

## Auteursrechterlijke overeenkomst

Opdat de Universiteit Hasselt uw eindverhandeling wereldwijd kan reproduceren, vertalen en distribueren is uw akkoord voor deze overeenkomst noodzakelijk. Gelieve de tijd te nemen om deze overeenkomst door te nemen, de gevraagde informatie in te vullen (en de overeenkomst te ondertekenen en af te geven).

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling met

Titel: De relatie tussen de ondernemingsprestaties en de beloning van het topmanagement in KMO's

Richting: master in de toegepaste economische wetenschappen - accountancy en financiering  
2009

Jaar:

in alle mogelijke mediaformaten, - bestaande en in de toekomst te ontwikkelen - , aan de Universiteit Hasselt.

Niet tegenstaand deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt behoud ik als auteur het recht om de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij te reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

Ik bevestig dat de eindverhandeling mijn origineel werk is, en dat ik het recht heb om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. Ik verklaar tevens dat de eindverhandeling, naar mijn weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

Ik verklaar tevens dat ik voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen heb verkregen zodat ik deze ook aan de Universiteit Hasselt kan overdragen en dat dit duidelijk in de tekst en inhoud van de eindverhandeling werd genotificeerd.

Universiteit Hasselt zal mij als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze overeenkomst.

Ik ga akkoord,

JANSEN, Joke

Datum: 14.12.2009

# ***De relatie tussen de ondernemingsprestaties en de beloning van het topmanagement in KMO's***

**Joke Jansen**

promotor :  
Prof. dr. Wim VOORDECKERS

## **Voorwoord**

Deze eindverhandeling is geschreven in het kader van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen aan de Universiteit Hasselt. Ik heb in dit werk de beloning van het topmanagement onder de loep genomen en ben op zoek gegaan naar mogelijke determinanten. Dit sluitstuk van mijn studie had niet tot stand kunnen komen zonder de hulp van een aantal personen. Ik wil deze mensen hiervoor van harte bedanken.

In de eerste plaats wil ik mijn promotor Prof. dr. Wim Voordeckers bedanken voor zijn deskundig advies en opbouwende kritiek. Zijn professionele begeleiding heeft mij zeer goed geholpen bij de uitwerking van deze eindverhandeling.

Verder zou ik mijn ouders willen bedanken voor de enorme steun en kansen die zij mij geboden hebben tijdens mijn studie. Ook mijn familie en vrienden verdienen een woord van dank voor hun mentale steun en aanmoedigingen.

Joke Jansen, augustus 2009.

## Samenvatting

Corporate governance heeft de laatste jaren veel aandacht gekregen. Verschillende schandalen die zich afspeelden in de bedrijfswereld, zoals Enron en Lernout & Hauspie, zijn hier de voornaamste oorzaak van. Corporate governance houdt in dat een onderneming goed wordt bestuurd en dit door rekening te houden met alle belanghebbenden (Tirole, 2001). Een belangrijke theorie die hierbij komt kijken is de agency theorie. Deze theorie verwijst naar de scheiding tussen eigendom en controle in een onderneming. Het agency probleem treedt op in een onderneming wanneer de aandeelhouders en het management verschillende doelen nastreven, terwijl van het management verwacht wordt dat zij de doelstellingen van de aandeelhouders behaalt. Dit probleem kan niet worden opgelost met behulp van een contract aangezien een contract nooit volledig de toekomst kan vastleggen. Hart (1995) spreekt in dit geval over een corporate governance kwestie.

De beloning van het management is zo een corporate governance kwestie. Met de beloning trachten de aandeelhouders, via de raad van bestuur die de rol vervullen van controlemechanisme in de onderneming, het agency probleem op te lossen. De raad van bestuur heeft als taak topmanagers aan te werven en deze te belonen. Het management wordt gemotiveerd om de ondernemingsdoelstellingen na te streven, dit met een variabel loon dat afhankelijk is van de ondernemingsprestaties. Het compensatiebeleid van het management in een onderneming is een belangrijk punt in het corporate governance debat. Vaak wordt gediscussieerd over de samenstelling en de omvang van de beloning van een topmanager in grote, beursgenoteerde ondernemingen. Aangezien reeds veel onderzocht is omtrent topmanagementbeloning bij grote ondernemingen wordt in deze eindverhandeling gekeken naar topmanagementbeloning bij kleine en middelgrote ondernemingen (KMO's). Ook omdat het merendeel van ondernemingen in België KMO's zijn is het interessant om eveneens bij deze ondernemingen dit onderwerp te onderzoeken. In de eerste plaats wordt gekeken naar de relatie tussen de ondernemingsprestaties en de beloning van het topmanagement. De centrale onderzoeksvraag luidt als volgt: **“Wat is de relatie tussen de ondernemingsprestaties en de beloning van het topmanagement in KMO's in België?”** Verder wordt er ook gekeken naar andere mogelijke determinanten van topmanagementbeloning.

Het onderzoek gebeurt in twee grote stappen. De eerste stap is een literatuurstudie, de tweede stap onderzoekt de hypothesen die voortvloeien uit de literatuur in de praktijk. De literatuurstudie start in *hoofdstuk 2* met een duidelijke omschrijving voor managementbeloning. Er wordt ook dieper ingegaan op het agency probleem dat hierbij optreedt. De Belgische corporate governance codes bieden ondernemingen een goede leidraad voor het omgaan met moeilijkheden of onzekerheden in hun omgeving. Verder worden loonongelijkheden besproken en de gevolgen die deze ongelijkheden kunnen hebben voor een onderneming. Ook wordt de evolutie van beloning kort besproken. Het beloningsbeleid van topmanagers houdt men namelijk al decennia lang in het oog. Hieruit wordt duidelijk dat vooral de opkomst van aandelenopties als beloning en wijzigingen in de job van een topmanager hebben gezorgd voor de hoge stijgingen in topmanagementbeloning de afgelopen decennia.

In *hoofdstuk 3* wordt in de literatuur gezocht naar determinanten van managementbeloning. Het meeste onderzoek vond plaats bij grote ondernemingen. Er zal dus voornamelijk getest worden of de determinanten van managementbeloning bij grote ondernemingen ook een invloed hebben op topmanagementbeloning bij Belgische KMO's. De voornaamste determinanten die getest worden zijn de volgende: de ondernemingsprestaties, de ondernemingsgrootte, de leiderschapsstructuur CEO dualiteit, de grootte van de raad van bestuur en het feit of de onderneming een familieonderneming is of niet. Ook wordt verwacht dat de variabiliteit van de winstgevendheid van een onderneming een invloed heeft op de relatie tussen ondernemingsprestaties, de rendabiliteit in het bijzonder, en topmanagementbeloning.

Het praktijkgericht onderzoek start met het beschrijven van alle variabelen die in de regressiemodellen getest worden. Voor topmanagementbeloning worden drie verschillende metingen gedaan. Vervolgens wordt gekeken, door middel van een correlatietabel, of er een verband bestaat tussen topmanagementbeloning en elke mogelijke determinant hiervan. Om de hypothesen te testen worden regressiemodellen opgesteld voor elke meting van topmanagementbeloning. De meest significante en bruikbare resultaten komen uit de modellen die de totale beloning van het topmanagement als afhankelijke variabele beschouwen. Al deze statistische verwerkingen gebeuren met het softwareprogramma SPSS. Tot slot van dit onderzoek worden de resultaten van de regressieanalyses vergeleken met de vooropgestelde hypothesen. Er worden verklaringen gezocht voor de resultaten met behulp van de literatuur. Dit praktijkgericht onderzoek wordt beschreven in *hoofdstuk 4*.

Als voornaamste conclusie kan uit deze resultaten worden afgeleid dat vooral de rendabiliteit van een onderneming een positieve invloed heeft op de beloning van het topmanagement. Ook de ondernemingsgrootte heeft, zoals uit de literatuur blijkt, een positief effect op de beloning in een KMO. De grootste beperking van het onderzoek is de beperkte dataset waarmee de hypothesen zijn getest. Hierdoor was het ook moeilijk om rekening te houden het probleem van dubbele causaliteit bij de relatie tussen ondernemingsprestaties en managementbeloning. Een betere meting van topmanagementbeloning bij KMO's en een bredere literatuurstudie worden aangeraden bij toekomstig onderzoek.

# Inhoudsopgave

Voorwoord

Samenvatting

Hoofdstuk 1 Inleiding .....	7
1.1 Praktijkprobleem.....	7
1.2 De centrale onderzoeksvraag.....	11
1.3 De KMO .....	11
1.4 Onderzoeksopzet .....	11
Hoofdstuk 2 Managementbeloning .....	13
2.1 Omschrijving .....	13
2.2 Het agency probleem .....	15
2.3 Loonongelijkheden .....	20
2.3.1 Verticale loonongelijkheden .....	20
2.3.2 Horizontale loonongelijkheden .....	22
2.4 Compensatietrends .....	22
Hoofdstuk 3 Determinanten van managementbeloning .....	26
3.1 Economische verklaringen.....	26
3.1.1 Het neoklassieke perspectief.....	26
3.1.2 Managerial perspectief .....	29
3.1.3 Menselijk kapitaal.....	32
3.2 Sociale verklaringen .....	34
3.3 Politieke verklaringen .....	35
Hoofdstuk 4 Praktijkgericht onderzoek .....	40
4.1 Data.....	40
4.2 Variabelen.....	41

4.2.1 Onafhankelijke variabelen .....	41
4.2.2 Afhankelijke variabelen .....	43
4.2.3 Correlaties .....	49
4.3 Regressieanalyse .....	51
4.3.1 Assumpties.....	51
4.3.2 Resultaten.....	53
4.4 Discussie .....	60
Hoofdstuk 5 Conclusies .....	64
5.1 Algemene conclusie.....	64
5.2 Beperkingen onderzoek .....	66
Literatuurlijst .....	68



## **Hoofdstuk 1 Inleiding**

### *1.1 Praktijkprobleem*

De laatste decennia heeft er in de bedrijfswereld een grote verschuiving plaatsgevonden van een productiegerichte omgeving naar een omgeving waar kennis het meest waardevolle aspect is binnen een onderneming. De bedrijfswereld van vandaag is nog nooit zo verbonden en onzeker geweest. Ondernemingen hangen vast aan vele netwerken waardoor zij gevoelig zijn voor veranderingen in hun omgeving. De druk om te presteren wordt alsmaar groter en de concurrentie lijkt sterker dan ooit. Geen enkel concurrentieel voordeel is van lange duur. Het is meer en meer van belang om zich als onderneming flexibel en aandachtig op te stellen. Een onderneming moet haar complexe omgeving kunnen hanteren en dus niet alleen rekening houden met haar concurrentie. Met een verkeerde beslissing kan zij immers eender welke belanghebbende benadelen. De schade die hierbij kan ontstaan is van cruciaal belang voor de continuïteit van de onderneming. Daarom is het belangrijk om te weten wanneer men juist handelt.

Het begrip corporate governance, ook vertaald als deugdelijk bestuur in de Nederlandstalige literatuur, heeft de afgelopen jaren veel aandacht gekregen. Enkele grote schandalen die zich afspeelden in de bedrijfswereld zijn hier de voornaamste oorzaak van. Het Amerikaanse Enron is een van de meest geciteerde voorbeelden van fraude (Deakin & Konzelmans, 2004). Ook in België zag men dergelijke schandalen zoals het fraudeproces van Lernout & Hauspie in 2007 (Depuydt, 2007). Zulke voorvallen krijgen veel aandacht in de actualiteit en tonen aan dat de corporate governance van een onderneming kan falen.

De opvatting over corporate governance heeft al een hele evolutie doorlopen, maar de laatste decennia houdt zij toch vast aan het huidige begrip. De hoofdgedachte is dat de onderneming goed bestuurd wordt en dit door zoveel mogelijk rekening te houden met de belanghebbenden van de onderneming (Tirole, 2001). De belangrijkste theorie inzake deugdelijk bestuur is de agency theorie dewelke verwijst naar de scheiding tussen eigendom en controle in een onderneming. De meeste definities van corporate governance zijn dan ook gebaseerd op deze theorie. Schleifer en Vishny (1997) definiëren het als volgt: 'Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment'. Ook La Porta et al. (2000) geven een dergelijke definitie: 'Corporate governance is, to a large

extent, a set of mechanisms through which outside investors protect themselves against expropriation by the insiders'.

Het domein van de agency theorie is een relatie tussen een principaal of opdrachtgever en een agent. Zij werken in een samenwerkend verband, maar hun doelen en attitudes tegenover risico zijn verschillend van elkaar. De agency theorie is een belangrijke, doch omstreden theorie. Zij biedt volgens Eisenhardt (1989) een grote meerwaarde bij het begrijpen van conflictvorming in een bedrijfssetting, terwijl anderen deze theorie eerder als onmenselijk en twijfelachtig beschouwen.

Het agency probleem treedt op in een onderneming wanneer de aandeelhouders en het management verschillende doelen nastreven en wanneer de aandeelhouders moeilijk kunnen bepalen of het management juist gehandeld heeft. De eerste voorwaarde stelt dat er een belangenconflict bestaat dat ontstaan is door de scheiding van eigendom en leiding binnen een onderneming. De aandeelhouders zorgen voor de financiering van de onderneming, terwijl het management de leiding op zich neemt. Het conflict bestaat wanneer managers handelen naar eigen belang terwijl zij verondersteld worden te streven naar de doelen van de aandeelhouders. Zij kunnen bijvoorbeeld kiezen voor extreme voordelen voor zichzelf of voor het opbouwen van een machtsimperium in plaats van het maximaliseren van de winst. De tweede voorwaarde is de beperkte bekwaamheid van de aandeelhouders om de handelingen van het management na te gaan. Deze heeft twee oorzaken, dewelke mede twee belangrijke aspecten zijn van het agency probleem. De eerste is adverse selection. Bij de selectie van een geschikte manager is er informatieasymmetrie. De manager kan, bij een sollicitatie bijvoorbeeld, een onjuiste weergave van zichzelf tonen. Het probleem is dat de bestuurders die de manager aanwerven moeilijk kunnen nagaan of de vereiste vaardigheden aanwezig zijn bij die manager. Zij kunnen op het moment van aanwerving of tijdens het werk de bekwaamheden van de manager niet zeker verifiëren. De tweede oorzaak is het probleem van moral hazard. Dit treedt op wanneer de manager weinig inspanning toont in zijn werk aangezien hij toch niet direct het risico of de gevolgen van zijn werk draagt (Eisenhardt, 1989). Tirole (2001) beweert daarom dat een goede governance structuur er een is die zorgt voor het selecteren van de meest geschikte managers en die hen aan de investeerders verantwoordelijk maakt.

Er zijn twee belangrijke middelen om het management zodanig te laten handelen dat het de investeerders, de aandeelhouders in het bijzonder, ten goede komt. Ten eerste

kunnen er controlestructuren worden opgesteld in de onderneming zodat de handelingen van de managers in het oog worden gehouden. Eén van de voornaamste controlemechanismen in een onderneming is de raad van bestuur (Hart, 1995). Deze heeft als taak de meest bekwame managers aan te stellen, hen te belonen en de belangen van de aandeelhouders te vertegenwoordigen. Het zijn dan ook de aandeelhouders die de bestuurders benoemen. Een tweede manier om het management aan te sporen is door hen te belonen voor het streven naar de belangen van de aandeelhouders. Managers zijn meer gemotiveerd wanneer hun beloning gerelateerd is aan prestaties. (Tirole, 2001)

Hart (1995) stelt twee voorwaarden voor het ontstaan van corporate governance kwesties. Ten eerste is er een agency probleem tussen partijen in een onderneming. Dit kunnen managers, bestuurders, aandeelhouders of andere belanghebbenden zijn. Als tweede voorwaarde kunnen de transactiekosten die hierdoor ontstaan niet worden opgelost met een contract. Contracten kunnen niet volledig zijn, hiermee wordt bedoeld dat nooit elk detail van een overeenkomst kan worden opgenomen in een contract. De toekomst van een onderneming is vaak onzeker en onvoorspelbaar waardoor hiermee moeilijk kan rekening worden gehouden bij het opstellen van een contract.

Het remuneratiepakket van een manager is zo een kwestie. De twee partijen met verschillende belangen zijn hier het management en de aandeelhouders oftewel de eigenaars van de onderneming. Een contract voor een manager kan nooit compleet zijn. Een compleet contract omschrijft elk scenario, dat in de toekomst kan plaatsvinden, met hierbij de geschikte handelingen van het management. Men kan immers niet altijd de toekomst voorspellen en het juiste bestuur hierbij vastleggen. Toch tracht men het agency probleem met een contract deels op te lossen. Men belooft bijvoorbeeld de managers gedeeltelijk met een variabel loon dat afhankelijk is van hun prestaties in de onderneming.

Het remuneratiebeleid van het management is een belangrijk punt in het corporate governance debat. De afgelopen jaren is er heel wat gedebatteerd over de lonen van CEO's en topmanagers. In het artikel "Willekeur troef bij toplonen CEO's" werden toplonen in kaart gebracht (De Standaard, 2008, 29 mei). Hier stelt men dat in 2007 de toplonen van Bel-20-managers ten opzichte van 2006 gestegen zijn met 15 procent en dat de grote Belgische ondernemingen hier weinig tot geen uitleg over geven. De communicatie omtrent toplonen is in België zeer pover en men tracht dus

verklaringen te zoeken voor deze exuberante lonen, zoals de vakbondsleiders het noemen.

Belangrijke vragen vloeien voort uit deze discussie. Is het belonen van managers met ontzettend hoge bedragen wel deugdelijk bestuur, met andere woorden is dit verantwoord ondernemen? Managers maken cruciale beslissingen in de onderneming en moeten dus ook overeenkomstig beloond worden. De CEO en het management van een onderneming hebben een grotere verantwoordelijkheid door complexe veranderingen die plaatsvonden in de bedrijfswereld. Er kan onderzocht worden wat de kennis en inspanningen van het topmanagement waard zijn voor de onderneming. Een tweede vraag is hoe men compensatie zodanig kan aanpassen dat de managers de belangen van de aandeelhouders nastreven. Zo kan men kijken naar verschillende mogelijkheden om het management te belonen. Het voornaamste doel van de aandeelhouders is het boeken van winst in de onderneming of in het algemeen het behalen van mooie ondernemingsprestaties. Door te kijken naar deze relatie, namelijk tussen beloning en prestaties, zouden we kunnen besluiten of het management werkelijk in overeenstemming met hun prestaties beloond wordt.

Bijna alle wetenschappelijke literatuur betreffende managementbeloning behandelt grote, beursgenoteerde ondernemingen. In België voldoet het merendeel van ondernemingen aan de criteria van een kleine of middelgrote onderneming (KMO). Volgens Unizo, de Unie voor Zelfstandige Ondernemers, zijn meer dan 99% van de ondernemingen in België KMO's. Daarom is het van belang ook hier onderzoek te verrichten. Uit een onderzoek van Delmotte et al. (2002) blijkt dat KMO's minder belonen dan de grote ondernemingen. Ten eerste worden er minder extra voordelen boven op het salaris gegeven. En ten tweede is de variabele component van de compensatie van het management veel kleiner dan in grote ondernemingen. De oorzaak is dat aandeelhouders meer kunnen controleren in kleinere ondernemingen. Als er meer controle is zal het management ook sneller handelen in overeenstemming met de belangen van de aandeelhouders. Vaak is het zelfs zo in een KMO dat de aandeelhouders en het management één groep zijn. Hierdoor zou een variabele beloning, die zorgt voor overeenstemming tussen beloning en prestaties, wel eens overbodig kunnen zijn.

## *1.2 De centrale onderzoeksvraag*

De algemene centrale onderzoeksvraag luidt als volgt:

*Wat is de relatie tussen de ondernemingsprestaties en de beloning van het topmanagement in KMO's in België?*

Aan de hand van dit onderzoek wordt gekeken naar de relatie tussen managementbeloning en ondernemingsprestaties en of er variabelen zijn die op deze relatie een invloed hebben. De setting van dit onderzoek is heel verschillend van onderzoek wat reeds werd uitgevoerd. Er wordt immers een sprong gemaakt van grote, beursgenoteerde ondernemingen naar KMO's. Ook wordt onderzocht of de determinanten van beloning in grote ondernemingen van toepassing zijn bij KMO's.

