

Beloning van bestuurders, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en barrières voor een effectieve controle

Gert VANDEWAERDE

promotor :

Prof. dr. Wim VOORDECKERS

Voorwoord

Ter vervolmaking van het laatste jaar Handelsingenieur werd de opdracht gegeven om een onderzoek te voeren in verband met een zelfgekozen onderwerp. Wegens het toenemende belang van de wijze waarop een onderneming wordt bestuurd, heb ik gekozen voor een onderwerp dat in sterke mate betrekking heeft op corporate governance. Meer bepaald heb ik onderzocht hoe de beloning van bestuurders, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en barrières voor een effectieve controle aan elkaar gecorreleerd zijn.

Aangezien deze eindverhandeling niet mogelijk was geweest zonder de hulp van anderen, wil ik de tijd nemen om een speciaal woord van dank te richten aan enkele mensen die mij hebben bijgestaan tijdens de totstandkoming van dit werk. Eerst en vooral wil ik mijn promotor, Professor dr. Wim Voordeckers, bedanken voor zijn ondersteuning, deskundig advies en het nakijken van dit werkstuk. Ook een woord van dank aan mijn begeleider, Raf Orens, die altijd voor mij klaar stond om mijn vragen te beantwoorden en die de teksten heeft nagelezen en verbeterd.

Tot slot verdienen ook mijn ouders een dankwoord omwille van het feit dat ze mij de opportuniteit hebben geboden om deze studies te doorlopen. Daarnaast heeft hun mentale ondersteuning mij door de moeilijke momenten tijdens dit werk heen geholpen.

Samenvatting

Corporate governance is een begrip dat de laatste jaren enorm aan belang heeft gewonnen. Dit is voornamelijk te wijten aan een aantal grote schandalen die op het einde van de twintigste eeuw wereldwijd voor opschudding zorgden, waardoor in het bedrijfsleven het besef groeide dat deugdelijk bestuur noodzakelijk is voor de goede werking van een onderneming. Eén van de belangrijkste aspecten van corporate governance is de wijze waarop de bestuurders van een onderneming, zijnde de leden van de raad van bestuur, omgaan met de macht die ze krijgen toegewezen en de mate waarin dit invloed heeft op de resultaten van de onderneming en op de belanghebbenden. Opdat de bestuurders geen misbruik zouden maken van hun macht en opdat ze zouden werken in het belang van de onderneming, kan ieder bedrijf maatregelen treffen om de belangen van de bestuurders te laten overeenstemmen met de belangen van de andere stakeholders. Het onderzoek dat hier wordt gevoerd, gaat dieper in op deze problematiek en tracht een antwoord te zoeken op de volgende centrale onderzoeksvraag: **“Is er een relatie tussen de beloning van bestuurders, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en barrières voor een effectieve controle?”**

De beloning van bestuurders verwijst hierbij naar de mogelijkheid om bestuurders door middel van prestatiegericht loon aan te zetten om de controles correct uit te voeren. Met de onafhankelijkheid van de raad van bestuur wordt bedoeld in welke mate bestuurders op een objectieve manier kunnen functioneren binnen een onderneming en barrières voor een effectieve controle hebben ten slotte te maken met hindernissen die er voor zorgen dat bestuurders minder effectief kunnen controleren. Dit laatste kan ook anders gezien worden indien men er van uitgaat dat de aanwezigheid van barrières kan leiden tot minder goede bedrijfsresultaten.

Het begrip corporate governance heeft in de loop van de geschiedenis een hele evolutie doorlopen, maar het is pas sinds eind jaren '80, begin jaren '90 dat deze term zijn huidige inhoud heeft gekregen. Ondanks de verhoogde aandacht voor deugdelijk bestuur is het toch

belangrijk om dit concept continu te blijven aanpassen, verfijnen en bijsturen indien dat nodig zou zijn.

Hoewel de huidige betekenis van corporate governance nog van recente aard is, zijn de achterliggende theorieën veel ouder. De bekendste theorie inzake deugdelijk bestuur is de agency theorie, waarbij sprake is van het zogenaamde agency probleem. Deze theorie gaat uit van een belangenconflict dat ontstaat door de scheiding van leiding en eigendom binnen de onderneming. Een mogelijk probleem hierbij is dat de leiding van het bedrijf niet altijd handelt in functie van de belangen van de aandeelhouders, maar soms in functie van het eigenbelang. De stakeholder theorie is in feite een variant op deze agency theorie. Ook in dit geval is er sprake van een belangenconflict, maar hier wordt rekening gehouden met de belangen van alle belanghebbenden – de stakeholders – en niet enkel met de belangen van de aandeelhouders. In het verdere verloop van dit werkstuk worden ook nog de stewardship theorie, de resource dependency theorie en een aantal minder bekende theorieën besproken.

Vervolgens wordt dieper ingegaan op de kernconcepten van de centrale onderzoeksvraag, namelijk de beloning van de bestuurders, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en barrières voor een effectieve controle. Hierbij worden ondermeer de invloed van dualiteit, de samenstelling van de raad van bestuur en de macht van de CEO (Chief Executive Officer) door het aantal jaren dienst van naderbij bekeken. Uit deze bevindingen vloeien enkele hypothesen voort, die in het praktijkonderzoek worden nagegaan.

Dat praktijkonderzoek, dat later uitgebreid aan bod komt, richt zich voornamelijk op de grote beursgenoteerde ondernemingen uit België, Frankrijk en Nederland. Op basis van de uitgevoerde testen op een steekproef van honderd ondernemingen kan de centrale onderzoeksvraag positief beantwoord worden aangezien er een aantal duidelijke relaties bestaan tussen de drie kernconcepten.

