5%. Het is dus niet mogelijk de regressiecoëfficiënt van de grootte van de supervisory board te interpreteren. Het is dus niet mogelijk de hypothese al dan niet te verwerpen omdat het resultaat uit de lineaire regressie niet significant is. Ook deze uitkomst is niet in overeenstemming met het literatuuronderzoek van Hoofdstuk 3. Dit resultaat sluit aan bij de bevinding uit de studie van Cheng & Courtenay(2006). Deze studie vindt geen empirisch bewijs van associatie tussen het aantal directors in de board of directors en de mate van voluntary disclosure. Cheng & Courtenay(2006) stellen ook dat geen theoretisch bewijs bestaat voor een associatie tussen het aantal directors en de mate van voluntary disclosure. Dit komt omdat naast de betere monitor capaciteiten van een grotere board of directors ook meer kosten zullen komen door de communicatieproblemen en efficiëntie problemen die een grotere board of directors met zich meebrengt.

De uitkomsten van de meervoudige lineaire regressie zijn dus niet in overeenstemming met de uitkomsten van het literatuuronderzoek. De resultaten van de regressie analyse ondersteunen beide hypothesen dus niet. Een negatieve en significante associatie is gevonden tussen het percentage onafhankelijke directors in de supervisory board en de mate van voluntary disclosure. Daarnaast is een positieve relatie en niet-significante relatie gevonden tussen het aantal directors in de supervisory board en de mate van voluntary disclosure. Deze sectie heeft dus de hypothesen getest. In de volgende sectie wordt een overzicht gegeven van de hoofdbevindingen van dit onderzoek. Op basis van die bevindingen, wordt een antwoord geformuleerd op de hoofdvraag. Daarna worden suggesties gegeven voor vervolgonderzoek en worden de implicaties van dit onderzoek benoemd. Ten slotte wordt kritisch teruggeblikt op dit onderzoek. De tekortkomingen en beperkingen worden toegelicht.

Tabel 4 Lineaire regressie resultaten voor de relatie tussen VDI en POD en de grootte van de supervisory board.

onafhankelijke en controlevariabelen	model 1	model 2
Log_grootte	0,20* (0,09)	0,10 (0,09)
Concentratie	-0,002 (0,007)	-0,01 (0,0084)
Industrie	0,08 (0,31)	0,24 (0,35)
ROA	0,09 (0,031)	0,04 (0,05)
Audit	0,10 (0,09)	-0,03 (0,13)
POD		-0,019* (0,73)
Board		0,06 (0,007)
Constante	5,29 (0,78)	6,68 (0,98)
Adjusted R^2	0,09	0,19
F-score	2,63*	3,09**

Standaardfouten tussen haakjes; *p<0.05, **p<0.01.

7. Conclusie en discussie

Na de beantwoording van de hypothesen in hoofdstuk 7, wordt in hoofdstuk 8 de hoofdvraag van dit onderzoek beantwoord. De hoofdvraag luidt :

“Wat is het effect van de samenstelling van de supervisory board op de mate van financiële T&D?”

Op basis van de hoofdstukken over het literatuuronderzoek en de resultaten kan geconcludeerd worden dat de samenstelling van de board of directors een significant effect heeft op de mate van voluntary disclosure. Duitsland erkent dit significante effect. In Duitsland zijn er daarom ook verplichte richtlijnen voor de samenstelling van de board of directors. Zo moet bijvoorbeeld een audit commissie aanwezig zijn. Ook moet de supervisory board tenminste voor 30% uit vrouwen bestaan en voor 30% uit mannen. Ten slotte moet de supervisory board bestaan uit een gepast aantal onafhankelijke directors (German Corporate Governance Code, 2017).

Vervolgens is in het literatuuronderzoek eerdere wetenschappelijk onderzoek geciteerd over de mogelijke relaties tussen de proportie onafhankelijke directors en de mate van voluntary disclosure en het aantal directors in de board of directors en de mate van voluntary disclosure. Over het algemeen vonden de geciteerde onderzoeken een relatie tussen de twee onafhankelijke variabelen en de afhankelijke variabele. Op basis van het literatuuronderzoek zijn de hypothesen opgesteld.