## *1.3 De KMO*

Een *KMO*, oftewel een *kleine of middelgrote onderneming*, heeft geen algemeen geldende definitie, daarom is het belangrijk hier een omschrijving van te geven die geldt doorheen heel dit onderzoek. De Vlaamse regering definieert een KMO als een onderneming waar maximaal 250 werknemers aanwezig zijn, waar de jaaromzet niet meer bedraagt dan 40 miljoen euro en waar het jaarlijks balanstotaal 27 miljoen euro niet overschrijdt. Ook moet zij het zelfstandigheids criterium in acht nemen. Dit houdt in dat de onderneming niet voor meer dan 25% rechtstreeks of onrechtstreeks, dus via kapitaal of stemrechten, gecontroleerd wordt en dit door één of meerdere bedrijven of investeerders die geen KMO zijn. Ook de Europese Unie geeft deze definiëring voor een KMO. Tijdens het onderzoek zal rekening worden gehouden met deze criteria.

## *1.4 Onderzoeksopzet*

Het onderzoek zal in twee stappen verlopen. De eerste stap wordt gezet met een uitgebreide literatuurstudie. Een literatuurstudie is in veel onderzoek nodig als een goede start. Dit vormt hier een eerste verkenning van de problematiek rond de beloning van het topmanagement. Vooral wetenschappelijke tijdschriften uit de Engelstalige literatuur zijn zeer bruikbare bronnen voor dit onderwerp. Eerst moet een beeld worden gegeven van hoe managementbeloning in vorige onderzoeken werd onderzocht. Ook kan worden gekeken naar hoe beloning de afgelopen decennia evolueerde. Vervolgens kan in de

literatuur gezocht worden naar mogelijke determinanten van beloning van het management.

De tweede stap bestaat uit een praktijkgericht onderzoek. De hypothesen, opgesteld uit de literatuurstudie, zullen getest worden bij Belgische KMO's. De gegevens voor het praktijkonderzoek worden gehaald uit de exhaustieve dataset van Belfirst, ter beschikking gesteld door het Bureau Van Dijk. Deze bevat de jaarrekeningen, neergelegd bij de Nationale Bank van België, van alle Belgische ondernemingen. De hypothesen zullen getest worden nadat elke variabele afzonderlijk beschreven wordt. De statische verwerking van de gegevens wordt uitgevoerd met het softwareprogramma SPSS.

In het volgende hoofdstuk wordt verder ingegaan op het begrip beloning, op welke manier er voornamelijk over gepubliceerd is en welke invloeden het veroorzaakt. Er wordt dieper ingegaan op het agency probleem dat hierbij optreedt en de mogelijkheden die ondernemingen hebben om dit probleem op te lossen. In het derde hoofdstuk wordt gekeken naar mogelijke determinanten van beloning. Uit de literatuur die hierin wordt aangehaald resulteren de hypothesen voor het onderzoek. Dit praktijkgericht onderzoek wordt toegelicht in hoofdstuk 4, mede met de resultaten van de verschillende analyses. In hoofdstuk 5 ten slotte volgen enkele conclusies en aanbevelingen voor toekomstig onderzoek.

## **Hoofdstuk 2 Managementbeloning**

In dit hoofdstuk wordt in de eerste plaats aandacht besteed aan het begrip managementbeloning. Veel onderzoek werd rond deze topic verricht, maar vaak vanuit verschillende standpunten. Daarom wordt in het eerste deel van dit hoofdstuk gekeken naar de verschillende manieren waarop beloning reeds aandacht kreeg in onderzoek. De verschillende begrippen die hierin aan bod komen zorgen voor verduidelijking en bieden een hulp bij het verdere verloop van de literatuur. Vervolgens wordt dieper ingegaan op managementbeloning als een agency probleem en hoe men compensatieplannen opstelt om dit probleem aan te pakken. Daarna wordt gekeken naar mogelijke gevolgen van loonongelijkheden bij het management in een onderneming. Het hoofdstuk wordt afgesloten met een korte beschrijving van de evolutie van managementbeloning.

### *2.1 Omschrijving*

In onderzoek op managementbeloning wordt zelden uitdrukkelijk de keuze van analyse-eenheid toegelicht. Volgens Finkelstein en Hambrick (1996) focust men zich meestal op de beloning van de chief executive officer (CEO) of op de totale beloning van het topmanagementteam. In het verdere verloop van deze eindverhandeling wordt geen onderscheid gemaakt tussen deze twee. Beide gevallen worden opgenomen in de literatuurstudie. Onder het management wordt verstaan de CEO en andere topmanagers in de onderneming. Dit vooral omdat in het praktijkgericht onderzoek wordt gekeken naar KMO's, waar het management meestal niet zo heel groot is.

Managementbeloning wordt in dit onderzoek gezien als de financiële beloning die managers ontvangen voor het werk dat zij leveren. Verschillende beloningspraktijken als bonussen en winstdeling behoren hier ook toe. Kerin (2003) beschreef in een artikel hoe de mix van managementbeloning een grote impact kan hebben op het gedrag van de manager. Het is belangrijk om steeds aan te duiden wat verstaan wordt onder managementbeloning aangezien vaak belangrijke componenten worden vergeten. Kerin ontleedt managementbeloning in geldelijke beloningen, zowel continue als eenmalige, en niet-geldelijke beloningen. De continue beloningen worden opgedeeld in vaste beloningen en incentives. Hieronder worden deze termen kort toegelicht.

- De *vaste beloning* van een CEO wordt niet beïnvloed door de prestaties die voortvloeien uit zijn werk. Het omvat in de eerste plaats een basissalaris. Hier bovenop komen vaak nog secundaire arbeidsvoorwaarden bij zoals een bedrijfsvoertuig of pensioenregeling.
- *Incentives* zijn variabele beloningen die afhangen van prestaties in de toekomst. Het management wordt met deze beloningen gemotiveerd de vooropgestelde doelstellingen te bereiken. Korte termijn incentives zijn betalingen, meestal in de vorm van een bonus, die afhankelijk zijn van prestatiedoelstellingen zoals winst na belastingen, rendabiliteitsratio's of omzetgroei. Zulke doelstellingen zijn meestal op jaarbasis vastgelegd. Er worden ook doelstellingen op langere termijn bepaald, meestal van drie tot vijf jaar. Deze zijn doorgaans gerelateerd aan het creëren van aandeelhouderswaarde. De beloningen die hieruit volgen worden daarom vaak uitbetaald in de vorm van aandelenopties.
- Om een CEO kandidaat te overtuigen om de positie van CEO in te nemen kan deze kandidaat een geldelijke aansporing worden aangeboden. In dat geval spreekt men van een *entry benefit* in de vorm van cash of aandelen. Ook wanneer een CEO wordt overtuigd om af te treden kunnen beloningen hierbij helpen, deze worden ook wel *exit benefits* genoemd.
- *Niet-geldelijke beloningen* kunnen ver reiken, van het plezier dat iemand ervaart door zijn job uit te oefenen, het respect een persoon krijgt van collega's tot de macht dat iemand verwerft in de onderneming waar hij werkt. Het gaat over aansporingen die gerelateerd zijn aan het werk dat men uitvoert.

Deze laatste beloningen die moeilijk of niet kunnen worden uitgedrukt in geldwaarde hebben vaak een onverwacht groot effect op hoe een manager zijn job ervaart. Ook Finkelstein en Hambrick (1996) argumenteerden dat financiële compensatie slechts een deel is van de gehele compensatie. Niet-financiële beloningen als macht, prestige of uitdagingen worden door ieder individu anders gewaardeerd en kunnen de financiële beloningen wel eens evenaren of zelfs overtreffen.

Vaak wordt de relatie tussen beloning en prestatie als één variabele beschouwd in onderzoek. Dan spreekt men van de *loonprestatie sensitiviteit*. Er wordt gekeken naar de mate waarin loon reageert bij een verandering in prestatie. Hoe sterker loon reageert, hoe hoger de sensitiviteit. Wanneer deze beide veranderingen worden uitgedrukt in



percentages spreekt men van de elasticiteit. Verder in dit hoofdstuk wordt vermeld dat dit begrip ontstaan is in de jaren '50 wanneer aandelenopties een belangrijk deel van beloning werden (Frydman & Saks, 2008).

Het bijzondere aan de relatie tussen beloning en prestatie is de wederzijdse causaliteit in dit verband. Onderzoek toonde reeds aan dat deze twee variabelen elkaar kunnen beïnvloeden. De beloning van het management heeft een invloed op de ondernemingsprestaties (Carpenter & Wade, 2002; Miller & Wiseman, 2001), maar omgekeerd hebben de ondernemingsprestaties ook een effect op de beloning van het management (Pukthuanthong, Talmor & Wallace, 2004). In dit onderzoek wordt vooral de nadruk gelegd op de determinanten van managementbeloning, dus op de tweede richting van causaliteit.

## *2.2 Het agency probleem*

Eén van de belangrijkste uitdagingen van effectieve corporate governance is het oplossen van het agency probleem. Het agency probleem dat bij managementbeloning optreedt, is het probleem rond de vrijheid van het management en de macht die topmanagers bezitten. Het management kan bij de besluitvorming wel eens eerder haar eigen doelstellingen voorop stellen in plaats van die van de aandeelhouders. Zij kan bijvoorbeeld streven naar een machtsimperium in de markt (Bebchuk & Fried, 2003).

Bebchuk en Fried (2003) geven twee verschillende visies van de relatie tussen managementbeloning en het agency probleem. Als eerste benadering, de optimale contractbenadering, ziet men beloningsregelingen als een gedeeltelijke oplossing van het agency probleem. Raden van bestuur stellen compensatiecontracten voor het management op in een poging te verzekeren dat de handelingen van het management resulteren in succesvolle ondernemingsprestaties en overeenkomen met de bedrijfsdoelstellingen. De tweede benadering, de leidinggevende machtsbenadering, ziet beloning niet enkel als een mogelijke oplossing, maar ook als een deel van het agency probleem. Wanneer topmanagers zoveel macht bezitten in de onderneming hebben zij zelf inspraak in hun compensatieplannen. Enkele onderzoekers beweerden reeds dat kenmerken van loonsafspraken eerder het probleem van *rent extraction* weergeven dan effectieve aansporingen voor het management (Bruce, Buck en Main, 2005). Met het begrip *rent extraction* wordt bedoeld dat de beloning van topmanagers veel hoger ligt dan de optimale beloning aangezien zij de macht hebben om extra privé-voorwaarden

toe te voegen aan hun beloning (Chalmers, Koh & Stapledon, 2006). Bebchuk en Fried willen met hun artikel aanduiden dat leidinggevende macht en rent extraction, als een gevolg hiervan, een belangrijk effect kunnen hebben op het ontwerp van beloningscontracten.

Aangezien ook andere onderzoekers al aantoonde dat managers de macht hebben om hun eigen compensatie te beïnvloeden (Brown & Samson, 2003), moedigt corporate governance het vormen van remuneratiecomités aan. Zoals reeds in de inleiding werd vermeld, wil corporate governance een leidraad vormen voor ondernemingen om op een deugdelijke manier te ondernemen. Zo een leidraad bestaat uit verschillende richtlijnen en aanbevelingen die de onderneming kan toepassen in haar bestuur. In België werden twee Corporate Governance Codes opgesteld. Beiden werden het afgelopen jaar herbekeken en aangepast waar nodig. De eerste, de Belgian Corporate Governance Code, bracht in 2009 een vernieuwde versie uit, rekening houdend met de problemen die de laatste jaren veel aandacht kregen. Zo werd er bijvoorbeeld in het deel omtrent managementbeloning aandacht besteedt aan de vertrekvergoeding. De gouden parachutes werden de afgelopen jaren niet altijd gewaardeerd zoals blijkt uit de actualiteit.

In eerste instantie geeft de Code algemene richtlijnen voor de remuneratie van bestuurders en het uitvoerend management:

*De remuneratie is voldoende voor het aantrekken, behouden en motiveren van bestuurders en leden van het uitvoerend management die voldoen aan het profiel bepaald door de raad van bestuur.*

*De vennootschap stelt een remuneratieverslag op. Dit remuneratieverslag vormt een specifiek onderdeel van de CG-Verklaring.*

*Het remuneratieverslag van de vennootschap bevat de volgende informatie: een beschrijving van de interne procedure voor (i) de ontwikkeling van een remuneratiebeleid voor de niet-uitvoerende bestuurders en voor de leden van het uitvoerend management, en voor (ii) de vaststelling van het remuneratieniveau voor de niet-uitvoerende bestuurders en voor de leden van het uitvoerend management.*

*Het remuneratieverslag van de vennootschap bevat eveneens een verklaring over het gehanteerde remuneratiebeleid voor de leden van het uitvoerend management. Elke belangrijke wijziging van dit remuneratiebeleid, die sinds het eind van het door het jaarverslag behandelde boekjaar werd doorgevoerd, wordt duidelijk in het remuneratieverslag vermeld.*

*Niemand beslist over zijn eigen remuneratie.*

*(p.21)*

De nadruk ligt hier vooral op het remuneratieverslag. Het remuneratiebeleid moet neergeschreven worden en staat dus vast voor een bepaalde duur. Aangezien dit verslag deel uitmaakt van de Corporate Governance-Verklaring, moet men bij het opstellen van het remuneratiebeleid rekening houden met de richtlijnen van deze code. Het is de taak van het remuneratiecomité om dit verslag op te stellen, het regelmatig te herzien en voor te leggen aan de raad van bestuur. Richtlijnen voor het remuneratiecomité worden in de code weergegeven in een bijlage.

Vervolgens worden er richtlijnen gegeven specifiek voor de CEO en andere leden van het uitvoerend management. Hieronder worden enkele belangrijke richtlijnen weergegeven.

*Teneinde de belangen van de leden van het uitvoerend management af te stemmen op die van de vennootschap en haar aandeelhouders, wordt een gepast deel van hun remuneratiepakket gekoppeld aan de prestaties van het bedrijf en de individuele prestaties.*

*Het remuneratieverslag vermeldt het bedrag van de remuneratie en andere voordelen die, rechtstreeks of onrechtstreeks, door de vennootschap of haar dochterondernemingen aan de CEO werden toegekend. Bij de openbaarmaking van deze informatie wordt een uitsplitsing gemaakt tussen: (a) het basissalaris; (b) de variabele remuneratie: voor alle bonussen met vermelding van de vorm waarin deze variabele remuneratie werd betaald; (c) pensioen: de bedragen die tijdens het door het jaarverslag behandelde boekjaar werden betaald, met een toelichting over de toepasselijke pensioenregelingen; en (d) overige componenten van de remuneratie, zoals de kosten of de waarde van verzekeringen en voordelen in natura, met een toelichting van de bijzonderheden over de belangrijkste onderwerpen. Indien de vennootschap tijdens het door het jaarverslag behandelde boekjaar aanzienlijk van haar remuneratiebeleid is afgeweken, wordt dit in het remuneratieverslag toegelicht. Deze paragraaf geldt ook, op globale basis, voor het uitvoerend management.(p.22)*

#### *Vertrekvergoeding*

*Elke contractuele regeling die op of na 1 juli 2009 met de vennootschap of haar dochtermaatschappijen betreffende de remuneratie van de CEO of van elk ander lid van het uitvoerend management wordt bedongen, vermeldt duidelijk dat de vertrekvergoeding die bij een vervroegde beëindiging van het contract wordt toegekend niet meer mag bedragen dan 12 maanden basis- en variabele remuneratie.*

*Op advies van het remuneratiecomité kan de raad van bestuur een hogere vertrekvergoeding toekennen. Dergelijke hogere vertrekvergoeding wordt beperkt tot maximaal 18 maanden basis- en variabele remuneratie. Het contract vermeldt wanneer dergelijke hogere vertrekvergoeding kan worden toegekend. De raad van bestuur verantwoordt dergelijke hogere vertrekvergoeding in het remuneratieverslag.(p.23)*

De tweede corporate governance code, de Code Buysse, werd in 2005 speciaal opgesteld voor kleine en middelgrote ondernemingen die niet beursgenoteerd zijn. Dit omdat het grootste deel van ondernemingen in België tot deze groep behoort en ook zij hebben nood aan duidelijke richtlijnen omtrent deugdelijk bestuur. In juni 2009 werd deze code geactualiseerd. Deze vernieuwde versie, de Code Buysse II, houdt rekening met nieuwe stromingen en impulsen die de bedrijven ingrijpend kunnen beïnvloeden. Aangezien het praktijkgericht onderdeel in deze eindverhandeling zich richt op KMO's wordt hieronder weergegeven wat de Code Buysse II voorschrijft in verband met de remuneratie van het senior management:

#### *Definitie*

*In deze Code wordt het senior management gedefinieerd als het geheel van alle uitvoerende bestuurders, de leden van het directiecomité (of managementcomité) en van het topmanagement, waarin men streeft naar optimale collegialiteit.(p.29)*

#### *Remuneratie*

*Het senior management kan aanspraak maken op een gepaste remuneratie, gekoppeld aan de prestaties van het bedrijf en de individuele prestaties. De raad van bestuur bepaalt het remuneratiebeleid met betrekking tot het senior management, bij voorkeur op voorstel van het remuneratiecomité. Wedden en variabele vergoedingen moeten marktconform zijn en de basis vormen voor het aantrekken van de beste deskundigen. Variabele vergoedingen kunnen voor een aanvullende motivatie zorgen, maar moeten een vergoeding uitmaken voor reële prestaties die een toegevoegde waarde hebben voor het stimuleren van de duurzame en winstgevende groei van de onderneming. In ieder geval dient vermeden dat het vergoedingssysteem met zich meebrengt dat het bedrijf onnodige of té grote risico's neemt. De vergoedingen moeten bovendien door de gezagsorganen van de onderneming worden goedgekeurd.(p.31)*

Uit de vorige twee fragmenten kan worden geconcludeerd dat in grote, beursgenoteerde ondernemingen het remuneratiebeleid veel meer aandacht krijgt. Daar is managementbeloning veel meer van belang aangezien hier het agency probleem ook veel groter is. De meeste artikels, zo ook het artikel van Bebchuk en Fried (2003), behandelen beursgenoteerde ondernemingen zonder één overheersende aandeelhouder bij het analyseren van het agency probleem. Hier is meestal een duidelijke scheiding tussen eigendom en controle. Door gebrek aan toezicht op de handelingen van het management kan de macht die zij bezitten wel eens verassend hoog zijn. Het remuneratiebeleid en beloningscontracten zijn daarom in de beursgenoteerde ondernemingen van groter belang.

Het opstellen van zulke beloningscontracten is geen gemakkelijke opgave. De job van een manager bestaat uit oneindig veel taken. Strategie opstellen, zorgen voor overeenstemming met ontelbaar veel wetten, implementatie van ethische standaarden en risico beheren zijn hier enkelen van. Gegeven deze jobcomplexiteit is het enorm moeilijk om een contract op te stellen, inclusief variabel loon dat verbonden is aan prestatie, dat een goede uitvoering van het werk van een manager weergeeft. Niet elke taak kan worden opgenomen in het contract en de manager zal altijd aandacht besteden aan wat is neergeschreven, ten nadele van wat niet is vastgelegd in een contract. Wanneer prestaties gemeten worden met omzet, wordt er bijvoorbeeld geen rekening gehouden met hoe men aan deze omzetcijfers komt. Voor het opstellen van remuneratiecontracten is het belangrijk te weten wat de manager motiveert en te begrijpen hoe een manager zijn job ervaart. Hambrick, Finkelstein en Mooney (2005) argumenteren dat ondernemingen beter af zijn met gemiddelde baaneisen van managers. Baaneisen van managers worden gedefinieerd als de mate waarin een manager zijn of haar job als moeilijk of uitdagend beschouwt. Het begrijpen van zulke baaneisen kan volgens de auteurs belangrijke instructies bieden voor het opstellen van de compensatieplannen van het management. Het ontwerpen van zulke compensatiecontracten vereist de nodige aandacht, zowel individueel als de samenhang tussen contracten van op verschillende managementniveaus.