Zo blijkt er een duidelijk verband te bestaan tussen de grootte van de raad van bestuur en het percentage aan onafhankelijke, outside bestuurders enerzijds en het percentage aan prestatiegericht loon anderzijds. Er wordt immers aangetoond dat het loonpakket uit meer prestatiegerichte elementen bestaat naarmate de raad van bestuur groter is en naarmate er minder onafhankelijke bestuurders deel uitmaken van de raad van bestuur. Dit lijkt er op te wijzen dat onafhankelijkheid van de bestuursleden negatief gerelateerd is aan het prestatiegericht loon.

Verder komt aan het licht dat de grootte van de raad van bestuur ook een positieve invloed heeft op de prestaties van een onderneming, in die zin dat een grotere raad van bestuur zou leiden tot betere bedrijfsresultaten. In functie van de onderzoeksvraag kan men dit anders interpreteren en afleiden dat er bij een grotere raad van bestuur minder barrières zijn die een effectieve controle tegenwerken. Langs de andere kant blijken de prestaties van de onderneming niet gerelateerd te zijn aan de beloning van bestuurders. Het percentage aan prestatiegericht loon heeft nauwelijks of geen effect op de geleverde resultaten, zodat kan geconcludeerd worden dat prestatiegerichte beloningen niet leiden tot een vermindering van de barrières voor een effectieve controle.

Tot slot wordt aangetoond dat de grootte van een onderneming een belangrijke impact heeft op de grootte van de raad van bestuur en de beloning van bestuurders, zowel wat het totale loonpakket betreft als het percentage aan prestatiegerichte vergoedingen. De testen wijzen uit dat grotere ondernemingen gekenmerkt worden door grotere raden van bestuur en door hogere bedragen aan vergoedingen.

Inhoudsopgave

Voorwoord

Samenvatting

Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1	Probleemstelling	1
1.1	Praktijkprobleem	1
1.2	Centrale onderzoeksvraag	3
1.3	Onderzoeksopzet	3
1.4	Begrippenlijst	4
Hoofdstuk 2	Corporate governance	8
2.1	Ontwikkeling van corporate governance	8
2.2	Theorieën achter de ontwikkeling van corporate governance	12
2.2.1	Agency theorie	14
2.2.1.1	Structuur van het probleem	14
2.2.1.2	Raad van bestuur	17
2.2.2	Stewardship theorie	19
2.2.3	Resource dependency theorie	21
2.2.4	Stakeholder theorie	23
2.2.5	Institutional theorie	24
2.2.6	Managerial hegemony	25
2.2.7	Transaction cost economics	25
2.3	Bescherming van de aandeelhouders	27
2.4	Corporate governance systemen	29
Hoofdstuk 3	Beloning van bestuurders, onafhankelijkheid van de raad van bestuur en barrières voor een effectieve controle	34
3.1	Ontleding kernconcepten	34
3.1.1	Beloning van bestuurders	34
3.1.2	Onafhankelijkheid van de raad van bestuur	38
3.1.3	Barrières voor een effectieve controle	45
3.2	Opstellen hypothesen	48
3.2.1	Samenstelling van de raad van bestuur	50
3.2.2	Beloning van bestuurders	52
3.2.3	Prestaties van de onderneming	58

Hoofdstuk 4	Praktijkonderzoek	63
4.1	Dataverzameling	63
4.2	Gebruik statistische methoden	66
4.3	Beschrijvende statistiek	68
4.4	Empirische resultaten	71
4.4.1	Normale verdeling en homoscedasticiteit	71
4.4.2	Univariate analyse	74
4.4.2.1	Verschillen tussen Belgische, Franse en Nederlandse ondernemingen	74
4.4.2.2	Verschillen tussen transparante en minder transparante ondernemingen	75
4.4.2.3	Hypothesen in verband met de samenstelling van de raad van bestuur	77
4.4.2.4	Hypothesen in verband met de beloning van bestuurders	85
4.4.2.5	Hypothesen in verband met de prestaties van de onderneming	92
4.4.2.6	Bespreking overige resultaten	97
4.4.3	Multivariate analyse	98
4.4.3.1	OLS-regressie voor totaal loon	98
4.4.3.2	OLS-regressie voor prestaties van een onderneming	100
4.4.3.3	Tobit-analyse voor percentage prestatiegericht loon	102
4.4.3.4	Logistische regressieanalyse: wel of geen prestatiegericht loon	106
4.5	Verklaring van de resultaten	110
Hoofdstuk 5	Besluit	115
5.1	Conclusies	115
5.2	Aanbevelingen	117
5.3	Opmerkingen	118

Lijst van figuren

Lijst van tabellen

Bibliografie

Bijlagen

- Bijlage 1 Ondernemingen waarvoor gegevens werden verzameld
- Bijlage 2 Skewness, Kurtosis en Jarque-Bera in verband met de normale verdeling
- Bijlage 3 Testen van het gemiddelde van de overige resultaten
- Bijlage 4 OLS-regressie met correctie voor heteroscedasticiteit

Hoofdstuk 1 Probleemstelling

1.1 Praktijkprobleem

Het voorbije decennium is de zakenwereld ettelijke malen opgeschrikt door financiële schandalen in grote bedrijven. Het schandaal dat wereldwijd voor de meeste beroering zorgde, is ongetwijfeld dat rond energiereus Enron (Brennan, 2003). Dit Amerikaanse bedrijf kwam in 2001 in opspraak nadat frauduleuze, financiële constructies en onregelmatigheden in de boekhouding aan het licht kwamen. Uiteindelijk leidde dit tot het faillissement van Enron en kwamen duizenden werknemers op straat te staan. De impact van dit debacle nam nog grotere proporties aan toen ook het auditkantoor Andersen – één van de vroegere ‘Big Five’ – mee ten onder ging. Andersen had immers nagelaten om Enron grondig door te lichten en daarbovenop werden er frauduleuze handelingen verricht. Naast Enron kreeg ook een ander bekend bedrijf te maken met schandalen, namelijk het Amerikaanse WorldCom, waar voor verschillende miljarden dollars werd gefraudeerd. Aan de basis hiervan lag belangenvermenging en een gebrek aan interne controle. Uiteindelijk werd WorldCom veroordeeld tot het betalen van een hoge boete en werden verschillende hooggeplaatste medewerkers de laan uitgestuurd.