Deze hypothesen zijn uiteindelijk in de resultatensectie getest. Uit de regressie blijkt dus dat een negatieve en significante relatie bestaat tussen het percentage onafhankelijke directors en de mate van voluntary disclosure. Geen significante relatie is gevonden tussen het aantal directors in de supervisory board en de mate van voluntary disclosure. Via deze hypothesen is het mogelijk om de hoofdvraag te beantwoorden. Uit dit empirisch onderzoek blijkt dus ook dat een significant effect bestaat tussen de samenstelling van de supervisory board op de mate van financiële T&D.

Beleidsmakers kunnen de resultaten uit het literatuuronderzoek en het empirisch onderzoek gebruiken om een aantal richtlijnen in te voeren of te veranderen. Deze richtlijnen hebben dan als doel om de transparantie van bedrijven te verbeteren. Aangezien geen significante relatie bestaat tussen het aantal directors in de supervisory board en de mate van transparantie, is het ook niet nodig om een minimum of een maximum aantal directors in de supervisory board in te stellen. Dit onderzoek kan ook van belang zijn voor de directors in de supervisory board. Die directors kunnen dit onderzoek en de geciteerde onderzoeken gebruiken om een supervisory board samen te stellen die de transparantie van het bedrijf bevordert.

Er zijn ook een aantal tekortkomingen van dit onderzoek. Zo is de steekproef vrij summier met 80 observaties. Ook bestaat de mogelijkheid dat de steekproef niet geheel

representatief is voor alle beursgenoteerde bedrijven in Duitsland. Mocht dit het geval zijn, gelden de conclusies van dit onderzoek dus alleen voor de bedrijven in de steekproef maar niet voor de Duitse bedrijven die niet in de steekproef zitten. Een andere beperking van dit onderzoek is dat mogelijk niet alle aannames wordt voldaan van de lineaire regressie. Het is mogelijk dat niet wordt voldaan aan de aanname van de zero-conditional mean. De residual versus fitted values grafiek is moeilijk te interpreteren. Als niet aan alle aannames wordt voldaan, zijn de uitkomsten van de regressieanalyse niet betrouwbaar en niet valide. De laatste tekortkoming is de mogelijke subjectiviteit van het percentage van de onafhankelijke directors in de supervisory board. Het percentage is verkregen via BoardEx. De bron van die percentages is echter onduidelijk. Als BoardEx die percentages van de website van de bedrijven haalt, is het mogelijk dat de bedrijven een verschillende definitie van onafhankelijke director hanteren.

Als vervolgonderzoek zou gewerkt moeten worden met een grotere steekproef om meer zekerheid te hebben dat de steekproef representatief is voor heel Duitsland. Dertig bedrijven uit de SDAX zouden dus toegevoegd kunnen worden aan de steekproef. Een ander idee voor het vervolgonderzoek is om meer facetten van de samenstelling van de supervisory board te onderzoeken naast de onafhankelijkheid van de directors en de hoeveelheid directors zoals diversiteit, de beloning van de directors en de grootte van de audit commissie. Dit geeft meer inzicht in het effect van de samenstelling van de supervisory board op de mate van financiële T&D. Daarnaast zouden meer controle variabelen aan de regressie kunnen worden toegevoegd. Het politieke klimaat in Duitsland en de bestaande regelgeving betreffende externe verslaggeving zouden goede controlevariabelen kunnen zijn. Dit vervolgonderzoek zou een betrouwbaarder en completer beeld kunnen geven van het effect van de samenstelling van de supervisory board en de de mate van financiële T&D.