Corporate governance ziet remuneratiecomités als een goede oplossing voor het agency probleem dat optreedt bij de discussie rond managementbeloning. Toch zijn er ook enkele bemerkings op gegeven. Velen denken dat het hoge niveau van managementbeloning in Angelsaksische landen niet direct overeenkomt met de productiviteit van het management. Er wordt namelijk beweerd dat managementbeloning zo onlogisch is omdat de remuneratiecomités niet genoeg betaald worden om dit nauwkeurig op te volgen. Zij vermoeden dat de remuneratiecomités, die verantwoordelijk zijn voor het structureren van bonussen en aandelenopties, niet genoeg gestimuleerd zijn. (Tirole, 2001)

Het feit dat remuneratiecomités, bestaande uit leden van de raad van bestuur, de compensatie van de CEO vastleggen heeft niet altijd negatieve gevolgen voor die CEO. Er wordt namelijk verondersteld dat hoge niveaus van CEO compensatie een positief effect kunnen hebben op de reputatie van de onderneming en op de geloofwaardigheid van haar leiders. De belangrijkste reden van compensatiestijgingen elk jaar is dat de meeste bestuurders willen dat hun CEO zich bij de tophelft van de CEO-groep bevindt.

Zij beweren dat zo hun onderneming er sterker op oogt. Dit blijkt uit een artikel van Elson (2003) waarin hij een rondetafelconferentie begeleidt met een twaalftal deskundigen op het gebied van beloning. Bestuurders beweren CEO's hoog te belonen ook omdat zij zoveel waard zijn voor de onderneming. Volgens hen zijn toekomstige prestaties van de onderneming afhankelijk van de CEO die de onderneming leidt.

### *2.3 Loonongelijkheden*

Sommigen vinden dat loonongelijkheden tegood komen aan een onderneming en dat ze positief geassocieerd worden met individuele en organisatorische prestaties. Anderen hebben gevonden dat door kleine loonverschillen werknemers' percepties van ongelijkheid kan toenemen en dat dit zal leiden tot een stijgend personeelsverloop. Loonongelijkheden kunnen worden opgesplitst in verticale en horizontale loonongelijkheden.

#### **2.3.1 Verticale loonongelijkheden**

Verticale loonongelijkheden zijn ongelijkheden in loon tussen de verschillende niveaus in een onderneming. Siegel & Hambrick (2005) onderzochten verticale loonongelijkheden tussen verschillende managementniveaus. Als eerste wordt hier *de opvolgingstheorie* herkend. De topniveaus in een onderneming worden dan beschouwd als niveaus in een toernooi. Managers streven steeds naar een hoger niveau. Beloning stijgt naargelang men op een hoger niveau is tewerkgesteld. Dit in tegenstelling tot beloond worden naargelang de individuele prestaties. Dit model wordt vaak toegepast wanneer controle uitvoeren op individuele prestaties te moeilijk is of wanneer dit te hoge kosten met zich meebrengt. Volgens deze theorie zijn managers gemotiveerd om te streven naar een hoger niveau. Hun inspanning wordt beloond met een promotie naar een hoger niveau met de gepaarde stijging in compensatie. Bij dit toernooi zal de grote winnaar eindigen op de zetel van de CEO. Omdat de plaats van de CEO het eindpunt is, zal het verschil tussen de beloning van de CEO en het niveau hieronder redelijk groot zijn. Topmanagers worden gemotiveerd hard te werken omdat ze allen streven naar het winnen van een reeks opeenvolgende hiërarchische opvolgingen. Dit systeem heeft ook enkele nadelen, Finkelstein en Hambrick (1996) sommen er enkelen op. Het heeft positieve gevolgen voor de inzet van managers, maar hun gedrag kan ook wel veranderen naar egoïstisch en hevig streven naar het volgende niveau. Wanneer topmanagers door hebben dat een toernooisysteem in werking is in hun onderneming zullen er eerst enkelen de onderneming

verlaten en als tweede zullen bij elke beslissing van promotie er winnaars en verliezers zijn. De verliezers zullen ook vaak de neiging hebben te vertrekken. Als tweede heeft een hiërarchie waar de afstand tussen de niveaus heel groot is als gevolg dat de samenwerking niet vlot meer kan verlopen. De grote afstand wordt gekenmerkt door verschillen op sociaal vlak, status, informatie en kennis.

Wade, O'Reilly en Pollock (2006) stellen in een studie dat normen van eerlijkheid het belangrijkste zijn voor keuzemakers en tonen aan dat over- en onderbetaling van de CEO gevolgen heeft in lagere organisatieniveaus. Er worden twee belangrijke vragen over de relaties tussen eerlijkheid, CEO compensatie en de lonen van werknemers op lagere niveaus gesteld; in welke mate zijn de lonen voor werknemers op lagere niveaus gebonden aan die van het topmanagement en als loonstructuren het topmanagement begunstigen ten koste van de andere werknemers, hoe beïnvloedt dit het gedrag van deze werknemers op lagere niveaus? Het blijkt zo dat CEO's niet enkel hun macht gebruiken om hun eigen loon te verhogen, maar ook die van hun ondergeschikten. De consequentie hiervan is dat de kost van een overbetaalde CEO dus veel hoger is dan vooraf gerealiseerd. Ook al daalt het effect van over- of onderbetaling bij lagere niveaus, het totale effect op het geheel van lonen is aanzienlijk. Een tweede grote bevinding uit deze studie is dat ongerechtigheid, uitgedrukt in vergelijkbare onderbetaling met de CEO (intern) en met het gemiddelde loon voor de job in andere ondernemingen (extern) wordt geassocieerd met een hoger personeelsverloop. Hier moet bij vermeld worden dat Carpenter & Sanders (2002) ook vaststelden dat CEO compensatie een invloed had op topmanagementbeloning. Zij vonden echter dat CEO compensatie wel een significante, maar slechts gedeeltelijke voorspeller was van topmanagementbeloning.

Brown & Samson (2003) vermoeden dat vooral de kloof tussen de lonen op verschillende niveaus veel kritiek veroorzaakt. Er is toenemend bewijs dat wanneer de loonkloof verder verruimt er tegenwerkende reacties komen van de werknemers zoals een stijging in personeelsverloop of een daling in hun prestaties. De grootte van de loonkloof beïnvloedt ook hun bereidheid om organisatiebeslissingen te accepteren, wat belangrijke gevolgen kan hebben voor de werking in de onderneming.

### **2.3.2 Horizontale loonongelijkheden**

Loonongelijkheden tussen werknemers met een verschillend opleidingsniveau of loonsverschillen tussen mannen en vrouwen zijn gekende fenomenen. Dit zijn voorbeelden van horizontale loonongelijkheden. Werknemers die werken op hetzelfde niveau worden niet gelijk betaald. In vergelijking met wat hierboven reeds werd aangegeven onderzochten Siegel & Hambrick (2005) ook de horizontale loonongelijkheden binnen het managementteam. Zij herkenden deze loonongelijkheden wanneer menselijk kapitaal betaald wordt volgens de toegevoegde waarde aan de onderneming op eenzelfde niveau in deze onderneming. Managers op hetzelfde niveau hebben verschillende economische waarde voor de onderneming. Dit kan ernstige gevolgen hebben voor de samenwerking tussen deze managers. Managers die veel minder betaald worden dan hun collega's kunnen reageren met een stijging van onaangename vergelijkingen, toenemende jaloezie en lagere tevredenheid en voldoening van hun werk. Omgekeerd reageren managers die meer betaald worden met neerbuigendheid en afstandelijkheid ten opzichte van "minderwaardige" collega's. Er ontstaat een compensatiestructuur voor het belonen van individuele prestatie boven groepsprestatie.

*Loonverspreiding* in het managementteam is het verschil tussen de lonen binnen dit team. In ondernemingen waar integratie en coördinatie heel belangrijk zijn, kunnen de gevolgen van een hoge loonverspreiding voor problemen zorgen. Mogelijke gevolgen zijn politieke concurrentie binnen het topmanagementteam, meer conflicten, een laag onderling vertrouwen en een dalende informatiedeling. (Finkelstein & Hambrick, 1996)

Meer onderzoek is vereist op het gebied van loonongelijkheden. Het meeste onderzoek dat werd uitgevoerd behandelt de werknemers van een onderneming en niet de managers. Loonongelijkheden kunnen verschillende gevolgen hebben voor de onderneming. De opvolgingstheorie kan managers motiveren, terwijl een hoge loonverspreiding vooral een negatieve invloed heeft op prestaties.

### *2.4 Compensatietrends*

Het beloningsdebat is al een lange tijd aanwezig. Veranderingen in de hoogte van cash beloning, de gevoeligheid van beloning voor prestaties en de samenstelling van het beloningspakket van een manager houdt men al decennia lang in het oog. Enkele interessante artikels beschreven de ontwikkelingen van managementbeloning.



In een artikel van Frydman en Saks (2008) wordt de ontwikkeling van managementbeloning beschreven over een lange periode. Hun dataset bestaat uit topmanagers van grote beursgenoteerde ondernemingen in de periode 1936-2005. Deze recente gegevens gaven de auteurs de mogelijkheid om op lange termijn topmanagementbeloning te evalueren. Zij onderscheiden verschillende fasen in deze periode die samen een J-gevormd patroon weergeven.

In de eerste vijftien jaren daalde de waarde van beloning. Sinds de jaren '50 worden aandelenopties steeds belangrijker als een deel van het beloningspakket. In de jaren '60 heeft het merendeel van topmanagers al ooit aandelenopties, als een beloning, in hun bezit gehad. Met de opkomst van deze aandelenopties, samen met het bezit van eigen vermogen van de onderneming door topmanagers, werd voor het eerst een bewijs van samenhang vastgesteld tussen het vermogen van topmanagers en ondernemingsprestaties. Hier ontstond het begrip loonprestatie sensitiviteit ("pay to performance") waarbij gekeken wordt naar de gevoeligheid van veranderingen in beloning bij veranderingen in prestaties. Vanaf het einde van de tweede wereldoorlog tot halweg de jaren '70 was er weinig beweging in managementbeloning, ook al groeiden ondernemingen in die periode aanzienlijk. In de jaren '80 en '90 steeg beloning van CEO's in grote beursgenoteerde ondernemingen dramatisch. In de jaren '80 nam managementbeloning zelfs toe in bijna dezelfde mate als ondernemingen groeiden. Als reactie hierop werd er veel onderzoek verricht naar de determinanten van topmanagementbeloning. Duidelijke verklaringen waren moeilijk te vinden door het gebrek aan betrouwbare data. De loonprestatie sensitiviteit was ongeveer dezelfde in de jaren '50 en '60, zo ook in de jaren '80. In de jaren '30, '40 en '70 was het wat lager. Na de jaren '80 nam deze sensitiviteit snel toe.

Hall en Liebman (1998) zochten naar trends in CEO compensatie in een veel kortere periode, namelijk van 1980 tot 1994. Zoals het artikel hierboven reeds aantoonde genoten CEO's in deze periode, zowel in absolute termen als relatief, van grote stijgingen in hun compensatie ten opzichte van andere hoogbetaalde groepen. Deze stijgingen hebben vooral als oorzaak de opkomst van aandelenopties als beloning voor het management. De mediaan van de waarde van aandelenholdings van CEO's bijvoorbeeld steeg van \$1,2 miljoen in 1980 tot \$4,4 miljoen in 1994. Door de gestegen interesse in aandelenopties als managementbeloning is het belang tussen loon en prestatie fors gestegen. De relatie tussen loon en prestatie is dan ook bijna volledig gedreven door de veranderingen in de waarde van aandelen en aandelenopties. Het resultaat dat CEO

beloning positief reageert op ondernemingsprestatie werd in dit onderzoek bewezen. Ook de sensitiviteit van de compensatie van de CEO ten opzichte van prestatie is gestegen. Hiermee wordt bedoeld dat compensatie sneller reageert op veranderingen in ondernemingsprestaties. De elasticiteit van CEO compensatie ten opzichte van de marktwaarde van de onderneming is meer dan verdrievoudigd in de periode 1980-1994. Stel dat de marktwaarde van een onderneming zou stijgen met 10% en CEO compensatie reageert hierop met een stijging van 3% in 1980, dan is de reactie van CEO compensatie op een stijging van 10% van de marktwaarde in 1994 een stijging van 9%. Als conclusie stellen Hall en Liebman dat de vermogens van CEO's sterk gerelateerd zijn aan de vermogens van de ondernemingen die zij leiden.

Gabaix en Landier (2008) zochten ook naar mogelijke verklaringen voor de enorme toenames van CEO beloning. Er worden drie economische argumenten gegeven voor de sterke stijgingen van CEO beloning vanaf 1980. Als eerste werden vanaf toen massaal beloningscontracten opgesteld met veel aandacht op de incentives. De stijgende concurrentie op de markt zorgde ervoor dat aandeelhouders extra zekerheden zochten voor het slagen in de steeds meer onzekere bedrijfswereld. Vooral de grotere ondernemingen zagen hun marktaandeel niet graag dalen, waardoor zij topmanagers aanspoorden met beloningen voor het behalen van goede prestaties. Het tweede argument dat wordt aangehaald is het feit dat grote ondernemingen sneller de mogelijkheid hebben om te belonen met aandelenopties. Raden van bestuur kunnen vaak de werkelijke kosten van deze beloningsmogelijkheid niet inschatten. Dit geeft mede de CEO meer macht om zijn eigen beloning te bepalen. En als laatste beargumenteren Gabaix en Landier dat de stijging in managementbeloning te maken heeft met de job van de CEO zelf. Technologische veranderingen, meer algemene vaardigheden en een strengere corporate governance zorgen voor een toegenomen kans dat een CEO ontslagen wordt, hiervoor wordt de CEO vergoed. In het algemeen spreken zij ook wel van een besmetting. Wanneer enkele ondernemingen beslissen om hun CEO veel meer te belonen, bijvoorbeeld door een zwakke governance structuur, dan zullen andere ondernemingen snel volgen door ook hun CEO meer te belonen. Deze reactie is veel sterker bij een stijging in beloning dan bij een daling in beloning. Het model dat zij opstellen voor CEO compensatie kan worden veralgemeend voor de beloning van het topmanagement.

Terwijl Hall en Liebman het stijgend belang van aandelenopties als een verklaring beschouwen, beweren Frydman en Saks dat dit belang reeds in de jaren '50 en '60 voor

een opstoot zorgden. Zij geven enkele andere mogelijke verklaringen voor de sterke toename in managementbeloning van de afgelopen decennia. Hoge niveaus van beloning zouden een resultaat kunnen zijn van het schaarse aanbod van managementtalent. Hierbij wordt mede een link geplaatst tussen beloning en ondernemingsgrootte, wat ook door Gabaix en Landier wordt vastgesteld. Grotere ondernemingen zoeken namelijk de beste topmanagers en zijn bereid hiervoor hoge sommen te betalen. Topmanagers worden ook meer gevraagd om algemene in plaats van specifieke managementvaardigheden te bezitten. Zij worden dan ook extra vergoed voor deze algemene kennis van de bedrijfswereld.

Na dit hoofdstuk kan worden vastgesteld dat er reeds veel over managementbeloning geschreven en beoordeeld is. Wetenschappers houden deze topic nauw in het oog en bestuderen elke evolutie en mogelijke gevolgen ervan. Problemen die optreden zoals het agency probleem tracht men op te lossen door gepaste richtlijnen voor te schrijven, dit in de vorm van een corporate governance code. Ook worden ondernemingen erop gewezen dat loonongelijkheden verrassende gevolgen kunnen hebben voor de werking in de onderneming. De evolutie van managementbeloning wordt nauw in het oog gehouden. Opvallend is de grote stijging in beloning sinds de jaren '70. Frydman en Saks (2008) leggen de nadruk op het jaar 1970. Vanaf toen begon ook de IT-revolutie en was de job van een CEO redelijk onzeker omdat ondernemingen niet zo goed presteerden. Voor een groot deel in de twintigste eeuw werd door compensatieregeling het vermogen van topmanagers verbonden aan de ondernemingsprestaties. Hierbij is vooral het belang van aandelenopties fors gestegen. Ook andere verklaringen worden gegeven, zoals de vereiste vaardigheden die topmanagers moeten bezitten in de hedendaagse bedrijfswereld.

## **Hoofdstuk 3 Determinanten van managementbeloning**

In dit hoofdstuk wordt dieper ingegaan op mogelijke determinanten van managementbeloning. Er wordt gekeken naar welke determinanten reeds onderzocht werden bij grote ondernemingen. Uit deze literatuur volgen de hypothesen die in het onderzoek bij KMO's zullen getest worden. Finkelstein en Hambrick (1996) kijken vanuit drie perspectieven naar managementbeloning voor het verklaren van mogelijke determinanten. Als eerste wordt gekeken naar economische verklaringen van managementbeloning. Twee theorieën staan hier centraal, namelijk de neoklassieke theorie en het managerialism. Vervolgens wordt kort ingegaan op sociale verklaringen van managementbeloning. Vanuit dit perspectief werd in het verleden weinig onderzoek verricht en het is ook weinig relevant bij het onderzoek van deze eindverhandeling wegens een beperking van data. Ten slotte worden nog enkele determinanten vanuit een politiek perspectief samengevat. Hier wordt gekeken naar het effect dat de macht van het management heeft op managementbeloning.

### *3.1 Economische verklaringen*

Het meeste onderzoek in verband met compensatie werd uitgevoerd vanuit het economisch perspectief. Gedurende vele jaren zijn onderzoekers geïnteresseerd in determinanten als omzet en winsten. De onderliggende theorieën kunnen beschreven worden vanuit zowel neoklassieke als managerial perspectieven. Hieronder wordt dieper ingegaan op elk perspectief en wordt gekeken naar mogelijke determinanten van managementbeloning die hieruit voortvloeien.

#### **3.1.1 Het neoklassieke perspectief**

Vanuit het neoklassieke perspectief gaat men uit van een sterke relatie tussen de rendabiliteit van een onderneming en managementbeloning. Aangezien een onderneming tracht winst te behalen door middel van de handelingen van het management en de beslissingen die zij neemt, zou winst een sterke invloed op beloning van het management moeten hebben. De agency theorie steunt deze relatie. Bijna al het onderzoek dat reeds werd uitgevoerd over de agency theorie beaamt de relatie tussen managementbeloning en ondernemingsprestaties.

Er is reeds enorm veel onderzoek verricht naar de relatie tussen de beloning van het management, vaak specifiek van de CEO, en prestaties, zowel individueel als op ondernemingsniveau. De bevindingen hieromtrent zijn zo verschillend dat het onmogelijk is om één enkele conclusie te trekken. Hieronder worden de resultaten van enkele onderzoeken weergegeven waaruit duidelijk een verschil in resultaten van de relatie tussen loon en prestatie blijkt.

Een grote bevinding in het onderzoek van Duffheus & Kabir (2008) bij Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen was dat de loonprestatie relatie niet positief was, zelfs na controles voor ondernemingsgrootte, schuldgraad, industrie en tijd. Zij stellen vast dat managers ook gemotiveerd worden door beloning dat niet gerelateerd wordt aan hun prestaties. Op deze manier wordt een vertrouwensband geschept en zullen managers op lange termijn in de onderneming aanwezig blijven. Tosi, Werner, Katz & Gomez-Mejia (2000) vonden dat minder dan 5% van een verschil in CEO beloningen verklaard werd door ondernemingsprestatie metingen. Ook Pukthuanthong et al.(2004) konden in hun onderzoek slechts een klein deel van compensatie van de CEO verklaren met de ondernemingsprestaties.

Meestal wordt de relatie toch gevonden door een indirect verband. Miller & Wiseman (2001) bijvoorbeeld veronderstellen dat een hoog CEO salaris een aura van macht en competentie creëert, wat indirect ondernemingsprestaties beïnvloedt. Ook Carpenter & Wade (2002) geloven dat loon een invloed heeft op managers' percepties van gelijkheid en eerlijkheid, dat dit hun gedrag motiveert en als een gevolg hiervan de ondernemingsprestaties positief beïnvloedt.