Hoewel het vooral grote, buitenlandse ondernemingen zijn die door dergelijke gebeurtenissen het nieuws halen, zijn er de voorbije jaren ook in België enkele schandalen aan het licht gekomen. Het dossier rond Lernaut & Hauspie ligt bij iedereen nog vers in het geheugen en ook het schandaal in verband met Picanol zal aan weinig mensen zijn voorbijgegaan.

De belangrijkste groep van slachtoffers van dergelijke wanpraktijken zijn de beleggers of de aandeelhouders. Gezamenlijk hebben ze vaak enorme bedragen aan kapitaal geïnvesteerd in aandelen. Wanneer een schandaal aan het licht komt, verwatert de waarde van de aandelen of worden ze, in het slechtste geval, volledig waardeloos. Dit leidt er uiteindelijk toe dat alle beleggers minder vertrouwen hebben in het hele beursstelsel. Daarom is het nodig te

vermijden dat dit kan gebeuren door gepaste maatregelen te nemen. Alvorens dat te doen, moet echter worden nagegaan wat aan de basis ligt van dit probleem.

De onderliggende oorzaak van al deze schandalen is het feit dat hooggeplaatste werknemers – bijvoorbeeld topmanagers – andere doelstellingen nastreven dan de doelstelling die ze in feite zouden moeten beogen. De impliciete doelstelling van elk bedrijf is om de aandeelhouderswaarde te maximaliseren (Ryan en Wiggins, 2003). Met andere woorden, iedereen wordt verondersteld te werken in functie van de leefbaarheid van het bedrijf. Het bedrijf moet op een gezonde, rationele manier geleid worden zonder dat de belangen van de aandeelhouders beschadigd worden.

In de realiteit loopt het echter regelmatig anders. Vaak ontstaan er welbepaalde situaties waarin niet wordt gehandeld in functie van het bedrijf en van de aandeelhouderswaarde, maar in functie van persoonlijke voordelen. Het beste voorbeeld hiervan is Picanol. In dit bedrijf hadden enkele bestuurders onderling bepaalde afspraken gemaakt, waardoor ze konden rekenen op enorme financiële vergoedingen. Net zoals bij Picanol kunnen veel van de grote schandalen verklaard worden door hetzelfde probleem, namelijk dat er onvoldoende controle is door de bestuurders van het bedrijf, zijnde de leden van de raad van bestuur, op de managers van de onderneming, die in feite het dagelijkse bestuur binnen een onderneming verzorgen. Op die manier kunnen managers vrij spel krijgen om zichzelf beloningen uit te keren, met alle wanpraktijken tot gevolg.

Het feit dat de raad van bestuur onvoldoende controleert, kan te wijten zijn aan verschillende factoren. Enerzijds kunnen de leden van de raad van bestuur niet in staat zijn om de gang van zaken objectief te controleren omwille van bepaalde banden die ze hebben met de onderneming. Anderzijds kan dit gebrek aan controle veroorzaakt worden door de wijze waarop de bestuursleden worden vergoed. Indien ze een vaste vergoeding krijgen uitbetaald zonder enige prestatiegerelateerde voorwaarden, zullen de bestuurders minder geneigd zijn te controleren in vergelijking met anderen die wel prestatiegerelateerde vergoedingen ontvangen (Perry, 1999).

1.2 Centrale onderzoeksvraag

Uitgaande van het geschetste praktijkprobleem, luidt de centrale onderzoeksvraag als volgt: **“Is er een relatie tussen de beloning van bestuurders, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en barrières voor een effectieve controle?”**

Aan de hand van dit onderzoek wordt getracht te achterhalen in welke mate de beloningen van bestuurders variëren al naargelang de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Daarnaast wordt ook nagegaan in welke mate het bestaan van barrières voor een effectieve controle gerelateerd is aan de beloningsstructuur binnen een bedrijf en aan de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Tot slot wordt van een aantal andere variabelen, zoals ondermeer de grootte van een onderneming, nagegaan of en in welke mate ze invloed hebben op de drie kernconcepten van de onderzoeksvraag.

1.3 Onderzoeksopzet

Het onderzoek gebeurt in twee stappen. In de eerste stap komt er een uitgebreide literatuurstudie aan bod waarin de problematiek in verband met de centrale onderzoeksvraag wordt uitgelegd. Vooraleer tot de kern van de zaak te komen, worden eerst een aantal theorieën omtrent corporate governance behandeld. Vervolgens wordt onderzocht welke relaties mogelijk bestaan tussen de beloning van bestuurders, onafhankelijkheid van de raad van bestuur en barrières voor een effectieve controle. Op basis daarvan worden de te testen hypothesen opgesteld.