Referentielijst

- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of economic literature*, 48(1), 58-107.
- Ajinkya, B., Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2005). The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of accounting research*, 43(3), 343-376.
- Alkhafaji, A. F. (2007). Corporate governance: The evolution of the Sarbanes-Oxley Act and its impact on corporate America. *Competitiveness Review: An International Business Journal*, 17(3), 193-202.
- Arcay, M. R. B., & Vazquez, M. F. M. (2005). Corporate characteristics, governance rules and the extent of voluntary disclosure in Spain. *Advances in Accounting*, 21, 299-331.
- Barako, D. G., Hancock, P., & Izan, H. Y. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance: an international review*, 14(2), 107-125
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *Accounting review*, 443-465.
- Beekes, W., & Brown, P. (2006). Do better- governed Australian firms make more informative disclosures?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3- 4), 422-450.
- Bliss, M. A. (2011). Does CEO duality constrain board independence? Some evidence from audit pricing. *Accounting & Finance*, 51(2), 361-380.
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2004). What determines corporate transparency?. *Journal of accounting research*, 42(2), 207-252.
- Byrd, J. W., & Hickman, K. A. (1992). Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. *Journal of financial economics*, 32(2), 195-221.
- Chekili, S. (2012). Impact of some governance mechanisms on earnings management: An empirical validation within the Tunisian market. *Journal of Business Studies Quarterly*, 3(3), 95.
- Chen, W. P., Chung, H., Lee, C., & Liao, W. L. (2007). Corporate governance and equity liquidity: Analysis of S&P transparency and disclosure rankings. *Corporate Governance: An International Review*, 15(4), 644-660.
- Chen, C. J., & Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public policy*, 19(4-5), 285-310.
- Cheng, E. C., & Courtenay, S. M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The international journal of accounting*, 41(3), 262-289.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all?. *Journal of financial economics*, 87(2), 329-356.

- De Moor, C.(2014). *Board effectiveness: one-tier versus two-tier boards* (master thesis).
Geraadpleegd via
https://lib.ugent.be/fulltxt/RUG01/002/165/245/RUG01-002165245_2014_0001_AC.pdf (De Moor)
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Donnelly, R., & Mulcahy, M. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance: An International Review*, 16(5), 416-429.
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of accounting and public policy*, 22(4), 325-345.
- Faleye, O., Mehrotra, V., & Morck, R. (2006). When labor has a voice in corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 41(3), 489-510.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- FASB. (2001). *Improving business reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures*.
Geraadpleegd via
https://www.fasb.org/cs/ContentServer?c=Document_C&cid=1176156460184&d=&pagename=FASB%2FDocument_C%2FDocumentPage
- Fauver, L., & Fuerst, M. E. (2006). Does good corporate governance include employee representation? Evidence from German corporate boards. *Journal of financial economics*, 82(3), 673-710.
- Fung, B. (2014). The demand and need for transparency and disclosure in corporate governance. *Universal Journal of Management*, 2(2), 72-80.
- Giráldez, P., & Hurtado, J. M. (2014). Do independent directors protect shareholder value?. *Business Ethics: A European Review*, 23(1), 91-107.
- Gul, F. A., & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and public Policy*, 23(5), 351-379.
- Hassan Che Haat, M., Abdul Rahman, R., & Mahenthiran, S. (2008). Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies. *Managerial Auditing Journal*, 23(8), 744-778.
- Healy, P. M., Hutton, A. P., & Palepu, K. G. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary accounting research*, 16(3), 485-520.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1988). The determinants of board composition. *The RAND Journal of Economics*, 589-606.