De invloed van ondernemingsprestaties op de beloning van het management wordt voornamelijk veroorzaakt door het variabel loon, dat gerelateerd wordt aan prestaties, in compensatiecontracten. De meest gebruikte doelstelling bij het opstellen van CEO compensatiecontracten is de winst van een onderneming. Dit kan problemen opleveren aangezien sommige ondernemingen naar vaste en houdbare winsten streven terwijl andere ondernemingen zwakke of zelfs negatieve winsten vertonen wanneer zij bijvoorbeeld streven naar groei. Uit een onderzoek concludeerden Ashley en Yang (2004) dat ondernemingen met stabiele winsten meer op cash compensatie vertrouwen voor het belonen van goede managersprestaties. Zij wijzen boekhoudkundige winst met meer gewicht toe aan compensatiecontracten dan ondernemingen met een lage standvastigheid van de winst. Wanneer de winst dus geen goede basis kan vormen in

remuneratiecontracten, worden wel eens de cashflows van de onderneming als alternatieve prestatimaatstaf gebruikt.

Veel onderzoek naar managementbeloning leunt aan bij de agency theorie. In het agency model is er een veronderstelling dat managers hoge loonprestatie sensitiviteiten zullen hebben om hun handelingen te laten overeenkomen met de belangen van de aandeelhouders. Of deze gevoeligheden hoog of laag liggen, hangt volgens Aggarwal en Samwick (1999) af van de mate van risico in de ondernemingsprestaties. Als eerste vonden zij een positieve loonprestatie sensitiviteit bij zowel de CEO als bij andere topmanagers. Verder toonden hun resultaten aan dat de gevoeligheid van topmanagers' salarissen voor ondernemingsprestaties daalden wanneer de variantie hiervan steeg. Meer specifiek onderzochten zij welke invloed de variantie van aandelenopbrengsten had op de loonprestatie sensitiviteit. Er werd geconcludeerd dat een hoge variantie in aandelenopbrengsten resulteerden in een lage loonprestatie sensitiviteit. Met andere woorden, wanneer de aandelenopbrengsten minder stabiel zijn, zal managementbeloning minder gevoelig zijn voor veranderingen in aandelenopbrengsten. Zij vonden een negatieve relatie tussen de variantie van ROE, volgens hen een indicatie van risico, en de loonprestatie sensitiviteit.

Cichello (2005) onderzocht deze relatie ook, maar vond dat ondernemingsgrootte hier een belangrijke rol speelde. Er wordt gesteld dat ondernemingen met meer veranderlijkheid in hun winst veel lagere loonprestatie sensitiviteiten hebben dan vergelijkbare ondernemingen met een lage veranderlijke winst en dat dit effect grotendeels afhankelijk is van de ondernemingsgrootte. Een voorbeeld kan dit verduidelijken. Voor een onderneming met een gemiddelde grootte en een gemiddelde variantie in de winst, zal een stijging van \$1000 in aandeelhouderswaarde resulteren in een stijging van \$16,33 in de beloning van de CEO. In een onderneming met middengrootte en een maximale variantie in de winst, zal een stijging van \$1.000 in aandeelhouderswaarde leiden tot een stijging van slechts \$ 11,42 in beloning. Wanneer ondernemingsgrootte constant wordt gehouden heeft een CEO in een middenveranderlijke onderneming een loonprestatie sensitiviteit 1,4 keer die van een CEO in een maximaal veranderlijke onderneming. Cichello wijst erop dat het belangrijk is de ondernemingsgrootte juist te controleren in een onderzoek wanneer metingen van loonprestatie sensitiviteiten worden gedaan.

Kraft en Niederprum (1999) vonden ook dergelijke resultaten. Zij tonen aan op basis van gegevens uit een steekproef van Duitse ondernemingen dat de gevoeligheid van topmanagementbeloning ten opzichte van winst daalt wanneer de variantie van de winst stijgt. De hypothese stelt dat stijgingen in de variantie van de winstgevendheid, meer specifiek de ROE, zal leiden tot een hoger aandeel van het vaste beloningsdeel in managementbeloning. Dit wil zeggen dat de beloning minder gevoelig zal zijn voor prestaties.

Vanuit een neoklassiek perspectief is de agency theorie van groot belang. Alles wordt eraan gedaan zodat de managers streven naar de doelen van de aandeelhouders. De raad van bestuur krijgt de taak om hiervoor te zorgen. We kunnen besluiten dat de ondernemingsprestaties belangrijke determinanten zijn van managementbeloning. Specifiek wordt vooral de winstgevendheid van de onderneming als prestatie maatstaf gebruikt in compensatieplannen. Immers kan dit een probleem zijn bij ondernemingen die geen stabiele winsten kunnen realiseren. Vaak gebruiken zij de cash flows die de onderneming genereert als alternatief om prestatie te meten. Ondernemingen met een onstabiele winstgevendheid blijken de beloning van het topmanagement namelijk minder snel te linken aan de ondernemingsprestaties. De volgende hypothesen resulteren uit dit deel:

Hypothese 1: Ondernemingsprestaties zijn positief gerelateerd aan de beloning van het management.

Hypothese 2: Hoe hoger de variantie van de winstgevendheid van de onderneming, hoe minder sterk de relatie tussen de beloning van het management en de ondernemingsprestaties.

### **3.1.2 Managerial perspectief**

Vanuit het managerial perspectief streven CEO's naar maximalisatie van de grootte van de onderneming en dit, volgens Finkelstein en Hambrick (1996), voor drie redenen. Als eerste is de grootte beter beheersbaar dan de winst van een onderneming. Ten tweede hebben grote ondernemingen de middelen om meer te betalen dan kleinere ondernemingen. Personeelskosten zijn immers een groot deel van de kosten voor kleinere ondernemingen. En als derde motief gaat een stijging van de ondernemingsgrootte gepaard met niet-geldelijke voordelen als meer macht en prestige voor de bedrijfsleiders. Men kan argumenteren dat managers die zorgen voor groei

beloond moeten worden hiervoor aangezien een grotere onderneming meer macht op de markt heeft en een betere toegang tot geldmiddelen. CEO's worden meer betaald voor het leiden van een grotere onderneming dus zij vergroten de onderneming voor een hogere beloning.

Een onderzoek door Tosi, Werner, Katz en Gomez-Mejia (2000) bevestigt de aanwezigheid van deze theorie in ondernemingen. Er wordt aangetoond dat *ondernemingsgrootte* een belangrijke determinant is van managementbeloning. Zij verklaart namelijk meer dan 40% van de variantie ervan terwijl ondernemingsprestaties slechts minder dan 5% verklaren. Hiermee wordt bedoeld dat de verschillen die bestaan tussen de beloningen van managers van verschillende ondernemingen voor 40% verklaard worden door het feit dat de onderneming die ze leiden groter is en voor 5% omdat de onderneming beter presteert. Ook Kraft en Nieperprüm (1999) tonen aan bij het onderzoeken van de impact van ondernemingsgrootte en winst op managementbeloning dat ondernemingsgrootte de dominante variabele is.

Gabaix en Landier (2008) veronderstellen dat de recente grote stijging in CEO beloning eerder een respons is op de stijging van de marktwaarde van ondernemingen dan een gevolg van agency problemen. Een model werd opgesteld, rekening houdend met de talenten van CEO's. De grootste ondernemingen zoeken de beste CEO's en betalen hen voor wat ze waard zijn voor de onderneming. Andere mogelijke verklaringen voor de relatie tussen ondernemingsgrootte en de beloning van het topmanagement vastgesteld door Gabaix en Landier werden reeds in het vorige hoofdstuk vernoemd bij de bespreking van compensatietrends.

Zoals reeds in de inleiding vermeld bewezen Delmotte et al. (2002) met hun onderzoek bij Vlaamse ondernemingen dat grote ondernemingen beter betalen. Bij ondernemingen met meer dan 500 werknemers worden de hogere functies gemiddeld 20 tot 30% beter betaald dan gelijkaardige functies in kleine ondernemingen. Er worden enkele verklaringen gegeven voor het positief effect van bedrijfsgrootte op het loon. Een eerste verklaring is de complexiteit van een onderneming. Hoe groter de onderneming, hoe complexer deze is. Dit vraagt om managers met specifieke en hoge capaciteiten die doorgaans duurder zijn. Wanneer deze mensen in de onderneming aanwezig zijn zullen zij ook hoger beloond worden om de capaciteiten en ervaring die zij bezitten te behouden in de onderneming. Dit eerste argument wordt ook gesteund door Chalmers, Koh en



Stapledon (2006) die ondernemingsgrootte als een significante voorspeller van managementbeloning vaststelden. Grotere ondernemingen vereisen meer kwaliteit in hun leiderschap en zijn dus bereid hiervoor de bijkomende kosten te betalen. Verder wordt geargumenteed dat grote ondernemingen meer belonen ter compensatie van voordelen die aanwezig zouden zijn in kleine ondernemingen. Vooral aspecten in verband met het werk zoals taakafwisseling en betrokkenheid scoren hoger bij kleine ondernemingen, maar ook het persoonlijk contact met de bedrijfsleider en de sfeer in de onderneming.

Baker en Hall (2004) stelden zich de vraag of de aansporingen van CEO's in kleine ondernemingen overeen komen met die van CEO's in grote ondernemingen. Meer specifiek wordt gekeken naar welke manager het meest is gemotiveerd; een manager in een grote onderneming die een klein deel ervan bezit maar wat heel veel waard is, of een manager in een kleine onderneming die een groot deel van de onderneming bezit maar wat in absolute termen minder waard is. Zij falen op het vinden van een significant verband tussen ondernemingsgrootte en de aansporingen van de CEO. Wel stellen zij vast dat de productiviteit van de CEO stijgt met ondernemingsgrootte en dat CEO's van grote ondernemingen gecompenseerd worden voor deze productiviteitsstijging. Een belangrijke conclusie uit dit onderzoek is dat er een sterk onderscheid moet gemaakt worden tussen loonsensitiviteiten ten opzichte van prestatie en ten opzichte van zogenaamde inspanningen. Er wordt namelijk een indirect verband gevonden tussen ondernemingsgrootte en beloning, dit via de productiviteit van de CEO.

De grootte van een onderneming doorloopt een hele evolutie. Elke onderneming start bij nul en zal in de loop der jaren groeien en ervaring opdoen. Zo kunnen we stellen dat de *leeftijd* van een onderneming ook een invloed heeft bij het bepalen van managementbeloning. Brown en Medoff (2003) veronderstelden dat oudere bedrijven meer zekerheid hebben dan jongere bedrijven en dat zij dus een meer stabiele werkgelegenheid bieden. Zij zouden ook betere secundaire arbeidsvoorwaarden toekennen en blijken meer in staat te zijn om hogere lonen te betalen. Toch nemen zij andere resultaten waar in hun onderzoek. Zij vinden een negatieve relatie tussen de leeftijd van de onderneming en de lonen die zij uitkeert, of zelfs een U-gevormde relatie. Volgens hen zijn er vele andere kenmerken van de werkomgeving die een effect hebben op deze relatie en waarmee men in toekomstig onderzoek rekening moet houden. Vandaar dat in dit onderzoek de leeftijd van een onderneming wordt opgenomen als een

controlevariabele. Er wordt op deze manier gecontroleerd voor het effect dat leeftijd uitoefent op beloning.

Wanneer de neoklassieke theorie vergeleken wordt met het managerialism stellen Hambrick en Finkelstein (1996) een belangrijk onderscheid vast. Het centrum van "corporate control" is verschillend bij de twee perspectieven. Wanneer de onderneming door het management wordt gecontroleerd, dit is wanneer er geen aandeelhouder is die een significant groot deel van de onderneming bezit, heeft de CEO de touwtjes in handen. De raad van bestuur heeft namelijk geen duidelijke sturing en motivatie van één aandeelhouder. Hart (1995) spreekt hier over het free-riderprobleem dat optreedt onder de vele aandeelhouders. De reden hiervoor is dat de controle een collectief goed is. Wanneer de controle door één aandeelhouder leidt tot betere ondernemingsprestaties, komt dit de andere aandeelhouders ook ten goede. Wanneer elke aandeelhouder hiervan wil profiteren zal er geen controle worden uitgeoefend. Dit is vanuit het managerial perspectief. Wanneer anderzijds de onderneming extern wordt gecontroleerd, dit is wanneer een aandeelhouder die niet in het management zit een significant deel in de onderneming bezit, is de controle in de onderneming een verantwoordelijkheid van de raad van bestuur. De macht van de CEO en het management wordt verder besproken bij de politieke verklaringen.

We kunnen concluderen dat vanuit een managerial perspectief managers meer geïnteresseerd zijn in de ondernemingsgrootte dan in de behaalde resultaten omdat dit leidt tot meer macht en beloning voor het management. De volgende hypothese volgt uit deze conclusie:

Hypothese 3: Hoe groter de onderneming, hoe hoger de beloning van het management.

### **3.1.3 Menselijk kapitaal**

Andere economische theorieën die volgens Finkelstein en Hambrick (1996) nuttig leken bij het verklaren van managementbeloning focussen op het menselijk kapitaal en het marginaal product van het management.

*Menselijk kapitaal* omvat het denkbeeld en achtergrond van een manager. Dit kan een belangrijke bron zijn voor het bepalen van beloning. Voorbeelden zijn ervaring die een manager reeds heeft opgedaan, opleiding en ambtstermijn. Onderzoek naar deze variabelen concluderen nochtans vaak dat het onwaarschijnlijk is dat zij zorgen voor

significante verschillen in beloning. Volgens een onderzoek door Pukthuanthong et al. (2004) hebben bepaalde eigenschappen van een CEO slechts een klein effect op compensatie. Zij zagen bij ondernemingen in de financiële sector vier mogelijke determinanten van managementcompensatie: ondernemingsprestatie, de vrijheid van de CEO, specifieke kenmerken van de CEO en eigendom en corporate governance in de onderneming. CEO variabelen, zoals ambtstermijn en aandelenbezit, hadden de minste kracht bij de verklaring van compensatie.

Carpenter en Wade (2002) vonden nochtans andere bevindingen in verband met de achtergrond en kenmerken van een individuele manager. Zij keken naar situaties waarin het menselijk kapitaal wel een invloed kon uitoefenen op de beloning van het management. Er wordt vastgesteld dat menselijk kapitaal de sterkste impact op loon zal hebben wanneer individuen zich in de posities bevinden waar men het potentieel heeft in het centrum te zitten waar strategische middelen worden beheerd. Met andere woorden hecht de onderneming meer belang aan die managers die een belangrijke rol kunnen spelen in de ondernemingsstrategie. Een voorbeeld hiervan is de beloning van de zogenaamde athletic directors aan private en vrije universiteiten in de Verenigde Staten. Zij organiseren de sportactiviteiten en plannen het werk van coaches en sportmedewerkers van hun instellingen. Athletic directors van vrije universiteiten worden meer betaald aangezien vrije universiteiten meer afhankelijk zijn van hen voor de som geld dat zij ontvangen van de overheid. In het onderzoek door Carpenter en Wade werden managementervaring, opleiding, functionele expertise en de ambtstermijn beschouwd als onderdelen van menselijk kapitaal. Dit onderzoek keek ook naar de impact van de CEO's achtergrond op cash beloning van het management. Managers die in gelijkaardige functies actief zijn dan de achtergrond van de CEO ontvingen, gemiddeld, een loonspremie van 3%. Dit positieve effect van functionele gelijkheid op cash compensatie zal groter zijn bij de managers op het niveau dat het dichtst staat bij het niveau van de CEO.

Het *marginaal product* van een manager is de waarde van de inbreng dat een manager levert aan de onderneming. Het lijkt waarschijnlijk dat de beloning van een manager afhangt van hoeveel een manager bijdraagt tot de onderneming. Men heeft nooit getracht het marginaal product van een manager direct te meten. Andere variabelen die managementbeloning bepalen, zoals ondernemingsgrootte en ondernemingsprestaties, kunnen wel eens indirect het marginaal product van het management voorstellen (Finkelstein & Hambrick, 1996). Zo concludeerden Gabaix en Landier (2008) dat het

marginaal product van een CEO, uitgedrukt in het marginale effect van het talent van een CEO, positief gerelateerd is aan de waarde van de onderneming die zij leiden. Een verrassing in dit onderzoek was de verspreiding van talent van de CEO's bij de top van de beste CEO's. Wanneer CEO's worden gerangschikt op basis van hun talent en nummer 250 wordt verwisseld met nummer 1, zou de waarde van de onderneming van nummer 250, dan geleid door de nummer 1, slechts met 0,016% stijgen. Dit kleine verschil toont aan dat de CEO's niet direct voor hun talent betaald worden, maar dat dit eerder wordt bepaald door bijvoorbeeld de ondernemingsgrootte.

Er zijn verschillende bevindingen omtrent de relatie tussen het menselijk kapitaal van een topmanager en zijn beloning. Meer onderzoek is hier vereist wat het opstellen van een hypothese bemoeilijkt. Ook het beperkt gegevensbestand in het praktijkgericht onderzoek laat niet toe om relaties tussen menselijk kapitaal en topmanagementbeloning te onderzoeken.

### *3.2 Sociale verklaringen*

Vanuit een sociaal perspectief wordt voornamelijk het vraagstuk van loonongelijkheden bekeken. Dit werd reeds in het vorige hoofdstuk behandeld. In vergelijking met de studies bij economische verklaringen is er op sociaal vlak zeer weinig onderzoek verricht. Finkelstein en Hambrick (1996) merken op dat loonongelijkheden, of meer specifiek het tegengaan van loonongelijkheden, afhankelijk is van de sector waarin de onderneming actief is.

Vaak wordt bij een onderzoek in verband met beloning een dataset van ondernemingen gebruikt die allen uit dezelfde *sector* komen. Dit hoogst waarschijnlijk om de verschillen in sectoren reeds te elimineren. Bijvoorbeeld Kraft en Niederprum (1999) onderzochten of de variantie van winst een invloed heeft op de relatie tussen loon en prestatie. Hun onderzoek liep bij ondernemingen uit de productiesector. Zo ook onderzochten Pukthuanthong et al. (2004) determinanten van managementbeloning enkel in ondernemingen uit de financiële sector. Ook werd er in verschillende onderzoeken gecontroleerd voor sector (Bruce et al., 2005; Gabaix & Landier, 2008).

In onderzoek keek men niet naar sector als een determinant van beloning, maar wel welke kenmerken van een sector hier een invloed op kunnen hebben. Zo onderzochten Siegel en Hambrick (2005) de invloed van technologische intensiviteit op loonongelijkheden. Technologische intensiviteit is een omgevingskarakteristiek die

refereert naar de graad van wetenschappelijke activiteit en onderzoekgebaseerde innovatie in een industrie. Dit kenmerk vereist een veelzijdige informatieverwerking en een goede samenwerking tussen topmanagers van een onderneming. Samenwerking vermindert wanneer er grote loonongelijkheden bestaan. Siegel en Hambrick concludeerden het volgende; hoe meer technologisch intensief de industrie, hoe meer nadelig het effect van loonongelijkheden op ondernemingsprestaties. Makri, Lane en Gomez-Mejia (2006) onderzochten ook de technologische intensiviteit. Zij stelden vast dat ondernemingen in een hoogtechnologische sector hun CEO sneller belonen naargelang de prestaties van de onderneming. Bonussen zullen meer en meer gerelateerd zijn aan financiële prestaties terwijl incentives van de CEO zullen samenhangen met twee zeer gewenste houdingen ten opzichte van innovatie. Deze zijn ten eerste de geëngageerdheid van de onderneming in onderzoek en ontwikkeling en ten tweede de impact van uitvinden van de onderneming op uitvindingen van andere ondernemingen. In zulke sectoren is het belangrijk om de concurrentie in het oog te houden en deze voor te zijn.

Er wordt verwacht dat de sector waarin een onderneming actief is een invloed heeft bij het bepalen van topmanagementbeloning. Om deze reden zal er in het praktijkgericht onderzoek worden gecontroleerd voor dit mogelijk effect.