In de tweede stap zal een praktijkgericht onderzoek uitgevoerd worden waarin de huidige situatie in een aantal landen geschetst wordt. Voor dit onderzoek zal worden getracht om een representatief beeld te geven van de situatie in België, Frankrijk en Nederland. Het onderzoek zal zich toespitsen op de grootste, beursgenoteerde ondernemingen van die landen, waardoor de steekproef eveneens de populatie zal zijn. De gegevens met betrekking tot de beloning van bestuurders, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en de

prestaties van een onderneming zijn afkomstig van de jaarverslagen van de bedrijven van de Euronext 100, aangevuld met een aantal ondernemingen van de BEL 20. Ingeval de jaarverslagen onvoldoende duidelijkheid bieden, zullen de betrokken ondernemingen gecontacteerd worden met de vraag om de nog ontbrekende informatie per email op te sturen. In zijn totaliteit bedraagt de grootte van de initiële steekproef 100 ondernemingen. Alvorens de hypothesen te testen, zal eerst een sectie aan beschrijvende statistiek worden gewijd. Voor de eigenlijke verwerking zal vervolgens gebruik worden gemaakt van een aantal technieken van univariate en multivariate aard. De statistische verwerking zal voornamelijk gebeuren via het softwarepakket 'SPSS', alleen voor één specifieke test (de Tobit-analyse) wordt het econometrische pakket 'STATA' gebruikt (Stata Corporation, 2003).

1.4 Begrippenlijst

Alvorens het onderzoek aan te vatten, worden eerst enkele veel voorkomende begrippen nauwkeurig gedefinieerd. Het gaat om de drie kernconcepten van de centrale onderzoeksvraag (de beloning van bestuurders, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en barrières voor een effectieve controle) en om het begrip corporate governance, waarin dit volledige onderzoek eigenlijk in kadert.

Onder *de beloning van bestuurders* wordt het volgende verstaan: het volledige bedrag aan jaarlijks loon, vergoedingen voor het bijwonen van een vergadering, aandelen en opties die de bestuurders ontvangen ter compensatie van hun geleverde diensten (Ryan en Wiggins, 2003). Belangrijk om te weten is dat er de laatste decennia een evolutie is geweest in verband met de lonen van managers. Finkelstein en Hambrick (1996) halen aan dat het vaste loon meer en meer wordt vervangen door een breed loonpakket, waarvan een deel prestatiegericht is. Het idee hierachter is dat loon en bedrijfsresultaten aan elkaar worden gelinkt met als doel de bestuurders meer te motiveren. Afgaand op deze stelling valt te verwachten dat aandelen en opties, waarvan de waarde afhangt van de resultaten, procentueel gezien een groot deel zullen uitmaken van het volledige loonpakket.

Met *de onafhankelijkheid van de raad van bestuur* wordt verwezen naar de mate waarin de leden van de raad van bestuur onafhankelijke bestuurders zijn. In de literatuur zijn er verschillende definities te vinden die het begrip *onafhankelijke bestuurder* zeer nauwkeurig omschrijven, waaronder die van Baltussen et al. (2003): "Een onafhankelijke bestuurder mag aandelen bezitten van de onderneming maar de waarde ervan mag niet meer dan 10 % van het aandelenkapitaal bedragen. Hij mag een mandaat uitgeoefend hebben van bestuurder, zaakvoerder, lid van het directiecomité of kaderlid bij de vennootschap, maar dit mandaat moet minstens twee jaar voorafgegaan zijn aan zijn benoeming. Een onafhankelijke bestuurder mag geen matrimoniale of eerste- of tweedegraads familiale banden hebben met geen enkele van de vorige categorieën in de onderneming. En daarenboven mag hij op geen enkel ander vlak specifieke banden hebben met de vennootschap want daardoor zou zijn onafhankelijkheid in het gedrang kunnen komen."

Barrières voor een effectieve controle zijn volgens Ryan en Wiggins (2003) hindernissen die niet toelaten dat de leden van de raad van bestuur op een effectieve wijze de leiding van een bedrijf controleren. De bestuurders kunnen dan met andere woorden niet effectief nagaan in welke mate de leiding van het bedrijf handelt in het belang van de aandeelhouders, namelijk maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Welke de barrières zijn, wordt pas duidelijk in de loop van dit onderzoek.

Het laatste begrip dat enige verduidelijking behoeft, is *corporate governance*. Deze term hangt nauw samen met de problematiek van de centrale onderzoeksvraag en zal in de loop van het onderzoek nog meermaals gebruikt worden. Corporate governance is een moeilijk te definiëren begrip en er bestaat dan ook geen eenduidige definitie. In het Nederlands wordt vaak een andere term gebruikt, namelijk deugdelijk of behoorlijk ondernemingsbestuur. Daaronder verstaat men het geheel van spelregels over de organisatie van het bestuur en het beleid bij (kapitaal)vennootschappen. Corporate governance draait doorgaans voornamelijk rond de verhouding tussen een onderneming enerzijds en de aandeelhouders van diezelfde onderneming anderzijds, waarbij beide op zoek gaan naar een manier om de belangen van elk optimaal te verzekeren (Bytsebier et al, 2003). Toch merken Bytsebier et

al. op dat corporate governance niet alleen kan gezien worden als een concept dat enkel de belangen van de aandeelhouders (shareholders) verdedigt, maar ook die van alle andere belanghebbenden (stakeholders). Deze ruimere interpretatie verwijst dan naar de visie van Coase (1937) en Jensen en Meckling (1976), die een onderneming beschouwen als een knooppunt van contracten tussen verschillende productiefactoren. Voorbeelden van andere belanghebbenden zijn werknemers, leveranciers, schuldeisers en soms zelfs de hele gemeenschap. In de loop van het tweede hoofdstuk wordt hieraan meer aandacht besteed bij de bespreking van de stakeholder theorie.