- Ho, L. C., & Taylor, M. E. (2007). An empirical analysis of triple bottom- line reporting and its determinants: evidence from the United States and Japan. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 18(2), 123-150.
- Ho, S. S., & Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10(2), 139-156.
- Holder-Webb, L., Cohen, J. R., Nath, L., & Wood, D. (2009). The supply of corporate social responsibility disclosures among US firms. *Journal of business ethics*, 84(4), 497-527.
- Huang, P., Louwers, T. J., Moffitt, J. S., & Zhang, Y. (2008). Ethical management, corporate governance, and abnormal accruals. *Journal of Business Ethics*, 83(3), 469-487.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *the Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- Jiang, H., Habib, A., & Hu, B. (2011). Ownership concentration, voluntary disclosures and information asymmetry in New Zealand. *The British Accounting Review*, 43(1), 39-53.
- Jungmann, C. (2006). The effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems—Evidence from the UK and Germany—. *European Company and Financial Law Review*, 3(4), 426-474.
- Kachouri Ben Saad, M., & Jarboui, A. (2015). Does corporate governance affect financial communication transparency? Empirical evidence in the Tunisian context. *Cogent Economics & Finance*, 3(1), 1090944.
- Kogan, N., & Wallach, M. A. (1966). Modification of a judgmental style through group interaction. *Journal of Personality and Social Psychology*, 4(2), 165.
- Lim, S., Matolcsy, Z., & Chow, D. (2007). The association between board composition and different types of voluntary disclosure. *European Accounting Review*, 16(3), 555-583.
- Linck, J. S., Netter, J. M., & Yang, T. (2008). The determinants of board structure. *Journal of financial economics*, 87(2), 308-328.
- Mak, Y. T., Sequeira, J., & Yeo, M. (2003). Stock market reactions to board appointments.
- Mallin, C. (2002). The relationship between corporate governance, transparency and financial disclosure. *Corporate Governance: An International Review*, 10(4), 253-255.
- Mark-Herbert, C., & Von Schantz, C. (2007). Communicating corporate social responsibility—brand management. *EJBO-Electronic Journal of Business Ethics and Organization Studies*.
- Meek, G. K., Roberts, C. B., & Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by US, UK and continental European multinational corporations. *Journal of international business studies*, 26(3), 555-572.

- Moscovici, S., & Zavalloni, M. (1969). The group as a polarizer of attitudes. *Journal of personality and social psychology*, 12(2), 125.
- Palepu, K. G. (1986). Predicting takeover targets: A methodological and empirical analysis. *Journal of accounting and economics*, 8(1), 3-35.
- Patelli, L., & Prencipe, A. (2007). The relationship between voluntary disclosure and independent directors in the presence of a dominant shareholder. *European Accounting Review*, 16(1), 5-33.
- Pope, P. F. (2003). Discussion of disclosure practices, enforcement of accounting standards, and analysts' forecast accuracy: An international study. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 273-283.
- Price, N. (2017). *How the chairman of the board should run a board meeting*. Geraadpleegd via <https://www.boardeffect.com/blog/how-the-chairman-of-the-board-should-run-a-board-meeting/>
- PwC.(2006). *Transparency and disclosure*. Geraadpleegd via https://www.pwc.is/en/assets/document/t_dd_.pdf
- Rosenstein, S., & Wyatt, J. G. (1997). Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of financial Economics*, 44(2), 229-250.
- Rouf, D. (2011). Corporate characteristics, governance attributes and the extent of voluntary disclosure in Bangladesh.
- Samaha, K., & Dahawy, K. (2010). Factors influencing corporate disclosure transparency in the active share trading firms: An explanatory study. In *Research in Accounting in Emerging Economies* (pp. 87-118). Emerald Group Publishing Limited.
- Schoenfeld, J. (2017). The effect of voluntary disclosure on stock liquidity: New evidence from index funds. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 51-74.
- SGL Group.(2018). *Fundamentals of German corporate governance*. Geraadpleegd via https://www.sglgroup.com/cms/international/investor-relations/corporate-governance/principles-of-german-corporate-governance/index.html?_locale=en
- Skinner, D. J. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of accounting research*, 32(1), 38-60.
- Spence, M. (1978). Job market signaling. In *Uncertainty in Economics* (pp. 281-306).
- Torchia, M., & Calabrò, A. (2016). Board of directors and financial transparency and disclosure. Evidence from Italy. *Corporate Governance*, 16(3), 593-608.
- Volkswagen AG. (2016). *We are redefining mobility*. Geraadpleegd via <http://annualreport2016.volkswagenag.com/servicepages/filelibrary/files/collection.php>
- von Rosen, R. (2007). Corporate governance in Germany. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 15(1), 30-41.

Warner, J. B., Watts, R. L., & Wruck, K. H. (1988). Stock prices and top management changes. *Journal of financial Economics*, 20, 461-492.

Watson, A., Shrides, P., & Marston, C. (2002). Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. *The British Accounting Review*, 34(4), 289-313.

Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of financial Economics*, 20, 431-460.

Williamson, O. E. (1984) Corporate Governance, *Yale Law Journal*, 93, 1197-1230

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.