### *3.3 Politieke verklaringen*

Macht speelt een centrale rol in strategische besluitvorming. Geen onderzoek is uitgevoerd voor een compleet model van de effecten van macht op compensatie, toch kan volgens Finkelstein en Hambrick (1996) gezegd worden dat beloning een indicator is van macht. Vanuit een politiek perspectief komen we terug bij de agency theorie waar de raad van bestuur verantwoordelijk is voor de maximalisatie van de waarde van de aandeelhouders, terwijl het management eerder naar eigen behoeften kijkt. Managementbeloning brengt deze verschillende belangen samen. Het conflict dat door deze verschillen ontstaat wordt vaak opgelost met politieke middelen. Een studie van Westphal en Zajac (1994) bewijst dat compensatieplannen wel eens hoog politiek beïnvloed kunnen zijn. Het feit dat een onderneming deze plannen opstelt, wil daarom niet zeggen dat ze zodanig worden toegepast. Zo vonden zij een positieve relatie tussen de macht van een CEO en het opstellen van lange termijn aansporingplannen, maar deze macht was negatief gerelateerd aan het effectief toepassen van zulke plannen. Ook wanneer de onderneming in de vorige jaren slecht presteerde werden deze

vooropgestelde aansporingplannen niet, of gelimiteerd, toegepast. Deze auteurs concluderen dat bij het onderzoeken van de relatie tussen beloning en prestatie eerder gekeken moet worden naar de werkelijke toepassing van compensatieplannen dan naar de opstelling ervan.

Wanneer compensatieplannen onder zulke politieke omstandigheden worden opgesteld, is de relatieve macht van managers over de raad van bestuur een belangrijke determinant van managementcompensatie. Relatieve macht is in onderzoek reeds op verschillende wijzen getest. Finkelstein en Hambrick (1996) geven een reeks van mogelijke variabelen die de macht van de CEO zou kunnen voorstellen. De ambtstermijn van een CEO, CEO dualiteit en aandeelhouderschap van de CEO in de onderneming zijn hier enkele van. Wanneer deze worden onderzocht kan er wel twijfel bestaan over de juistheid van metingen. CEO ambtstermijn bijvoorbeeld werd eerder ook al als indicator van menselijk kapitaal beschouwd.

Critici van CEO compensatie beweren dat de raad van bestuur geen rekening zal houden met de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde bij het opstellen van compensatieplannen. Dit omdat de CEO te veel macht heeft over de raad van bestuur. Daar de macht verdeeld moet worden tussen twee partijen in het agency conflict, zou kunnen aangenomen worden dat *CEO dualiteit* een duidelijke aanwijzing is van een onevenwicht in deze verdeling. CEO dualiteit is aanwezig in een onderneming waar de CEO ook de voorzitter van de raad van bestuur is. Dit geeft de CEO duidelijk een dubbele bevoegdheid, die van het management en die van de raad van bestuur. CEO dualiteit wordt om deze reden door Core, Holthausen en Larcker (1999) beschouwd als een aanduiding van een zwakke governance structuur in de onderneming. Algemeen concludeerden zij dat in ondernemingen met een zwakke governance structuur meer agency problemen aanwezig zijn. Dit heeft als resultaat dat die ondernemingen minder goed presteren, maar de CEO ervan wordt wel beter betaald. CEO dualiteit had een positieve relatie met de beloning van de CEO. Tuggle, Reutzel en Bierman (2008) onderzochten een van de belangrijkste taken van de raad van bestuur, het toezicht houden op en het controleren van het management. Zij stelden vast dat wanneer de CEO ook voorzitter van de raad van bestuur was, deze raad minder aandacht besteedde aan haar taak van toezicht en controle.

Ook het aantal bestuurders werd door Core et al. (1999) als een variabele voor een zwakke governance structuur opgenomen. Hoe meer bestuurders in de raad van bestuur,

hoe zwakker de governance structuur en bijgevolg hoe beter de CEO beloond werd. Deze laatste bevinding werd ook bevestigd door Chalmers et al. (2006) in hun research naar determinanten van CEO beloning.

In een onderzoek omtrent over- en onderbetaling van de CEO en zijn ondergeschikten van Wade et al. (2006) werd gekeken of de macht van de CEO hierop een invloed had. De macht van de CEO werd onder andere gemeten door CEO dualiteit. Er werd een positieve relatie gevonden tussen de macht van de CEO en de compensatie van de werknemers die onder de CEO werken. Reeds in het vorige hoofdstuk werd beschreven hoe Wade et al. concludeerden dat een overbetaalde CEO als gevolg kan hebben dat ook de andere werknemers in de onderneming meer betaald worden. In deze context kan dus worden gesteld dat wanneer de CEO ook de voorzitter van de raad van bestuur is, hij niet enkel zijn eigen beloning positief beïnvloedt, maar ook die van zijn ondergeschikten.

Finkelstein en D'Aveni (1994) aanschouwen CEO dualiteit als een leiderschapsstructuur met twee kanten. Aan de ene kant, volgens de agency theorie, is CEO dualiteit een zwakte in de onderneming aangezien de CEO de macht heeft over de raad van bestuur en zo eerder eigen belangen kan nastreven. Langs de andere kant, volgens de organisatietheorieën, zorgt CEO dualiteit voor eenheid in de leiding van een onderneming. De voordelen die hiermee gepaard gaan zijn onder andere snellere besluitvorming, duidelijke verantwoordelijkheden en minder conflictvorming onder topmanagers. Finkelstein en D'Aveni argumenteren dat raden van bestuur alert moeten zijn en rekening moeten houden met de omstandigheden van de onderneming wanneer zij wel of niet kiezen voor CEO dualiteit. Wanneer een CEO bijvoorbeeld veel informele macht heeft in een onderneming is de kans groter dat hij met deze macht eigen belangen zal nastreven in plaats van die van de onderneming. Informele macht van een CEO werd gemeten door onder andere de deskundigheid en ambtstermijn van de CEO. Wanneer dit het geval is, verkiest de onderneming geen CEO dualiteit.

Ook andere onderzoekers beschouwen CEO dualiteit niet direct als een zwak punt in een onderneming. Uit een recent onderzoek door Elsayed (2007) bleek namelijk dat de leiderschapsstructuur van de raad van bestuur geen eenduidige relatie had met de ondernemingsprestaties. Er wordt geconcludeerd dat er geen optimale leiderschapsstructuur voor de raad van bestuur bestaat, voor de ene onderneming kan CEO dualiteit ten goede komen terwijl dit nadelig kan zijn voor een andere onderneming. Bovendien vonden Conyon en Peck (1998) dat CEO dualiteit geen significante relatie

heeft met managementbeloning, ook al hadden zij een positieve relatie verwacht. En ook Pukthuanthong et al. (2004) vonden in hun onderzoek omtrent corporate governance en managementbeloning geen significant verband tussen CEO dualiteit en de beloning van topmanagers.

Toch raden de Belgische corporate governance codes deze leiderschapsstructuur af. De Belgische Corporate governance code (2009) voor beursgenoteerde ondernemingen vermeldt dat er duidelijk een onderscheid moet worden gemaakt tussen de verantwoordelijkheden van de CEO en de voorzitter van de raad van bestuur. Ook de code Buysse II (2009) beveelt voor niet-beursgenoteerde ondernemingen aan deze twee functies te onderscheiden. Wel voegen zij hieraan toe dat er bij deze regel rekening moet worden gehouden met de aard, de omvang en de groeifase van de onderneming.

He (2008) bestudeerde de impact op het ondernemingsgebeuren wanneer de CEO ook de oprichter van de onderneming was en kwam tot enkele interessante conclusies. De studie vergelijkt oprichter-CEO's met professionele CEO's in nieuwe beursgenoteerde ondernemingen in termen van managementbeloning, ondernemingsprestatie en governance structuur. Oprichter-CEO's hebben een grotere fractie in het eigen vermogen van hun onderneming en zijn reeds het langst aanwezig in de onderneming. Zij bezitten vaak unieke intrinsieke kenmerken onvergelykbaar met professionele managers. Eveneens stelt He vast dat een CEO die een familielid is, in grote familiegecontroleerde ondernemingen, lagere totale compensatie verdient dan een externe CEO. Anderson en Reeb (2003) constateren een verschil in compensatie van de CEO dat gebaseerd is op het eigen vermogen tussen familieondernemingen en niet-familieondernemingen. Een CEO in een familieonderneming verdient 10% van totale beloning minder in deze vorm van beloning.

Een onderzoek door Carrasco-Hernandez en Sánchez-Marin (2007) toont aan dat de eigendomsstructuur en de samenstelling van het management een belangrijk gegevens zijn. Deze bepalen namelijk het risico en de belangen van de eigenaars, de CEO en de werknemers, die een invloed hebben op de bepaling van het management. Ondernemingen die werden gecontroleerd en geleid door een familie beloonden hun werknemers significant minder dan een niet-familiebedrijf.

Beloningspraktijken werden door Delmotte et al. (2002) reeds bij KMO's onderzocht. Zij vonden een duidelijk verschil tussen *familiale* en niet-familiale KMO's. De meeste



beloningspraktijken worden meer gehanteerd door niet-familiale dan door familiale KMO's. Dit geldt in sterke mate voor een aandelenaanbod en een bonus. Ook beloningspraktijken als een individueel premiesysteem, een groepspremie en winstdeling toonden een significant effect. Geen significant verschil werd gevonden voor de traditionele beloningspraktijk, zoals een loonsverhoging op basis van anciënniteit. Bovendien gingen zij na of er verschillen aanwezig zijn bij het aanbieden van extra voordelen. De meeste voordelen worden meer door niet-familiale dan door familiale KMO's aangeboden. De meest significante verschillen werden gevonden bij de volgende voordelen: een bedrijfswagen, maaltijdcheques, een pensioenplan en een extra ziekteverzekering. Het familiaal karakter van de onderneming blijkt dus een belangrijke invloed te hebben op het toepassen van bepaalde beloningspraktijken en de kans dat men bepaalde voordelen aanbiedt.

Vanuit een politiek perspectief kan managementbeloning een aanwijzing zijn van de macht die een manager bezit. De agency theorie schrijft voor dat de raad van bestuur moet zorgen voor een balans tussen de belangen van de aandeelhouders en die van het management. Zij moet met andere woorden de agency problemen tussen deze twee partijen minimaliseren. Wanneer echter het management, door bijvoorbeeld CEO dualiteit, een relatieve macht bezit over de raad van bestuur kan dit evenwicht wel eens sterk verstoord worden. Meer agency problemen treden op wanneer er een zwakke governance structuur in de onderneming aanwezig is. Dit heeft als gevolg dat het management een invloed kan hebben op haar eigen beloning. De volgende hypothesen resulteren uit deze sectie:

Hypothese 4: Wanneer in een onderneming CEO dualiteit optreedt, is de beloning van het management hoger dan wanneer dit niet optreedt.

Hypothese 5: Hoe groter de raad van bestuur, hoe hoger de beloning van het management.

Hypothese 6: Wanneer de onderneming een familieonderneming is, is de beloning van het management lager dan wanneer dit niet het geval is.

## **Hoofdstuk 4 Praktijkgericht onderzoek**

In dit hoofdstuk worden de opgestelde hypothesen getest bij Belgische KMO's. Dit praktijkgericht onderzoek gebeurt in drie grote stappen. Als eerste moeten er gegevens verzameld worden. Deze gegevens geven een voorstelling van de Belgische KMO's en zijn afkomstig uit de dataset van de Bel-First. Als tweede stap worden alle variabelen die voorkomen in de hypothesen kort besproken. Er wordt gekeken naar hoe deze variabelen zich voordoen bij de onderzoekseenheden. Ook wordt in deze stap elke relatie tussen een variabele en topmanagementbeloning geanalyseerd. In de laatste stap wordt een regressiemodel opgesteld van alle determinanten van topmanagementbeloning. Eerst worden de uitkomsten van de regressiemodellen kort besproken, daarna worden deze resultaten vergeleken met de hypothesen en wordt er eventueel een verklaring gezocht ter discussie. Alle statistische gegevensverwerking wordt uitgevoerd met het softwareprogramma SPSS.

### *4.1 Data*

Voor het testen van de hypothesen kan beginnen, moeten de gepaste gegevens verzameld worden. Dit gebeurt met een gegevensverzameling uit de dataset van de Bel-First. De Bel-First bevat financiële informatie over alle ondernemingen met jaarrekeningen en wordt gepubliceerd door het Bureau van Dijk Electronic Publishing. In deze dataset wordt een selectie uitgevoerd voor de ondernemingen die voldoen aan de criteria van een middelgrote onderneming. Volgens de Vlaamse regering zijn deze criteria de volgende: het aantal werknemers (gemiddeld personeelsbestand) varieert tussen 50 en 250; het balanstotaal bedraagt minder dan 27 miljoen euro; en de jaaromzet overschrijdt de waarde van 40 miljoen euro niet. De Bel-First bevat alle ondernemingen uit België en Luxemburg. Uiteraard worden enkel Belgische ondernemingen betrokken in het onderzoek. Ook worden de ondernemingen met een verkort schema van de jaarrekening uit de selectie gehouden. In het volledig schema vinden we namelijk de omzet terug, wat nodig is voor het testen van de hypothesen. Verder werden nog enkele criteria ingevoerd om de efficiëntie van het gegevensbestand te maximaliseren. Enkel de niet-beursgenoteerde ondernemingen en de ondernemingen met de rechtsvorm van een naamloze vennootschap (NV) werden in de selectie gehouden. In een NV bestaat de leiderschapsstructuur uit ondermeer de raad van bestuur, dit is vereist voor de meting van enkele variabelen. Na deze selectie wordt een populatie van 1.626 KMO's behouden.

Aangezien niet alle ondernemingen in deze dataset de nodige informatie vrijgeven, worden enkel die ondernemingen onderzocht die dat wel doen. De vereiste gegevens zijn alle variabelen die in de hypothesen voorkomen. De gegevens werden allemaal uit het jaar 2007 genomen, tenzij anders vermeld. Een groep van slechts 234 KMO's blijft over, wat reeds aantoont dat KMO's zeer weinig informatie vrijgeven in hun jaarrekeningen.

Vervolgens wordt er ook gekeken naar outliers. Deze zijn onderzoekseenheden die voor een bepaalde variabele extreme waarden aannemen en kunnen zo een vertekend beeld geven in de groep. Deze worden om deze reden uit het gegevensbestand verwijderd. Per variabele wordt een boxplot opgevraagd in SPSS. Een boxplot is een grafische weergave van de verdeling van een variabele op grond van de mediaan en tevens de middelste 50% van de waarden. De lengte van de box is de interkwartielrange. Het softwareprogramma duidt de waarden aan met een sterretje die meer dan drie maal de interkwartielrange van de box verwijderd zijn (Baarda, de Goede & van Dijkum, 2007). De cases, oftewel de KMO's, die bij deze waarden horen worden uit de groep van onderzoekseenheden verwijderd. Uiteindelijk bestaat de groep onderzoekseenheden uit 178 Belgische KMO's.

## *4.2 Variabelen*

In dit deel worden de variabelen uit de hypothesen kort besproken. Er wordt met beschrijvende statistiek een beeld gegeven van elke variabele. Zo wordt duidelijk hoe die variabele voorkomt in de groep van onderzoekseenheden. Ook wordt gekeken naar de relatie tussen elke onafhankelijke variabele en de afhankelijke variabele. De resultaten hiervan worden samengevat in een correlatietabel.

### **4.2.1 Onafhankelijke variabelen**

In hoofdstuk 2 werd reeds opgesomd waaruit managementbeloning allemaal bestaat. In het praktijkgericht onderzoek worden enkel de geldelijke beloningen onderzocht. Meer specifiek zijn het basissalaris en de incentives, die verbonden zijn aan prestaties, het meest van belang. Aangezien de populatie bestaat uit KMO's en zij zeer weinig informatie vrijgeven in verband met beloningen, is het moeilijk om in hun jaarrekeningen een juiste maatstaf te vinden voor de beloning van het topmanagement.

In de toelichting van de jaarrekening bevindt zich de volgende post: Bezoldigingen ten laste van de resultatenrekening aan bestuurders en zaakvoerders. Deze post bevat niet

het bedrag dat overeenkomt met de beloning van het topmanagement, maar is hiermee wel verbonden. Het bedrag dat bij deze post staat zal in het onderzoek de totale geldelijke beloning van het topmanagement voorstellen. De bedragen worden weergegeven in duizenden euro's.

Wanneer er gekeken wordt naar de data van de 178 KMO's, verdient het minst beloonde topmanagement slechts 1.000 euro en het meest beloonde topmanagement 900.000 euro. Dit toont aan dat beloning een variabele is met een sterke spreiding. Haar standaardafwijking bedraagt dan ook 172.000 euro en gemiddeld verdient een topmanagement in een KMO 217.000 euro.

De variabele topmanagementbeloning hierboven geeft de totale beloning weer. In werkelijkheid omvat dit bezoldigingen voor de bestuurders en zaakvoerders van de onderneming. Dit kan een vertekend beeld geven wanneer de grootte van het topmanagement in verschillende ondernemingen sterk verschilt. Om deze reden worden er twee pogingen gedaan om de beloning per topmanager te voorspellen. In een tweede set van regressiemodellen wordt de totale beloning verdeeld over het aantal bestuurders van de onderneming (Beloning per topmanager  $\alpha$ ). En in een derde set wordt de totale beloning gedeeld door het aantal afgevaardigde bestuurders in de raad van bestuur (Beloning per topmanager  $\beta$ ). In tabel 1 worden de kengetallen van de drie onafhankelijke variabelen getoond.

**Tabel 1 Kengetallen Beloning**

Variabele	Min	Max	Mediaan	Gemiddelde	Standaardafwijking	N
Topmanagementbeloning (in duizend euro)	1,00	900,00	169,00	217,00	172,00	178
Beloning per topmanager $\alpha$ (in duizend euro)	0,25	156,25	31,27	38,43	29,59	178
Beloning per topmanager $\beta$ (in duizend euro)	1,00	577,00	99,33	128,90	108,29	160

## 4.2.2 Afhankelijke variabelen

### Ondernemingsprestaties

De ondernemingsprestaties worden gemeten door vier variabelen: de rendabiliteit, de liquiditeit, de solvabiliteit en de toegevoegde waarde van de onderneming. Deze variabelen werden ook gebruikt in een onderzoek door Faems et al. (2002), waarin wordt onderzocht of het investeren in human resource management wel rendeert in kleine organisaties. Zij hebben rekening gehouden met de omstandigheden van een KMO bij het bepalen van variabelen die ondernemingsprestaties weergeven. De rendabiliteit van een onderneming geeft weer hoe winstgevend zij is. De financiële capaciteiten om in minder goede tijden te overleven worden gemeten door de liquiditeit en de solvabiliteit. Deze ratio's geven ook weer of de onderneming een groeistrategie kan ondersteunen zonder beroep te moeten doen op externe kapitaalverschaffers. Volgens Faems et al. (2002) is het voor een KMO eerder belangrijk om de continuïteit van de onderneming te verzekeren, dan te groeien. Om deze reden staat vooral de financiële gezondheid van de onderneming centraal. De vierde meting van ondernemingsprestaties is de toegevoegde waarde. Deze geeft weer in welke mate de onderneming effectief en efficiënt is.

Hieronder volgen de specifieke ratio's die gebruikt werden voor het meten van de ondernemingsprestaties. Voor elke ratio wordt een definitie gegeven en de formule waarmee de ratio's worden berekend. Voor alle duidelijkheid wordt de formule ook gegeven met de posten uit de jaarrekening.