Uit het voorgaande blijkt dat het moeilijk is om corporate governance in een concrete definitie te gieten. In de literatuur zijn er al verwoede pogingen ondernomen om het begrip te omschrijven en één van de meest gebruikte definities is die van Shleifer en Vishny (1997): "Corporate governance heeft betrekking op de wijze waarop verschaffers van financiële middelen aan bedrijven zichzelf verzekeren van het ontvangen van een return op hun investering." Toch is dit maar één van de vele interpretaties van het begrip. Om een idee te geven van andere invalshoeken worden hieronder enkele gangbare definities opgesomd (www.encycogov.com, 2005):

- Corporate governance is een vakgebied in de economie dat onderzoekt hoe het management ertoe kan worden aangezet om op een efficiënte manier een bedrijf te leiden, gebruik makend van bepaalde mechanismen zoals contracten, organisatiestructuur en regelgeving.
- Corporate governance heeft te maken met het oplossen van gezamenlijke problemen tussen houders van verspreide aandelen en met de verzoening van belangenconflicten tussen verschillende betrokkenen.
- Corporate governance is de relatie van een bedrijf met haar aandeelhouders, of globaal genomen, haar relatie met de maatschappij.

- Corporate governance heeft betrekking op het promoten van eerlijkheid, transparantie en verantwoordelijkheid binnen de bedrijfsmuren.
- Corporate governance pakt kwesties aan in verband met de raad van bestuur, zoals onder andere de interactie met topmanagement en de relaties met de eigenaars van het bedrijf en andere belanghebbenden.

Ondanks het feit dat er zoveel verschillende definities zijn, is er wel algemene eensgezindheid over de kern van de zaak. De meeste onderzoekers gaan akkoord met de stelling dat corporate governance twee specifieke dimensies heeft, die door Short, Keasy en Wright (2001) nader onderzocht zijn. De nadruk van het concept ligt voornamelijk op het controleren van het management en op de verantwoordelijkheid die de managers afzonderlijk moeten geven ten aanzien van aandeelhouders. Verder is er ook consensus over de noodzaak om managers te motiveren om de winst te verhogen. De hoofddoelstelling van een onderneming bestaat er immers in om zijn globale waarde te maximaliseren (Jensen, 2001). Om dit te bewerkstelligen, moeten de managers aangespoord worden om alles daartoe in het werk te stellen.

Het is belangrijk in te zien dat er nood is aan corporate governance omdat de huidige ondernemingen verschillend zijn van de ondernemingsmodellen die de bedrijfswereld vroeger voor ogen had. Eén van de voorbijgestreefde modellen is dat van Fama (1980), die veronderstelde dat een ondernemer tegelijk eigenaar en manager is van een onderneming, en zodoende slechts één doel voor ogen kan hebben, namelijk het maximaliseren van de bedrijfswinst. Tegenwoordig gaat die theorie echter niet meer op aangezien in zeer veel bedrijven de activiteiten gefinancierd worden door aandeelhouders, die daardoor in feite eigenaar zijn van een klein deel van het bedrijf. Daarnaast vormen managers de dragende kracht in een onderneming en zoals in het verdere verloop van dit werkstuk zal blijken, zijn zij niet altijd gedreven om de winst te maximaliseren. Het gebeurt frequent dat managers gemotiveerd zijn om acties te ondernemen uit eigenbelang.

Hoofdstuk 2 Corporate governance

2.1 Ontwikkeling van corporate governance

De wortels van corporate governance liggen, zoals de term zelf reeds laat vermoeden, in de Angelsaksische landen. Ondanks het feit dat het begrip pas de laatste decennia bekendheid heeft gekregen, valt de oorsprong van corporate governance toch heel vroeg in onze geschiedenis te situeren. Volgens Byttebier et al. (2003) heeft een belangrijk aspect van corporate governance betrekking op het bedenken van regels die het bestuur van ondernemingen proberen te optimaliseren. Dergelijke regulering, in dit geval over vennootschapsbestuur, wordt niet zomaar opgesteld; vaak gebeurt dit uit praktische noodzaak om de leiding van een onderneming in goede banen te leiden. Vanuit dit standpunt kan in feite geconcludeerd worden dat het concept corporate governance tegelijkertijd is ontstaan met de eerste vormen van het bedrijfswezen. Byttebier et al. (2003) zijn zelfs van mening dat de vroegste ondernemingen in zekere zin een vorm van corporate governance incorporeerden.

Toch is het niet zo dat men corporate governance vandaag aan werkelijk alle ondernemingen kan koppelen. Met het concept wordt voornamelijk verwezen naar instellingen die eigendom en controle gescheiden houden. Zo vermeldt Tricker (2000) dat problemen in verband met corporate governance ontstaan wanneer een bedrijfskundige entiteit een eigen leven gaat leiden, namelijk wanneer het eigendom van een onderneming wordt gescheiden van het management. In die context kan men in de geschiedenis voor het eerst spreken van corporate governance bij de oprichting van de Oost- en West-Indische Compagnie aan het begin van de zeventiende eeuw (Monks en Minow, 2001). Daar werd het kapitaal immers aangebracht door particulieren terwijl de leiding door anderen werd verzorgd, zodat de scheiding tussen eigendom en leiding voor het eerst realiteit was. Aan de oorsprong van dit idee ligt de gedachtegang van Adam Smith, die reeds in 1776 zijn werk *'The Wealth of Nations'* schreef en waarin hij het idee achter corporate governance

uitlegde zonder dat hij de term kende. Tricker (2000) citeert hem als volgt: “Van bestuurders van ondernemingen, die het geld beheren van anderen maar niet van zichzelf, kan niet worden verwacht dat ze er met dezelfde angstige waakzaamheid over zouden waken zoals partners in een privé-samenwerking regelmatig zouden doen over hun eigen geld.”

Deze historische terugblik buiten beschouwing gelaten, is de aanleiding van corporate governance terug te vinden in de negentiende eeuw. Percy (1995) haalt aan dat in die tijd particulieren in het Verenigd Koninkrijk konden investeren in projecten, waarbij ze het management ervan delegeerden aan anderen, met als doel om zo de persoonlijke aansprakelijkheid te beperken. Het idee om de aansprakelijkheid van aandeelhouders te beperken door middel van de scheiding van eigendom en leiding is hiermee geboren.

In 1932 gaan Berle en Means dieper in op dit onderwerp. In dat jaar publiceerden ze hun vermaarde werk ‘The modern corporation and private property’, waarin ze het Amerikaanse economische systeem – en meer bepaald de machteloosheid van de aandeelhouders door de grote macht van het management – aan de kaak stellen. Door de grote verdeeldheid van aandelen was er destijds immers geen controle meer op de leiding van een vennootschap en de auteurs zagen toen reeds in dat een scheiding tussen eigendom en controle voor een aantal problemen kon zorgen. Daarnaast vreesden ze ook dat de verspreiding van aandelen nog zou toenemen en dat de concentraties aan aandelen steeds kleiner zouden worden, waardoor de managers nog meer macht konden krijgen (Weidenbaum en Jensen, 1992).

Daarna duurde het verschillende decennia vooraleer corporate governance nog in de actualiteit verscheen. Vanaf de jaren '80 kwam de discussie terug op gang. Dat was te wijten aan de golf van vijandige overnamebiedingen die de Amerikaanse bedrijfswereld toen overspoelde en aan de moeilijkheden die enkele grote bedrijven destijds doormaakten (Byttebier et al, 2003). Een vijandige overname kan worden beschouwd als een teken dat het management slecht presteert, waardoor de waarde van een bedrijf lager ligt dan de eigenlijke waarde. Door de vele overnames ontstond de indruk dat het slecht ging in het bedrijfsleven en werden er discussies op gang gebracht over de wijze waarop managers

begeleid en gecontroleerd moesten worden. Andere redenen die de toenemende aandacht voor corporate governance verklaren, zijn volgens Becht et al. (2002) de wereldwijde privatisering en de aanwezigheid van pensioenfondsen. Dergelijke fondsen beleggen massa's aan spaargelden van gewone burgers in aandelen. Omdat het over zoveel geld gaat, zijn de beheerders van die pensioenfondsen verplicht om de toestand van bedrijven op te volgen. Het uiteindelijke gevolg hiervan is een verhoogde interesse in deugdelijk bestuur (Monks en Minow, 2001).

In de loop der jaren begon corporate governance dus een concrete betekenis te krijgen. Zo legde Tricker (1984) het proces rond corporate governance uit aan de hand van vier kernactiviteiten: 'direction', 'executive action', 'supervision' en 'accountability'. Met de eerste activiteit doelde hij op het uitstippelen van een langetermijnstrategie. Executive action had te maken met het nemen van belangrijke beslissingen en supervision betekende dat de prestaties van managers moesten gecontroleerd worden. Accountability verwees ten slotte naar het erkennen van aansprakelijkheid aan diegenen die erom vroegen (Tricker, 1984; MacDonald en Beattie, 1993).

Het moderne, hedendaagse concept rond corporate governance is min of meer pas in 1991 ontstaan door de oprichting van het Cadbury Committee in het Verenigd Koninkrijk (Dahya et al., 2002). Dat gebeurde omwille van drie redenen (Keasy et al, 2005). Ten eerste was de bedrijfswereld ongerust over de toename van creatief boekhouden, hetgeen zorgde voor moeilijkheden bij het berekenen van de aandeelhouderswaarde. Verder zorgde het stijgend aantal faillissementen voor spanningen en ten slotte was het grote publiek niet opgezet met de snelle groei van beloningen van bestuurders, zonder dat die gepaard ging met stijgende bedrijfsresultaten. Het doel van het Cadbury Committee was om een code op te stellen die nieuwe inzichten zou verschaffen inzake corporate governance. Uiteindelijk leidde dit alles in 1992 tot het Cadbury Report. De hoeksteen van dat report is de 'Code of Best Practice', die ontworpen werd "om hoge standaarden voor corporate gedrag te ontwikkelen" (Percy, 1995). De essentie ervan was een norm te creëren om op die manier deugdelijk bestuur aan te moedigen. Het uiteindelijke Cadbury rapport herzielt de structuur en de

verantwoordelijkheid van de raad van bestuur, beschouwt de rechten en plichten van aandeelhouders en gaat de rol van auditors na (Cadbury Committee, 1992).

Volgend op dit rapport ontstond een hele waaier aan initiatieven die een poging deden om corporate governance in tekstvorm te gieten. In het Verenigd Koninkrijk volgden ondermeer nog het Greenbury report betreffende de beloning van bestuurders en een Combined Code, die alles in één geheel probeerde te gieten (Dedman, 2002). Ook andere landen trachtten hun codes op te stellen zoals Australië (1993) met het Hilmer en het Bosch rapport, Zuid-Afrika (1994) met het King Report, Nederland (1995) met de Corporate Governance Code en Frankrijk (1995) met het Viénot rapport (Dahya en Travlos, 2000; www.bng.nl). Het OECD¹ stelde daarnaast voor om wereldwijd richtlijnen uit te vaardigen in verband met corporate governance (Tricker, 2000).²