- De nettorendabiliteit van het eigen vermogen na belastingen:  
Deze ratio geeft de procentuele verhouding van het bedrijfsresultaat na belastingen ten opzichte van het eigen vermogen. Deze ratio van rendabiliteit is het meest interessant voor de aandeelhouders (Limère, 2004).  
$$[\text{Winst of verlies van het boekjaar na belastingen} / \text{Eigen vermogen}] * 100$$
$$[(9904) / (10/15)] * 100.$$
- De liquiditeit in enge zin:  
De liquiditeit van een onderneming is de mate waarin zij met haar beschikbare of snel roterende middelen aan haar kortetermijn schulden kan voldoen. De minimumnorm bedraagt hier 1, kortlopende schulden financieren uitsluitend roterende activa of slechts een gedeelte ervan. Liquiditeit in enge zin onderscheidt

zich van liquiditeit in ruime zin doordat voorraden en overlopende rekeningen niet worden opgenomen in de berekening. De reden hiervoor is dat in moeilijke tijden ondernemingen niet in staat zijn deze te realiseren(Limère, 2004).

$$[\text{Vorderingen} \leq 1\text{jaar} + \text{Geldbeleggingen} + \text{Liquide middelen}] / \text{Schulden} \leq 1\text{jaar}$$

$$[(40/41)+(50/53)+(54/58)] / (42/48).$$

- De zelffinancieringsgraad:

De solvabiliteit van een onderneming geeft de financiële draagkracht op langere termijn weer. De zelffinancieringsgraad geeft aan of er middelen zijn die kunnen worden ingezet voor de opbouw van een langetermijn buffer tegen bedrijfsrisico's (Faems et al., 2002).

$$[(\text{Reserves} + \text{Overgedragen winst of verlies}) / \text{Totaal vermogen}] * 100$$

$$[ [(13)+(14)] / (10/49) ] * 100.$$

- De bruto toegevoegde waarde per personeelslid:

Deze ratio geeft een belangrijk beeld over hoe een gemiddeld personeelslid bijdraagt tot de toegevoegde waarde van het bedrijf. Deze ratio is uitgedrukt in euro, hier in duizenden euro's, en is dus geen verhoudingsgetal zonder eenheden. Het is een goede indicator van de productiviteit(Limère, 2004).

$$[\text{Bedrijfsopbrengsten} - \text{Aankopen}] / \text{Gemiddeld personeelsbestand}$$

$$[(70/74)-(60)-(61)] / (90).$$

Om bondig de kengetallen van deze vier ratio's te bespreken worden ze hieronder samengevat in tabel 2.

**Tabel 2 Kengetallen van de ondernemingsprestaties, N=178**

Variabele	Minimum	Maximum	Mediaan	Gemiddelde	Standaardafwijking
Rendabiliteit	-39,77	57,61	9,44	11,67	15,29
Liquiditeit	0,16	3,59	1,01	1,16	0,69
Zelffinancieringsgraad	-71,50	85,20	23,15	25,30	23,88
Toegevoegde waarde (in duizend euro)	31	146	60	62	17

De rendabiliteit bij de KMO's is wijdverspreid. Sommigen maken groot verlies, anderen behalen hoge winsten ten opzichte van hun eigen vermogen. Gemiddeld is een KMO wel winstgevend. De gemiddelde liquiditeit bedraagt hoger dan 1. Dit houdt in dat een

gemiddelde KMO haar korte termijn schulden kan inlossen met haar liquide middelen, zonder hiervoor beroep te moeten doen op vreemd vermogen of reserves. De zelffinancieringsgraad is gemiddeld 25,30. Dit houdt in dat de gemiddelde KMO ongeveer één vierde van haar totaal vermogen kan gebruiken om een langetermijn buffer op te slaan tegen bedrijfsrisico's. De standaarddeviatie is wel groot waardoor blijkt dat deze variabele wijdverspreid is onder de KMO's. De laatste meting van ondernemingsprestaties meet de arbeidsproductiviteit van de KMO. Deze bedraagt gemiddeld 62,80.

### Ondernemingsgrootte

De grootte van een onderneming kan door verschillende variabelen gemeten worden. De twee meest voorkomende metingen van ondernemingsgrootte in onderzoek zijn het balanstotaal (Pukthuanthong et al., 2004) en de omzet (Boschen et al., 2003). Van deze twee variabelen worden de natuurlijke logaritmen berekend. Dit zorgt ervoor dat hun verdeling nauwer aansluit bij de normale verdeling. Hieronder worden de kengetallen van beide variabelen in tabel 3 opgenomen.

**Tabel 3 Kengetallen ondernemingsgrootte, N=178**

Variabele	Minimum	Maximum	Mediaan	Gemiddelde	Standaardafwijking
Balanstotaal (in duizend euro)	2306	26760	9910	11025	5076
LN(Balanstotaal)	7,74	10,19	9,20	9,20	0,48
Omzet (in duizend euro)	4310	39117	15417	17339	8750
LN(Omzet)	8,37	10,57	9,64	9,63	0,53

De gemiddelde KMO heeft een balanstotaal van meer dan 11 miljoen euro en haalt een omzet van ongeveer 17,5 miljoen euro. Uit de hoge waarden van de standaarddeviaties kan worden afgeleid dat het gegevensbestand bestaat uit KMO's van verschillende groottes.

### **CEO dualiteit**

CEO dualiteit is een leiderschapsstructuur waarbij de CEO ook de plaats inneemt van de voorzitter van de raad van bestuur. Finkelstein en D'Aveni(1994) bekijken deze leiderschapsstructuur langs twee kanten. Volgens de agency theorie zijn het management en de aandeelhouders twee tegenstrijdige groepen in een onderneming. De raad van bestuur moet er voor zorgen dat het management de belangen van de aandeelhouders nastreeft. Vandaar dat langs deze kant CEO dualiteit als een zwakte in de onderneming wordt beschouwd. Langs de andere kant, volgens organisatietheorieën, staat CEO dualiteit voor eenheid in leiderschap en zorgt dit voor minder conflictvorming in het topmanagement. Voor deze variabele werd een dummyvariabele ingevoerd. Deze bedraagt "1" wanneer er CEO dualiteit in de onderneming van toepassing was en kreeg de waarde "0" wanneer dit niet van toepassing was.

Van de 178 KMO's zijn er 125 KMO's waarbij de voorzitter van de raad van bestuur een afgevaardigd bestuurder is. Dit houdt in dat deze bestuurder ook lid is van het topmanagement. CEO dualiteit komt dus voor in 70,2% van de gevallen.

### **Aantal bestuurders**

De grootte van de raad van bestuur wordt uiteraard gemeten door het aantal bestuurders. Zowel natuurlijke als rechtspersonen werden hiertoe gerekend. Gemiddeld bestaat een raad van bestuur van een KMO uit 6 bestuurders. Meer dan 80% van de KMO's heeft een raad van bestuur bestaande uit 3 tot 8 bestuurders. In de groep van onderzoekseenheden bestaat de raad van bestuur uit minstens 2 en maximaal uit 19 bestuurders.

Deze onafhankelijke variabele wordt enkel in de regressie opgenomen bij de totale beloning van het topmanagement als afhankelijke variabele. Bij de twee metingen voor beloning per topmanager wordt deze variabele reeds, geheel of gedeeltelijk, gebruikt waardoor het een fout beeld zou geven deze nogmaals in de regressie op te nemen.

### **Familieonderneming**

Er bestaan meerdere definities voor een familieonderneming. Chua, Chrisman en Sharma (1999) trachtten in hun onderzoek het familiebedrijf te definiëren naargelang hun gedrag. Zij gaven de volgende theoretische definitie die een familiebedrijf onderscheidt van andere ondernemingen:



*The family business is a business governed and/or managed with the intention to shape and pursue the vision of the business held by a dominant coalition controlled by members of the same family or a small number of families in a manner that is potentially sustainable across generations of the family or families. (p.25)*

Aangezien er met een beperkt gegevensbestand wordt gewerkt wordt een familieonderneming hier, ex ante, geïdentificeerd met de volgende vier criteria:

- De naam van één van de bestuurders maakt deel uit van de naam van de onderneming;
- De onderneming bestaat uit meer dan één bestuurder en minimum twee van hen hebben dezelfde familienaam;
- Eén van de bestuurders woont op hetzelfde adres als het adres van de onderneming;
- Minimum twee van de bestuurders van de onderneming hebben niet dezelfde achternaam maar leven wel op hetzelfde privé adres.

Wanneer een onderneming in de dataset aan minstens één criteria voldoet, wordt zij geïdentificeerd als een familieonderneming. Deze criteria werden vooreerst toegepast in de database van Vicindo DataMarketing, algemeen erkend als de meest betrouwbare business-to-business database van België.(Steijvers, 2006)

De variabele familieonderneming wordt voorgesteld met een dummy variabele. Deze krijgt de waarde "1" wanneer een onderneming geïdentificeerd wordt als een familieonderneming en de waarde "0" wanneer dit niet het geval is. 64% van de onderzoekseenheden wordt geïdentificeerd als een familieonderneming, dit zijn 114 KMO's.

### **Controlevariabelen**

Voor twee variabelen wordt er bij de analyses gecontroleerd. Er wordt verwacht dat deze variabelen, namelijk leeftijd en sector, een invloed hebben op de relaties tussen de onafhankelijke variabelen en topmanagementbeloning.

De *leeftijd* wordt gemeten door het verschil te nemen tussen het jaar waarin de onderneming werd opgericht en het jaar 2007. De gemiddelde leeftijd van een KMO is 31 jaar. De jongste onderneming bestaat reeds 4 jaar, de oudste 85 jaar.

Voor de variabele *sector* wordt de groep KMO's opgesplitst in twee groepen, de secundaire sector en de tertiaire sector. Door middel van de NACE-BEL codes kunnen de ondernemingen worden onderverdeeld in deze twee groepen. De secundaire sector bestaat uit de volgende drie secties:

- Industrie;
- Distributie van water; afval- en afvalwaterbeheer en sanering; en
- Bouwnijverheid.

De tertiaire sector omvat de volgende secties:

- Groot- en detailhandel; reparatie van auto's en motorfietsen;
- Vervoer en opslag;
- Verschaffen van accommodatie en maaltijden;
- Informatie en communicatie;
- Financiële activiteiten en verzekeringen;
- Exploitatie van en handel in onroerend goed;
- Vrije beroepen en wetenschappelijke en technische activiteiten;
- Administratieve en ondersteunende diensten; en
- Overige diensten.

In de analyses wordt de variabele sector opgenomen met een dummyvariabele die de waarde "0" aanneemt wanneer de onderneming actief is in de secundaire sector en de waarde "1" voor de tertiaire sector. In de groep onderzoekseenheden worden er 100 KMO's geïdentificeerd als ondernemingen uit de secundaire sector en 78 ondernemingen uit de tertiaire sector.

### **Interactievariabele**

In hypothese 2 wordt verondersteld dat *de variabiliteit van de winstgevendheid* van een onderneming een negatieve invloed heeft op de relatie tussen ondernemingsprestaties, de rendabiliteit in het bijzonder, en de beloning van het topmanagement. De variabiliteit van zowel het bedrijfsresultaat van het boekjaar als de variabiliteit van ROE worden onderzocht als interactievariabele bij de regressieanalyses. Beide gevallen werden reeds onderzocht, zo blijkt uit de literatuur. Aangezien er in de literatuur meer aandacht wordt besteed aan de variabiliteit van het bedrijfsresultaat wordt verwacht dat deze variabele het meest effect heeft op de relatie. De variabiliteit wordt in beide gevallen gemeten door

de standaardafwijking te nemen van het bedrijfsresultaat of ROE van een periode van vijf jaar, namelijk van 2003 tot en met 2007.

### 4.2.3 Correlaties

Alvorens de hypothesen te testen met een regressiemodel, wordt gekeken of er tussen de onafhankelijke variabelen en de afhankelijke variabelen een enkelvoudig verband bestaat. De correlatiecoëfficiënt geeft in één getal aan hoe sterk twee variabelen bij elkaar horen. Deze correlatiecoëfficiënten zijn wel symmetrische maten, dus er is echter geen sprake van een afhankelijke relatie. Dit wil zeggen dat de correlatie enkel iets zegt over een samenhang, niets over een richting van samenhang. Correlatiecoëfficiënten variëren tussen -1 en 1. Bij een waarde van 0 kan gesproken worden van onafhankelijkheid tussen de twee variabelen. De coëfficiënten voor zowel de onafhankelijke variabele topmanagementbeloning als voor beloning per topmanager worden getoond in tabel 4. Onder de correlatiecoëfficiënt wordt de significantie van het verband tussen haakjes vermeld. Er wordt steeds gecontroleerd voor de variabelen leeftijd en sector.

**Tabel 4 Correlatietabel**

Variabele	Gemiddelde	Standaard- afwijking	Correlaties		
			(1)	(2)	(3)
Topmanagementbeloning (1); N=178	217,38	171,62			
Beloning per topmanager $\alpha$ (2); N=178	38,43	29,59			
Beloning per topmanager $\beta$ (3); N=160	128,90	108,29			
Nettorendabiliteit	11,67	15,29	0,285***	0,160**	0,132*
Liquiditeit	1,16	0,69	-0,037	-0,030	-0,018
Zelffinancieringsgraad	25,30	23,88	0,033	0,085	0,006
Toegevoegde waarde	62,43	17,43	0,168**	0,082	0,121
LN(Omzet)	9,63	0,53	0,182**	0,150**	0,162**
LN(Balanstotaal)	9,20	0,48	0,143*	0,034	0,165**
CEO dualiteit	0,70	0,46	-0,123	0,043	-0,027
Bestuurders	6,26	3,21	0,278***		
Familieonderneming	0,64	0,48	-0,116	-0,021	-0,050

Significantieniveau: 0,10(\*); 0,05(\*\*) en 0,01(\*\*\*)

In het algemeen zijn de meeste variabelen het sterkst gecorreleerd met de totale beloning van het topmanagement. Slechts voor de zelffinancieringsgraad en het natuurlijk logaritme van balanstotaal is dit niet het geval. De nettorendabiliteit van een onderneming is niet enkel het meest gecorreleerd voor de ondernemingsprestaties, maar ook voor alle andere variabelen. Zowel met de topmanagementbeloning als met de beloning per topmanager is deze ratio sterk gecorreleerd.

De waarden onder de correlatiecoëfficiënten zijn de significantiewaarden. Deze geven de kans weer dat er geen verband is tussen twee variabelen. De significantiewaarden van de correlatiecoëfficiënten zijn meestal beter voor topmanagementbeloning dan voor de twee metingen van beloning per topmanager. Wanneer we een significantieniveau van minstens 0,10 vooropstellen, blijken enkel de nettorendabiliteit, de natuurlijke logaritme van de omzet en het aantal bestuurders met beloning gecorreleerd te zijn.

Opmerkelijk zijn de verbanden die een tegengesteld teken vertonen dan verwacht. Zo geven de resultaten weer dat de liquiditeit negatief gecorreleerd is met beloning. Dit wil zeggen dat een lagere liquiditeit gepaard gaat met een hogere beloning. Ook de correlatiecoëfficiënten van CEO dualiteit met zowel topmanagementbeloning als beloning per topmanager  $\beta$  hebben niet het teken dat werd verwacht. De resultaten zeggen dat CEO dualiteit samengaat met een lagere beloning voor het topmanagement. Voor de beloning per topmanager  $\alpha$  is de correlatie wel positief. Een mogelijke verklaring kan zijn dat enkel de CEO hoger betaald wordt wanneer deze ook voorzitter is van de raad van bestuur. De andere topmanagers worden gelijk of zelfs minder beloond. Davidson, Jiraporn, Kim en Nemeč (2004) onderzochten het effect van de opkomst van CEO dualiteit op earnings management. Earnings management is het toepassen van een methode van boekhouden waarbij de inkomsten worden erkend wanneer ze zijn behaald en uitgaven wanneer zij oplopen, ongeacht de werkelijke betalingen. Deze methode, ook wel accrual accounting, geeft managers de vrijheid bij het bepalen van de gerapporteerde winst. Volgens hun onderzoek komt earnings management meer voor wanneer een nieuwe CEO ook de voorzitter van de raad van bestuur is. In de eerste plaats wil deze nieuwe CEO veranderingen inbrengen in de onderneming die leiden tot betere uitkomsten, waardoor de neiging groter is deze ook te willen tonen. Bovendien zijn de gerapporteerde resultaten vaak gerelateerd aan de beloning van de CEO. Dit geeft een tweede reden voor het optimaliseren van deze resultaten. Wanneer de CEO

niet de voorzitter van de raad van bestuur is, zal accrual accounting minder worden toegepast tenzij de twee leiders van de onderneming samenwerken natuurlijk. Dit onderzoek verklaart het positieve verband tussen CEO dualiteit en beloning per topmanager  $\alpha$ .

Een tweede verklaring voor het verschil in teken van de correlatiecoëfficiënten tussen CEO dualiteit en beloning is de relatie tussen CEO dualiteit en het aantal bestuurders. De correlatie tussen deze twee laatste variabelen is sterk negatief en significant. Een onderneming waar CEO dualiteit van toepassing is heeft dus een kleinere raad van bestuur. Dit kan verklaren waarom de gemiddelde beloning per topmanager hoger ligt bij CEO dualiteit, maar de totale beloning van het topmanagement hoger is bij ondernemingen waar geen CEO dualiteit aanwezig is. De beloning per topmanager  $\alpha$  wordt namelijk berekend door de totale beloning te delen door het aantal bestuurders.

Wat betreft de ondernemingsgrootte zouden we met de correlaties kunnen zien welke meting het meest geschikt is voor in de regressiemodellen. Topmanagementbeloning en de beloning per topmanager  $\alpha$  zijn het sterkst gecorreleerd met de natuurlijke logaritme van de omzet. Daarom wordt deze meting als ondernemingsgrootte opgenomen in die regressiemodellen waar topmanagementbeloning en de beloning per topmanager  $\alpha$  de afhankelijke variabele zijn. De beloning per topmanager  $\beta$  is zowel met de natuurlijke logaritme van omzet als balanstotaal sterk gecorreleerd. Voor het regressiemodel van deze afhankelijke variabele wordt voor ondernemingsgrootte de meting genomen die het meest significant gecorreleerd is, dit is de natuurlijke logaritme van het balanstotaal.

### 4.3 Regressieanalyse

#### 4.3.1 Assumpties

Bij het uitvoeren van een meervoudige regressie moet er worden rekening gehouden met de volgende assumpties: normaliteit en onafhankelijkheid. Deze zijn modelassumpties en handelen over de residuen van het regressiemodel. Residuen zijn de niet-verklaarde delen in het regressiemodel en zijn belangrijk bij het inschatten van hoe gepast het regressiemodel is. Verder wordt er gekeken naar het probleem van multicollineariteit.

Als eerste bespreken we de *normaliteitsvereiste*. Deze stelt dat voor elke waarde van een variabele de waarden van de errortermen normaal verdeeld moeten zijn. Een te scheve verdeling van deze waarden kan immers leiden tot onjuiste significantietoetsen. Om dit

te testen wordt een normaliteitstoets uitgevoerd, de *Shapiro-Wilk W test*. Deze test geeft aan of de nulhypothese van normaliteit bij de residuen moet verworpen worden. Voor elk regressiemodel dat werd uitgevoerd was de Shapiro-Wilk toets significant, dit houdt in dat de residuen niet als normaal verdeeld mogen beschouwd worden. Echter is dit geen garantie, de Shapiro-Wilk W test levert enkel bewijs voor bepaalde vormen van niet-normaliteit (Garson, 2009).

De *onafhankelijkheidsassumptie* in regressie stelt dat de residuen van verschillende cases, in dit geval ondernemingen, niet met elkaar gecorreleerd mogen zijn. De meest gebruikte test hiervoor is de *Durbin-Watson test*. Een teststatistiek  $d$  geeft aan of er sprake is van een schending van de onafhankelijkheidsassumptie. De waarde van  $d$  varieert tussen 0 en 4. Wanneer  $d$  gelijk is aan twee kan er worden geconcludeerd dat de residuen niet gecorreleerd zijn met elkaar. Een vuistregel voor de waarde van  $d$  zegt dat deze tussen 1,5 en 2,5 ligt (Garson, 2009). Voor elk regressiemodel dat werd uitgevoerd is dit het geval, waardoor aan de onafhankelijkheidsassumptie is voldaan.

Ook wordt er vanuit gegaan dat het verband tussen de onafhankelijke variabele en de afhankelijke variabelen een lineair verband is. Wanneer uit de resultaten blijkt dat deze assumptie niet van toepassing is, wordt eventueel gezocht naar niet-lineaire verbanden.