Ondanks deze eerste golf van inspanningen kwamen er over de hele wereld nog tal van schandalen aan het licht, vooral aan het einde van de twintigste eeuw en de jaren daarop volgend. Ondernemingen zoals Enron, WorldCom en het dichterbij gelegen Lernaut & Hauspie zijn de meest bekende voorbeelden. Daarom namen de Verenigde Staten het initiatief om corporate governance te reguleren en dit leidde uiteindelijk in 2002 tot de Sarbanes-Oxley Act, die door het Congress werd goedgekeurd (Romano, 2005). Ook in eigen land werden er inspanningen gedaan, hetgeen in 2004 uitmondde in de Code Lippens voor beursgenoteerde ondernemingen en in 2005 in de Code Buysse voor KMO's en familiebedrijven (www.corporategovernancecommittee.be).³

Zoals blijkt uit het bovenstaande zijn er al veel pogingen ondernomen om de bedrijfswereld te sensibiliseren voor corporate governance en om duidelijk te maken hoe belangrijk deugdelijk bestuur wel is. Toch is dit nog maar het begin van een lange weg. Corporate governance kan immers niet in een strak keurslijf worden gewrongen en het is van

¹ OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development

² Het merendeel van deze codes is terug te vinden op de volgende websites: www.ecgi.org en www.oecd.org

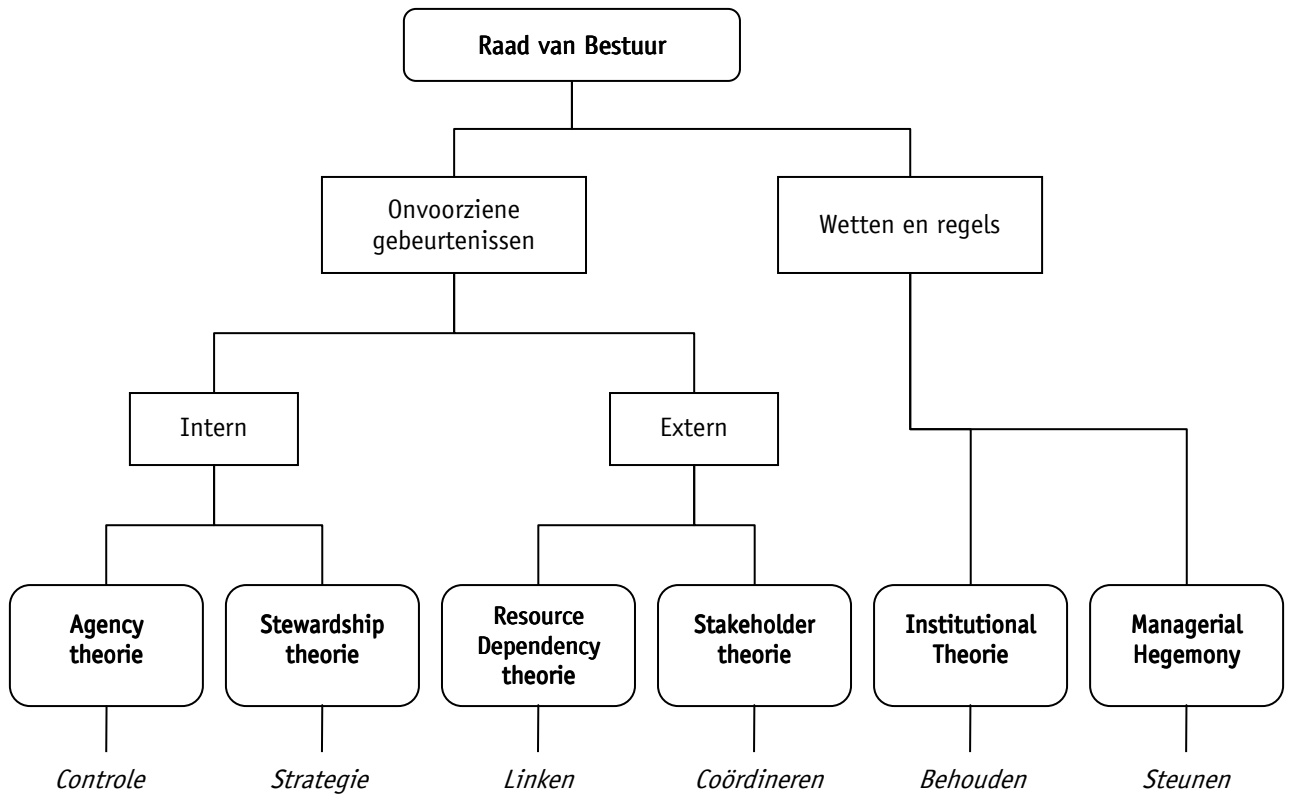
³ Deze twee codes zijn terug te vinden op ondermeer de volgende websites: www.behoorlijkbestuur.be en www.codebuysse.be

essentieel belang om dit concept aan te passen, te verfijnen en bij te sturen indien nodig. Zowel ondernemingen als investeerders moeten de kans krijgen om te blijven innoveren en om hun beleid inzake governance aan te passen aan nieuwe economische omstandigheden. Dit is een noodzakelijk en continu proces, hetgeen kan gezien worden als 'work in progress' (OECD, 1999). Tricker (2000) zag het zelfs als volgt: "De komende éérentwintigste eeuw belooft de eeuw van governance te worden, aangezien de focus nu overgaat naar de legitimiteit en de effectiviteit van het wereldwijd gebruiken van macht in bedrijfskundige entiteiten."