Verder wordt er gekeken naar het probleem van *multicollineariteit*. Dit probleem treedt op wanneer onafhankelijke variabelen onderling sterk met elkaar correleren. Wanneer de ene onafhankelijke met een lineaire vergelijking perfect kan transformeren in een andere onafhankelijke variabele dan spreekt men over perfecte multicollineariteit. Perfecte multicollineariteit maakt een regressie-oplossing onmogelijk, hoge multicollineariteit maakt een regressiemodel instabiel. Twee algemeen aanvaarde statistische toetsen, de Tolerance en de Variance Inflation Factor (VIF), kunnen die multicollineariteit vaststellen. De Tolerance van een onafhankelijke variabele ligt tussen 0 en 1 waarbij lage waarden wijzen op een sterke aanwezigheid van multicollineariteit. Een vuistregel van 0,10 wordt toegepast: wanneer de tolerance lager is dan 0,10 dan betekent dat dat de andere onafhankelijke variabelen meer dan 90% van de variantie in die ene onafhankelijke verklaren. De VIF is een verwante maat en ligt tussen 1 en  $+\infty$ . Als vuistregel wordt aangenomen dat de waarden die groter zijn dan 10 wijzen op een hoge multicollineariteit (Mortelmans & Dehertogh, 2007). In elk regressiemodel werd bij de onafhankelijke variabelen gekeken naar deze statistische toetsen. De Tolerance-waarden lagen in geen enkel geval onder 0,10, en ook de VIF-waarden overschreden de vuistregel van 10 nooit.

Er is dus geen sprake van multicollineariteit bij de onafhankelijke variabelen in het onderzoek.

### 4.3.2 Resultaten

In de tabellen hieronder worden de resultaten getoond van de regressieanalyses. Voor elk van de drie afhankelijke variabelen, topmanagementbeloning, de beloning per topmanager  $\alpha$  en  $\beta$ , worden vijf regressiemodellen geschat. Per model wordt er bij de variabelen die werden opgenomen in het model de regressiecoëfficiënt getoond met daaronder de t-waarde van deze coëfficiënt. Wanneer de absolute waarde van de t-waarde hoger is dan 1, is er een richting van significantie. Meer interessant zijn de coëfficiënten die significant zijn voor 90%, 95% of zelfs 99%. Deze significanties worden in de tabellen aangeduid.

Ook worden twee toetsen getoond per model die aangeven hoe goed het model is.  $R^2$  geeft weer of de kennis van de onafhankelijke variabelen helpt om de totale variantie te verklaren. Dit getal is een percentage dat dus de verklaringskracht van het model uitdrukt. De Adjusted  $R^2$  is een correctie van de normale  $R^2$  naar steekproefgrootte en aantal variabelen. Niet het aantal onderzochte ondernemingen verschilt sterk onder de verschillende modellen, maar wel het aantal variabelen. Daarom wordt gekeken naar de Adjusted  $R^2$ . De Adjusted  $R^2$  is een betere inschatting van de verklaringskracht wanneer er meerdere onafhankelijke variabelen in het model zijn. Bovendien wordt de significantie van de  $R^2$ -waarde ook getoetst met behulp van de klassieke F-toets. Er wordt dan gekeken naar de significantie van de F-waarde (Mortelmans & Degertogh, 2007).

In *tabel 5* worden de resultaten getoond van de regressiemodellen met de topmanagementbeloning als afhankelijke variabele. De relatie tussen de ondernemingsprestaties en de beloning van het topmanagement staat centraal in deze eindverhandeling. Daarom worden in het eerste model enkel de variabelen opgenomen die de ondernemingsprestaties meten. Enkel de nettorendabiliteit oefent een significant effect uit op topmanagementbeloning. In statistische termen wil dit zeggen dat de nulhypothese, die zegt dat de regressiecoëfficiënt gelijk is aan 0, kan verworpen worden. Voor de andere metingen van ondernemingsprestaties kan deze nulhypothese niet verworpen worden, ook al is er bij de variabelen liquiditeit en toegevoegde waarde wel een richting van significantie. Opvallend is de negatieve invloed van de liquiditeit op topmanagementbeloning. Dit wil zeggen dat bij een stijgende waarde van liquiditeit, de

beloning lager zal uitvallen. De regressiecoëfficiënten zijn moeilijk te interpreteren aangezien de meeste variabelen ratio's zijn. De coëfficiënt van de toegevoegde waarde bijvoorbeeld kan als volgt geïnterpreteerd worden: bij elke stijging in toegevoegde waarde per personeelslid van 1.000 euro, zal de beloning van het topmanagement met 1.177 euro toenemen. De constante geeft de beloning weer wanneer alle onafhankelijke variabelen de waarde 0 hebben. Wanneer deze constante een negatieve waarde heeft, kan de constante moeilijk geïnterpreteerd worden, aangezien een negatieve beloning onrealistisch is.

In het tweede en derde model wordt een moderatorvariabele toegevoegd. In model 2 wordt de variabiliteit van ROE en in model 3 de variabiliteit van het bedrijfsresultaat als moderatorvariabele gebruikt om naar het verband tussen rendabiliteit en beloning te kijken. De waarden van de adjusted R<sup>2</sup> dalen voor beide modellen ten opzichte van model 1. Deze waarden zijn wel significant tot op de 0,05-grens. Er is dus een significante daling van de verklaringskracht van model 1 naar zowel model 2 als naar model 3. Aangezien de significantiewaarde van de interactievariabele variabiliteit van het bedrijfsresultaat het hoogst is en bij model 3 ook de hoogste waarde voor de adjusted R<sup>2</sup> wordt weergegeven, wordt deze variabele ook bij model 5 toegevoegd.

Model 4 wordt bekomen door bij model 1 ook de determinanten op te nemen die voorkomen in de hypothesen 3, 4, 5 en 6. Deze zijn de volgende variabelen: de ondernemingsgrootte, het aantal bestuurders en de twee dummyvariabelen voor CEO dualiteit en familieonderneming. De ondernemingsgrootte wordt in de modellen met topmanagementbeloning als onafhankelijke variabele gemeten door de natuurlijke logaritme van de omzet. Uit tabel 3 blijkt namelijk dat deze meting van ondernemingsgrootte meer gecorreleerd is met topmanagementbeloning dan de natuurlijke logaritme van het balanstotaal. Dit argument wordt ook toegepast in de modellen voor de andere twee afhankelijke variabelen. De nettorendabiliteit en de grootte van de raad van bestuur hebben een significant positief effect op de beloning van het topmanagement. De t-waarden van de variabelen liquiditeit, ondernemingsgrootte en familieonderneming zijn hoog genoeg om een richting van significantie te vermoeden. De significantiewaarde van de F-toets geeft aan dat dit een goed model is daar zij significant is tot op de grens 0,001.

In model 5 wordt nogmaals het effect van de moderatorvariabele getest. Er wordt gekeken of de variabiliteit van het bedrijfsresultaat een invloed heeft op de relatie tussen



de rendabiliteit en topmanagementbeloning in model 4. Ook hier is dit effect niet significant. Er wordt zelfs geschat dat deze variabele helemaal niet voor een interactie-effect zorgt aangezien de regressiecoëfficiënt 0 bedraagt. Het regressiemodel is wel significant, maar ten opzichte van model 4 is er geen verbetering voor de verklaring van de variantie van topmanagementbeloning.

Voor de afhankelijke variabele topmanagementbeloning is model 4 het meest significant. Dit model verklaart 13,2% van de totale variantie.

**Tabel 5 Regressiemodellen voor topmanagementbeloning, N=178**

Variabele	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Nettorendabiliteit	3,004	2,870	3,664	2,763	2,746
	3,378***	1,744*	2,663***	3,190***	2,014**
Liquiditeit	-29,369	-29,277	-32,052	-31,740	-28,946
	-1,293	-1,282	-1,377	-1,397	-1,240
Zelffinancieringsgraad	-0,035	-0,084	0,076	0,390	0,335
	-0,052	-0,120	0,109	0,586	0,493
Toegevoegde waarde	1,177	1,194	1,174	0,274	0,369
	1,386	1,388	1,309	0,314	0,408
Variabiliteit ROE		-0,584 -0,291			
INT Rendab&VarROE		0,009 0,110			
Variabiliteit RSLT			0,032 0,612		-0,029 -0,532
INT Rendab&VarRSLT			-0,002 -0,590		0,000 -0,057
LN(Omzet)				37,166 1,536	41,701 1,636
				-16,786 -0,598	-16,814 -0,595
Bestuurders				11,651 2,884***	11,672 2,842***
				-37,966 -1,416	-42,288 -1,504
Leeftijd	0,842	0,791	0,819	1,085	1,088
	1,004	0,916	0,968	1,310	1,302
Sector	-12,633	-12,344	-13,890	-8,816	-10,245
	-0,476	-0,461	-0,513	-0,343	-0,391
Constante	123,120	130,977	112,927	-229,646	-268,266
	2,047**	1,983**	1,809*	-0,992	-1,108
Adjusted R <sup>2</sup>	0,069	0,058	0,061	0,132	0,123
F	3,179	2,368	2,431	3,686	3,070
Significantie	0,006***	0,019**	0,016**	0,000***	0,001***

Significantieniveau: 0,10(\*); 0,05(\*\*) en 0,01(\*\*\*)

In de tabellen 6 en 7 worden de resultaten getoond van de regressiemodellen met respectievelijk de beloning per topmanager  $\alpha$  en  $\beta$  als afhankelijke variabele. Beide afhankelijke variabelen stellen de beloning per topmanager voor, maar worden verschillend gemeten. De modellen werden opgesteld zoals in tabel 5. In model 6, te vergelijken met model 1, worden enkel de ondernemingsprestaties opgenomen. In de modellen 7 en 8 wordt gekeken of de twee variabeliteiten van winstgevendheid een invloed hebben op de relatie tussen rendabiliteit en beloning. Model 9 neemt de overige determinanten op en model 10 test het vorige model voor de meest significante interactievariabele. Zo ook worden de modellen 11 tot en met 15 opgesteld.

Slechts enkele onafhankelijke variabelen zijn in de modellen 6 tot en met 10, zoals te zien in *tabel 6*, significant. Wel is er een richting van significantie voor de variabelen nettorendabiliteit, liquiditeit, zelffinancieringsgraad, de interactievariabele variabiliteit van ROE en de natuurlijke logaritme van de omzet. In model 6 heeft de nettorendabiliteit een significante positieve invloed op beloning. Deze invloed wordt negatief en is niet meer significant wanneer in model 7 de interactievariabele variabiliteit van ROE wordt getest. De interactievariabele heeft slechts een kleine invloed op de relatie tussen rendabiliteit en beloning, maar de t-waarde geeft wel een richting van significantie aan. In model 9 is geen enkele variabele significant. Wanneer in model 10 de moderatorvariabele wordt opgenomen heeft deze weer een beperkte invloed, maar duidt wel op een richting van significantie. De ondernemingsgrootte heeft hierdoor een significante positieve invloed op beloning per topmanager. De verklaringskracht is voor de modellen 9 en 10 wel dezelfde.

**Tabel 6 Regressiemodellen voor beloning per topmanager  $\alpha$ , N=178**

Variabele	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10
Nettorendabiliteit	0,267	-0,017	0,248	0,247	-0,105
	1,690*	-0,057	1,011	1,553	-0,356
Liquiditeit	-5,655	-5,578	-5,487	-5,153	-5,114
	-1,400	-1,378	-1,323	-1,234	-1,225
Zelffinancieringsgraad	0,140	0,148	0,134	0,146	0,155
	1,169	1,199	1,085	1,195	1,235
Toegevoegde waarde	0,077	0,096	0,082	0,017	0,035
	0,510	0,632	0,514	0,109	0,221
Variabiliteit ROE		-0,104			-0,187
		-0,293			-0,519
INT Rendab&VarROE		0,017			0,021
		1,144			1,399
Variabiliteit RSLT			-0,002		
			-0,205		
INT Rendab&VarRSLT			0,000		
			0,087		
LN(Omzet)				7,083	7,638
				1,592	1,710*
CEO dualiteit				3,326	3,335
				0,670	0,669
Familieonderneming				-3,328	-4,356
				-0,677	-0,872
Leeftijd	0,096	0,108	0,096	0,118	0,133
	0,519	0,707	0,638	0,777	0,858
Sector	-2,649	-2,2322	-2,668	-2,143	-1,707
	-0,561	-0,490	-0,554	-0,453	-0,360
Constante	31,674	32,018	31,995	-34,393	-37,637
	2,960***	2,737***	2,877***	-0,808	-0,880
Adjusted R <sup>2</sup>	0,009	0,006	-0,003	0,010	0,010
F	1,266	1,129	0,944	1,201	1,169
Significantie	0,275	0,346	0,482	0,297	0,312

Significantieniveau: 0,10(\*); 0,05(\*\*) en 0,01(\*\*\*)

**Tabel 7 Regressiemodellen voor beloning per topmanager  $\beta$ , N=160**

Variabele	Model 11	Model 12	Model 13	Model 14	Model 15
Nettorendabiliteit	0,757	0,645	0,920	0,896	0,838
	1,190	0,547	0,946	1,394	0,859
Liquiditeit	-8,477	-8,341	-5,783	-5,995	1,760
	-0,539	-0,526	-0,357	-0,394	0,160
Zelffinancieringsgraad	-0,100	-0,115	-0,160	0,027	-0,091
	-0,219	-0,242	-0,339	0,058	-0,194
Toegevoegde waarde	0,698	0,704	0,860	0,264	0,391
	1,1137	1,135	1,332	0,401	0,584
Variabiliteit ROE		-0,234 -0,152			
INT Rendab&VarROE		0,008 0,123			
Variabiliteit RSLT			-0,025 -0,680		-0,072 -1,778*
INT Rendab&VarRSLT			0,000 -0,320		0,000 -0,096
LN(Balanstotaal)				36,072 1,818*	52,774 2,445**
CEO dualiteit				-5,214 -0,247	-5,066 -0,242
Familieonderneming				-13,879 -0,723	-24,165 -1,205
Leeftijd	0,764	0,752	0,731	0,758	0,708
	1,291	1,232	1,228	1,250	1,170
Sector	1,896	1,971	-0,464	2,738	-0,582
	0,104	0,108	-0,025	0,150	-0,032
Constante	65,369	68,218	63,213	-233,355	-368,029
	1,578	1,475	1,458	-1,326	-1,954*
Adjusted R <sup>2</sup>	-0,004	-0,017	-0,012	0,002	0,013
F	0,903	0,671	0,772	1,028	1,190
Significantie	0,495	0,716	0,628	0,421	0,299

Significantieniveau: 0,10(\*); 0,05(\*\*) en 0,01(\*\*\*)

Voor de afhankelijke variabele beloning per topmanager  $\beta$  zijn vooral de modellen 14 en 15 van belang. Uit *tabel 7* kan dit worden afgeleid. De modellen 11, 12 en 13 bevatten geen enkele significante variabelen en de adjusted  $R^2$  is zelfs negatief. Enkel voor de toegevoegde waarde kan in de drie modellen vermoed worden dat deze een significante positieve invloed heeft op beloning. In model 11 kan deze relatie ook verwacht worden voor nettorendabiliteit. De resultaten voor de modellen 14 en 15 zijn enigszins beter. In beide modellen wordt de ondernemingsgrootte voorgesteld door de natuurlijke logaritme van het balanstotaal en heeft deze een significante positieve invloed op de beloning per topmanager. In model 15 wordt ook verwacht dat een familieonderneming haar topmanagers significant minder beloont. Dit model verklaart 1,3% van de totale variantie van de beloning per topmanager  $\beta$ . Dit model is ook het meest significant in vergelijking met de vorige 4 modellen.

#### *4.4 Discussie*

In dit deel zal gekeken worden naar de overeenkomsten tussen de resultaten en de vooropgestelde hypothesen. Elke hypothese, die voortvloeit uit onderzoek bij grote ondernemingen, werd getest bij Belgische KMO's. De hypothesen die door de regressieanalyses niet bevestigd worden, kunnen dus als oorzaak hebben dat deze enkel van toepassing zijn bij grote ondernemingen en niet bij KMO's. Alle significante resultaten uit de regressieanalyses zijn resultaten die werden voorspeld door de hypothesen. Toch wordt bij belangrijke vaststellingen van onverwachte resultaten gezocht naar mogelijke verklaringen. Zoals reeds werd vastgesteld zijn de modellen 1 tot en met 5, waarbij de totale beloning van het topmanagement de afhankelijke variabele is, het meest significant. Vandaar dat in de komende paragrafen vooral op deze resultaten zal gefocust worden.

In de **eerste hypothese** wordt verwacht dat er een positieve relatie is tussen de prestaties van een onderneming en de beloning die zij betaalt aan het topmanagement. In *tabel 4* worden de correlaties weergegeven tussen topmanagementbeloning en iedere prestatieratio. Opvallend is dat nettorendabiliteit met elk van de drie metingen voor beloning significant positief gecorreleerd is. Dit bevestigt reeds gedeeltelijk hypothese 1. Ook de toegevoegde waarde is met topmanagementbeloning significant positief gecorreleerd. De nettorendabiliteit is in alle vijf de modellen een significante voorspeller van topmanagementbeloning. Uit de resultaten blijkt dat de liquiditeit van een onderneming echter een negatieve invloed heeft op topmanagementbeloning.

Prestaties in grote ondernemingen worden anders gemeten zoals door de waarde van aandelen en de marktwaarde van de onderneming. Voor de prestatiemetingen bij een KMO in dit onderzoek werd rekening gehouden met de metingen in een onderzoek door Faems et al. (2002). Deze zijn goede metingen van de prestaties van een KMO, maar wanneer deze metingen niet gerelateerd worden aan beloning, zoals in een contract, zijn deze waarschijnlijk ook niet significant in het onderzoek. We kunnen hieruit vermoeden dat vooral de rendabiliteit een veel gebruikte prestatie maatstaf is bij het koppelen van beloning aan prestaties. Uit de literatuurstudie bleek reeds dat vooral de winstgevendheid van een onderneming wordt gebruikt als prestatie maatstaf in compensatieplannen.

De **tweede hypothese** vermoedt dat de variabiliteit van de winstgevendheid van een onderneming op deze relatie een negatieve invloed heeft. Er wordt verwacht dat deze variabele een modererend effect heeft op de relatie tussen beloning en prestaties, rendabiliteit in het bijzonder. Geen significante resultaten werden hier gevonden. Enkel in tabel 6 wordt een richting van significantie aangetoond. Wel is dit verband niet zoals verwacht. De interactievariabele heeft hier een positieve invloed op de relatie tussen rendabiliteit en de beloning per topmanager. De significantie van de gevonden resultaten in tabel 6 stijgt wanneer de ondernemingsgrootte wordt opgenomen in model 10. Dit is wel zoals Cichello (2005) voorspelde, namelijk dat de ondernemingsgrootte van belang is bij dit interactie-effect. Hypothese 2 kan niet worden bevestigd door de resultaten van het praktijkgericht onderzoek.

Bij grote beursgenoteerde ondernemingen toonden onderzoek reeds aan dat de grootte van een onderneming een significant positief effect heeft op de beloning van het topmanagement (**hypothese 3**). De resultaten van het onderzoek bij KMO's tonen aan dat de ondernemingsgrootte geen significante voorspeller is van topmanagementbeloning, maar wel van beloning per topmanager. Aangezien de relatie tussen ondernemingsgrootte en topmanagementbeloning wel neigt naar significantie wordt geconcludeerd dat de derde hypothese bevestigd wordt door het onderzoek.

Kraft en Niederprum (1999) toonden in hun onderzoek over de impact van ondernemingsgrootte en winstgevendheid op managementbeloning aan dat de ondernemingsgrootte de dominante variabele is. Zo beweerden ook Tosi et al. (2000) dat ondernemingsprestaties slechts 5% verklaren in het verschil in beloning, terwijl ondernemingsgrootte 40% verklaart. In dit onderzoek bij KMO's is het verschil in

verklaringskracht tussen ondernemingsprestaties, specifiek de nettorendabiliteit, en ondernemingsgrootte moeilijk te meten. Wanneer het gehele topmanagement werd onderzocht is de nettorendabiliteit de meest significante voorspeller van beloning. Wanneer echter wordt gekeken naar beloning per topmanager is de ondernemingsgrootte een meer significante determinant. Er zou een mogelijkheid moeten zijn om de geldelijke beloning van een topmanager te splitsen in variabel en vast loon. Zo zou het variabel loon meer kunnen gecorreleerd zijn aan de ondernemingsprestaties en het vast loon aan de ondernemingsgrootte.

Aangezien de Belgische corporate governance codes eerder de zienswijze van de agency theorie volgen, wordt verwacht dat CEO dualiteit positief gerelateerd is aan de beloning van het topmanagement (**hypothese 4**). Finkelstein en D'Aveni wijzen er nochtans op dat CEO dualiteit twee kanten heeft. De omstandigheden van een onderneming bepalen of CEO dualiteit een effectieve leiderschapsstructuur is. CEO dualiteit werd in de regressieanalyses in geen enkel geval erkend als een significante voorspeller van managementbeloning. Hierbij kan worden vastgesteld dat de effectiviteit van CEO dualiteit inderdaad van meer factoren afhankelijk is en niet steeds als een zwakte in de onderneming kan worden vastgesteld. Hypothese 4 werd met het onderzoek bij KMO's niet bevestigd. De Code Buysse zou KMO's enkele argumenten voor en tegen CEO dualiteit kunnen geven. Op deze manier kan een onderneming, rekening houdend met haar omgeving en omstandigheden, de gepaste leiderschapsstructuur toepassen.

**Hypothese vijf** veronderstelt dat een grote raad van bestuur een zwakke governance structuur is wat resulteert in een hogere beloning voor het topmanagement. Het aantal bestuurders in de raad van bestuur was, zo blijkt uit het onderzoek, een significante determinant van topmanagementbeloning. Toch kunnen we deze vaststelling in twijfel trekken. De meting van beloning in het praktijkgericht onderzoek was namelijk de volgende post uit de toelichting: Bezoldigingen ten laste van de resultatenrekening aan bestuurders en zaakvoerders. Dit verklaart deels de hoog significante relatie tussen het aantal bestuurders en de beloning van het topmanagement in dit onderzoek.

De **laatste hypothese** stelt dat een familieonderneming haar topmanagement minder beloond dan een onderneming die geen familieonderneming is. Deze voorspelling kan niet worden geconfirmeerd door significante resultaten. Wel is er, bij twee metingen van beloning, een richting van significantie. Dit is het geval voor de afhankelijke variabelen topmanagementbeloning en beloning per topmanager  $\alpha$ . De variabele



familieonderneming werd slechts ex ante bepaald. Een betere meting zou zijn als de CEO of het topmanagement zelf hun onderneming beschouwen als een familieonderneming.

Gomez-Mejia, Larraza-Kintana en Makri (2003) onderzochten of een CEO van een onderneming die deel uitmaakt van de familie die de onderneming controleert meer of minder verdient dan een externe CEO. Zij vonden het resultaat dat een CEO die een familieband heeft met de eigenaars van de onderneming een lagere beloning ontvangt dan professionele CEO's. Ook stelden zij vast dat verschillende omstandigheden een invloed hebben op deze relatie, zoals de concentratie van eigendom door de familie en de investeringen in onderzoek en ontwikkeling. Door rekening te houden met zulke interactievariabelen zou het feit dat een onderneming een familieonderneming is of niet wel een significante determinant van topmanagementbeloning kunnen zijn.

## Hoofdstuk 5 Conclusies

### 5.1 Algemene conclusie

De topic topmanagementbeloning werd de afgelopen decennia steeds belangrijker. In de eerste plaats maakt deze discussie deel uit van het corporate governance debat dat omwille van enkele schandalen in de bedrijfswereld een belangrijk aandachtspunt werd. Er is dan ook enorm veel onderzocht en geschreven over dit onderwerp. Vooral de agency theorie, dat het probleem aangeeft bij een scheiding tussen de leiding en controle van een onderneming, is hier van groot belang. Zij zorgt in vele gevallen voor een mogelijke verklaring bij verbanden met topmanagementbeloning.

Wanneer er veel geschreven is omtrent een bepaald onderwerp is het belangrijk eerst een algemeen beeld te schetsen. Met allerlei methoden werd beloning al onderzocht, vaak met verschillende resultaten. Hierdoor kan reeds besloten worden dat vele factoren en omstandigheden een invloed uitoefenen op topmanagementbeloning. De meeste onderzoeken vonden plaats bij grote, beursgenoteerde ondernemingen. De resultaten van deze onderzoeken werden in deze eindverhandeling getest bij Belgische KMO's.

In het begin van dit onderzoek werd de volgende centrale onderzoeksvraag gesteld:

*"Wat is de relatie tussen de ondernemingsprestaties en de beloning van het topmanagement in KMO's in België?"*

Er werd verwacht dat ondernemingsprestaties een positieve invloed hebben op de beloning van het topmanagement. In een eerste stap werd gekeken naar de correlaties tussen de ondernemingsprestaties en beloning. Hier was duidelijk dat de nettorendabiliteit van een onderneming sterk gerelateerd is aan topmanagementbeloning. Ook de toegevoegde waarde bleek significant positief gerelateerd te zijn met beloning. In een tweede stap werden regressiemodellen opgesteld. Hieruit bleek ook dat de nettorendabiliteit een significante determinant is. De toegevoegde waarde gaf hier enkel een richting van significantie aan. Zo ook kon afgeleid worden uit de resultaten dat liquiditeit mogelijk een negatieve invloed heeft op topmanagementbeloning.

Wanneer de winstgevendheid van een onderneming niet stabiel is, zou dit een negatieve invloed hebben op de positieve relatie tussen nettorendabiliteit en topmanagementbeloning. Dit onderzoek vond hier geen significante resultaten voor.

Verder werden nog vier mogelijke determinanten van managementbeloning getest. Deze zijn de ondernemingsgrootte, de grootte van de raad van bestuur, CEO dualiteit en het feit of een onderneming een familieonderneming is of niet. De ondernemingsgrootte werd door vele artikels beschouwd als één van de belangrijkste determinanten van beloning. Ook werd de stijging in marktwaarden van ondernemingen van de laatste decennia als een verklaring beschouwd voor de stijgende toename in managementbeloning. Ook dit onderzoek toont aan dat de ondernemingsgrootte een significante positieve invloed heeft op topmanagementbeloning.

De grootte van de raad van bestuur werd ook opgenomen als een mogelijke determinant van beloning van het management. De resultaten wijzen op een positief effect. Toch wordt dit resultaat in twijfel getrokken aangezien de meting van topmanagementbeloning mogelijk gerelateerd is aan het aantal bestuurders.

De leiderschapsstructuur CEO dualiteit wordt in de literatuur vanuit verschillende perspectieven besproken. Het komt er op neer dat de omstandigheden van de onderneming een invloed hebben op het feit of CEO dualiteit wel of niet een gepaste leiderschapsstructuur is. In dit onderzoek kunnen we deze conclusie bevestigen aangezien zowel negatieve als positieve effecten werden gevonden. Deze resultaten zijn echter niet significant. De Code Buysse, de corporate governance code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen, zou omtrent deze topic meer duidelijkheid moeten scheppen door bijvoorbeeld de omstandigheden op te noemen wanneer deze leiderschapsstructuur past in de onderneming.

Als laatste werd onderzocht of het management van een familieonderneming minder beloond wordt dan van een onderneming die geen familieonderneming is. Dit wordt alvast door de literatuur bevestigd. De resultaten uit dit onderzoek tonen voor deze relatie geen significante resultaten. Echter is er wel een richting van significantie voor een negatieve invloed op managementbeloning.

Als voornaamste conclusie kan uit dit onderzoek worden afgeleid dat vooral de rendabiliteit van een onderneming een positieve invloed heeft op de beloning van het topmanagement in een KMO. Andere prestatieratio's, zoals de liquiditeit en de

toegevoegde waarde, hebben vermoedelijk een invloed op managementbeloning, maar uit het onderzoek blijkt dat deze niet significant zijn. Ook de ondernemingsgrootte heeft, zoals uit de literatuur blijkt, een positief effect op de beloning van het topmanagement.

## *5.2 Beperkingen onderzoek*

Twee belangrijke beperkingen maakten deel uit van dit onderzoek. In de eerste plaats werd er gewerkt met secundaire gegevens. De jaarrekeningen van KMO's, ook al waren deze van het volledig schema, konden niet steeds de juiste en voldoende informatie geven voor het testen van de hypothesen. Ook ontbreken er vele gegevens in deze jaarrekeningen omdat ze gewoon niet werden vrijgegeven door de ondernemingen. Vooral een juiste meting van topmanagementbeloning was in dit onderzoek belangrijk.

Zoals reeds in het tweede hoofdstuk werd vernoemd, treedt er dubbele causaliteit op bij de relatie tussen topmanagementbeloning en de ondernemingsprestaties. Dit wil zeggen dat beide variabelen zowel afhankelijk als onafhankelijk kunnen zijn (Finkelstein & Hambrick, 1996). In onderzoek werden beide gevallen reeds onderzocht. Carpenter en Wade (2002) bijvoorbeeld veronderstelden dat een stijging in de beloning als gevolg zou hebben dat de motivatie en de percepties van eerlijkheid bij het management zouden stijgen. Hierdoor zou hun gedrag in de onderneming positief beïnvloed worden en zou dit resulteren in betere ondernemingsprestaties. Pukthuanthong et al.(2004) daarentegen vonden een causaliteit in de andere richting. Zij concludeerden dat een deel van topmanagementbeloning kan verklaard worden door de ondernemingsprestaties.

Dubbele causaliteit zorgt bij de analyses voor endogeniteit. Endogene variabelen zijn variabelen die gecorreleerd zijn met de foutterm van de regressie. Deze foutterm stelt de variabelen voor die ook gecorreleerd zijn met de afhankelijke variabele maar die niet werden opgenomen in het model. De regressiecoëfficiënten worden geschat met de OLS-methode, oftewel Ordinary Least Squares methode. Deze methode schat voor een regressiemodel de coëfficiënten zodanig dat de geschatte regressielijn zo dicht mogelijk bij de gevonden data ligt. Wanneer een variabele gecorreleerd is met de foutterm van die regressie, is de OLS schatter inconsistent (Stock & Watson, 2007).

De statistiek biedt een mogelijke oplossing voor het probleem van wederzijdse causaliteit. Bij een instrumentele variabelenregressie wordt een schatter gezocht voor de onbekende coëfficiënten van de regressiefunctie wanneer de variabele(n) gecorreleerd is met de foutterm van de functie. Deze schatter wordt geschat met 2SLS, oftewel *Two*

*Stage Least Squares*. Zoals de naam al aangeeft, gebeurt dit in twee stappen. Als eerste wordt er een nieuwe onafhankelijke variabele bepaald ter vervanging voor de variabele die gecorreleerd is met de foutterm. Deze nieuwe variabele, ook wel de instrumentele variabele genoemd, is gecorreleerd met de oorspronkelijke variabele, maar niet met de foutterm. Het vinden van zo een variabele geeft de volgende moeilijkheid aan. Als tweede stap wordt de instrumentele variabele gebruikt om de afhankelijke variabele te voorspellen (Stock & Watson, 2007). Aangezien in dit onderzoek geen rekening werd gehouden met dit probleem van causaliteit, kan dit als een tweede beperking beschouwd worden.

Voor toekomstig onderzoek is in de eerste plaats een meer uitgebreide literatuurstudie vereist. Naarmate er meer literatuur behandeld wordt, zal de hele discussie rond topmanagementbeloning veel duidelijker worden en kunnen geschikte hypothesen worden opgesteld. Ook voor de gegevens is het belangrijk om een gedetailleerde dataset te gebruiken. Zo kan bijvoorbeeld elk aspect van topmanagementbeloning onderzocht worden en bekomt men een betere meting van topmanagementbeloning. Voor een juiste meting van beloning bij KMO's zouden interviews of enquêtes eventueel meer geschikt zijn.

## Literatuurlijst

- Aggarwal, R.K. & Samwick, A.A. (1999). The other side of the tradeoff: the impact of risk on executive compensation, *Journal of Political Economy*, 107, 65-105.
- Anderson, R.C. & Reeb, D.M. (2003). Founding-family ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *The Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- Ashley, A.S. & Yang, S.S. (2004). Executive Compensation and Earnings Persistence. *Journal of Business Ethics*, 50, 369-382.
- Baarda, D.B., De Goede, M.P.M. & Van Dijkum, C.J. (2007). *Basisboek statistiek met SPSS*. Groningen/Houten: Wolters- Noordhoff bv,
- Baker, G.P. & Hall, B.J. (2004). CEO Incentives and Firm Size. *Journal of Labour Economics*, 22(4), 767-798.
- Bebchuk, L.A. & Fried, J.M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 71-92.
- Belgian Corporate Governance Code (2009). Opgevraagd op 10 juli, 2009, via <http://www.corporategovernancecommittee.be/>.
- Boschen, J.F., Duru, A., Gordon, L.A., & Smith, K.J. (2003). Accounting and stock price performance in dynamic CEO compensation arrangements. *The Accounting Review*, 78(1), 143-168.
- Brown, C. & Medoff, J.L. (2003). Firm age and wages. *Journal of Labor Economics*, 21(3), 677-697.
- Brown, M. & Samson, D. (2003). Executive Compensation: Balancing Competing Priorities. *The Australian Economic Review*, 36(3), 316-323.
- Bruce, A., Buck, T. & Main, B.G.M. (2005). Top executive remuneration: A view from Europe. *Journal of Management Studies*, 42(7), 1493-1506.
- Bureau Van dijk Electronic Publishing (2008), Bel-First. Opgevraagd op 24 juli, 2009, via <http://www.bvdep.com/>.
- Carpenter, M.A. & Sanders, W.G. (2002). Top management team compensation: The missing link between CEO pay and firm performance? *Strategic Management Journal*, 23, 367-375.
- Carpenter, M.A. & Wade, J.B. (2002). Microlevel opportunity structures as determinants of non-CEO executive pay. *Academy of Management Journal*, 45, 1085-1103.
- Carrasco-Hernandez, A. & Sánchez-Marin, G. (2007). The determinants of employee compensation in family firms: Empirical Evidence. *Family Business Review*, 20(3), 215-227.

- Chalmers, K., Koh, P., & Stapledon, G. (2006). The determinants of CEO compensation: Rent extraction or labour demand? *The British Accounting Review*, 38, 259-275.
- Chaudhri, V. (2003). Executive Compensation: Understanding the Issues. *The Australian Economic Review*, 36(3), 300-305.
- Chua, J.H., Chrisman, J.J. & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneur Theory and Practice*, 19-39.
- Cichello, M.S. (2005). The impact of firm size on pay-performance sensitivities. *Journal of Corporate Finance*, 11, 609-627.
- Code Buysse II (2009). Opgevraagd op 10 juli, 2009, via <http://www.codebuysse.be/>.
- Conyon, M.J. & Peck, S.I. (1998). Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*, 41(2), 146-157.
- Core, J. E., Holthausen, R. W., & Larcker, D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371-407.
- Deakin, S. & Konzelmann, S.J.(2004). Learning from Enron. *Corporate Governance*, 12(2), 134-142.
- Delmotte, J., Lamberts, M., Sels, L. & Van Hoetegem, G. (2002). Zijn KMO's ook klein in het belonen van hun medewerkers? *Personeelszaken*, 3, 23-31.
- Depuydt, P. (2007, 17 mei). Het proces van de belegger. *Trends*. Opgevraagd op 29 april, 2009, via <http://www.trends.be/nl/magazine/archief/>.
- Devers, C.E., Cannella, A.A., Reilly, G.P. & Yoder, M.E. (2007). Executive Compensation: A Multidisciplinary Review of Recent Developments. *Journal of Management*, 33, 1016-1072.
- Duffhues, P. & Kabir, R. (2007). Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands. *Journal of Multinational Financial Management*, 18(2008), 45-60.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- Elsayed, K. (2007). Does CEO Duality Really Affect Corporate Performance? *Corporate Governance*, 15(6), 1203-1214.
- Elson, C. (2003). What's wrong with executive compensation? *Harvard Business Review*, 81(1), 68-77.
- Faems, D., De Winne, S., Sels L., Maes, J., Delmotte J. & Forrier, A. (2002). Effecten van individuele HRM-domeinen op de financiële resultaten van een bedrijf: een onderzoek in Belgische KMO's. Paper gepresenteerd op de 10de Sociaal-Wetenschappelijke Studiedagen, Vrije Universiteit Amsterdam.

- Finkelstein, S. & D'Aveni, R., A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, 37(5), 1079-1108.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1996). *Top executives and their effects on organizations*. St. Paul, MN: West Publishing Company.
- Frydman, C & Saks, R. E. (2008). Executive Compensation: A new view from a long-term perspective, 1936-2005. FEDS Working Paper No. 2007-35; AFA 2008 New Orleans Meetings Paper. Opgevraagd op 4 juni, 2009, via <http://papers.ssrn.com/>.
- Gabain, X., & Landier, A. (2008). Why has CEO pay increased so much? *The Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 49-100.
- Garson, G. D. (2009). Multiple regression. Opgevraagd op 20 juli, 2009, via <http://faculty.chass.ncsu.edu/garson/PA765/statnote.htm>.
- Gomez-Mejia, L.R., Larraza-Kintana, M. & Makri, M. (2003). The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *Academy of Management Journal*, 46(2), 226-237.
- Hall, B.J., & Liebman, J.B. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 653-691.
- Hambrick, D.C., Finkelstein, S. & Mooney, A.C. (2005). Executive job demands: New insights for explaining strategic decisions and leader behaviors. *Academy of Management Review*, 30(3), 472-491.
- Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, 105, 678-689.
- He, L. (2008). Do founders matter? A study of executive compensation, governance structure and firm performance. *Journal of Business Venturing*, 23, 257-279.
- Kerin, P. (2003). Executive Compensation: Getting the mix right. *The Australian Economic Review*, 36(3), 324-332.
- KMO's in cijfers. (2007). Opgevraagd op 29 april, 2009, via <http://www.unizo.be/statistieken/>.
- Kraft, K., & Niederprum, A. (1999). Determinants of management compensation with risk-averse agents and dispersed ownership of the firm. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 40(1), 17-27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Schleifer, A. & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27.
- Limère, A. (2004). *Financiële analyse. Een statistische analyse van de Belgische jaarrekening*. Antwerpen: Uitgeverij De Boeck nv.
- Makri, M., Lane, P. J., & Gomez-Mejia, L. R. (2006). CEO incentives, innovation, and performance in technologyintensive firms: A reconciliation of outcome and



- behavior-based incentive schemes. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1057-1080.
- Miller, J.S., & Wiseman, R.M. (2001). Perceptions of executive pay: does pay enhance a leader's aura? *Journal of Organizational Behaviour*, 22, 703-711.
- Mortelmans, D. & Dehertogh, B. (2007). *Regressieanalyse*. Leuven: Uitgeverij Acco.
- Mortelmans, D. & Dehertogh, B. (2007). *Uni- en bivariate analyse*. Leuven: Uitgeverij Acco.
- Pukthuanthong, K., Talmor, E. & Wallace, J.S. (2004). Corporate governance and theories of executive pay. *Corporate Ownership & Control*, 1(2), 94-105.
- Shleifer, A. & Vishny, R.W. (1997). A survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Siegel, P.A., & Hambrick, D.C. (2005). Pay disparities within top management groups: Evidence of harmful effects on performance of high-technology firms. *Organization Science*, 16(3), 259-274.
- Steijvers, T. (2006). Bankfinanciering van Belgische KMO's: een empirisch onderzoek naar kredietrantsoenering en waarborgverlening, Doctoraatproefschrift aan Universiteit Hasselt.
- Stock, J.H. & Watson, M.W. (2007). *Introduction to econometrics*. Boston: Pearson Education, Inc.
- Tirole, J., (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, 69(1), 1-35.
- Tosi, H.L., Werner, S., Katz, J.P., & Gomez-Mejia, L.R. (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, 26(2), 301-339.
- Tuggle, C., S., Reutzel, C., R., & Bierman, L. (2008). CEO duality and board attention to monitoring and control, *Academy of Management Proceedings*, 1-6.
- Wade, J. B., O'Reilly, C.A., & Pollock, T.G. (2006). Overpaid CEOs and Underpaid Managers: Fairness and Executive Compensation. *Organization Science*, 17(5), 527-544.
- Wat is een KMO? (z.d). Opgevraagd op 30 september, 2008, via <http://www.unizo.be/starters/>.
- Westphal, J., D., & Zajac, E., J. (1994). Substance symbolism in CEO's long-term incentive plans, *Administrative Science Quarterly*, 39, 367-390.
- Willekeur troef bij toplonen CEO's. (2008, 29 mei). *De Standaard*. Opgevraagd op 14 september, 2008, via <http://www.destandaard.be>.