2.2 Theorieën achter de ontwikkeling van corporate governance

Ondanks het feit dat corporate governance nog maar sinds enkele decennia aan belang heeft gewonnen, zijn de achterliggende theorieën al veel ouder. De ontwikkeling van corporate governance heeft over de hele wereld plaatsgevonden en zodoende krijgt het concept op elke plaats zijn eigen accenten met betrekking tot wettelijke, culturele of structurele aspecten. Daarom is het niet verwonderlijk dat bepaalde theorieën meer geschikt zijn dan andere op bepaalde plaatsen of op bepaalde tijdstippen, naargelang de ontwikkelingsfase die corporate governance ondergaat in een gebied. Ten slotte moet zeker de bedenking worden gemaakt dat elke onderneming een eigen 'corporate' structuur creëert en als dusdanig ook zelf voor de accenten zorgt.

Aangezien het onmogelijk is om een overzicht te geven van alle theorieën die hebben bijgedragen tot de ontwikkeling van corporate governance, komen in dit hoofdstuk enkel de belangrijkste aan bod. Enkele vooraanstaande onderzoeken hieromtrent zijn die van Daily et al. (2003) en Hung (1998). Laatstgenoemde gaat diep in op zes belangrijke theorieën die volgens hem gelinkt zijn aan zes belangrijke taken voor de raad van bestuur. Hij heeft getracht deze theorieën te schikken in een zinvolle classificatie en dat leidde tot het resultaat in figuur 1 op de volgende pagina. Daily et al. beperken zich tot de eerste drie theorieën van de indelingsboom van figuur 1.



Figuur 1 Indeling theorieën gekoppeld aan de rol van de raad van bestuur
Bron: Eigen creatie, gebaseerd op Hung (1998)

De eerste opsplitsing die Hung maakt, leidt tot twee grote takken. De rechtse tak bevat twee theorieën, de *institutional theorie* en de *managerial hegemony*, die gebaseerd zijn op het feit dat een onderneming genoodzaakt is zich te schikken naar welbepaalde wetten en regels. Daartegenover staat de andere tak die corporate governance tracht te benaderen vanuit onvoorziene gebeurtenissen waar de onderneming geen vat op heeft. Deze linkse tak kan dan nogmaals worden opgedeeld in twee takken, namelijk externe en interne omgeving, waarmee wordt verwezen naar het feit dat de aanleiding van de gebeurtenis binnen of buiten het bedrijf is gelegen. De *resource dependency* en de *stakeholder theorie* houden verband met de externe omgeving, de *agency* en de *stewardship theorie* met de interne. Elk van deze theorieën wordt achtereenvolgens besproken en ten slotte komt de transactions cost economics nog aan bod, een theorie die niet door Hung is besproken.

2.2.1 Agency theorie

“Managers are supposed to be the agents of a corporation’s owners, but managers must be monitored and institutional arrangements must provide some checks and balances to make sure they do not abuse their power.” (Mallin, 2004)

2.2.1.1 Structuur van het probleem

Ongetwijfeld de belangrijkste theorie inzake corporate governance is de agency theorie, waarnaar de voorbije decennia zeer veel onderzoek is gedaan en waarover reeds tal van publicaties zijn verschenen. Het centrale idee achter deze theorie is volgens Moerland (1997) en Mallin (2004) het bestaan van een agency relatie tussen twee partijen, namelijk een agent en een opdrachtgever (in de Engelse literatuur principal genoemd), waarbij de laatstgenoemde werk delegeert naar de agent die als gevolg daarvan beslissingsbevoegdheid krijgt (Jensen en Meckling, 1976). Deze relatie kan een aantal problemen met zich meebrengen omdat het mogelijk is dat de agent niet volledig in het belang van de opdrachtgever handelt terwijl hij verondersteld wordt dat juist wél te doen. In het ergste geval is het zelfs mogelijk dat de agent uit eigenbelang handelt, zonder rekening te houden met zijn opdrachtgever. In dergelijke gevallen spreekt men van een ‘conflict of interest’ en ontstaat een agency probleem. Hart (1995) is van mening dat corporate governance enkel zinvol kan zijn indien er sprake is van agency problemen. Hij zegt immers dat, indien dergelijke problemen niet zouden bestaan, het dan mogelijk is om alle individuen op te leggen om te streven naar hetzelfde doel.

Wanneer deze theorie wordt toegepast op de bedrijfseconomische realiteit is het duidelijk dat ook hier agenten en principals aanwezig zijn: de agenten worden vertegenwoordigd door de managers en de opdrachtgevers door de aandeelhouders (Salter, 2003). Managers leiden een onderneming en aandeelhouders financieren deze in de veronderstelling dat managers

het bedrijf zodanig besturen dat het de winst ten goede komt. Op die manier kunnen de aandeelhouders uiteindelijk genieten van een hoger dividend en zien zij hun inbreng beloond worden. Soms gebeurt het echter dat managers een drijfveer hebben waardoor ze niet werken in het belang van aandeelhouders. Jensen en Murphy (1990) verwoorden het als volgt: "Aandeelhouders verwachten dat CEO's een politiek voeren die de waarden van de aandelen maximaliseert. Zoals andere mensen hebben CEO's echter eerder de neiging om activiteiten op poten te zetten die voordelig zijn voor hun eigen welzijn."

Agency problemen worden indirect veroorzaakt door de scheiding van eigendom en management (Shleifer en Vishny, 1997), of vanuit een ander standpunt bekeken, door de scheiding van het dragen van risico enerzijds en het nemen van beslissingen anderzijds (Fama en Jensen, 1983). Dit leidt immers tot een situatie waarbij de aandeelhouder volledig is aangewezen op het functioneren van de managers. Verder speelt ook de grote verdeeldheid van de aandelen hierbij een rol. Door de steeds groter wordende versnippering hebben aandeelhouders steeds minder de mogelijkheid om zich te mengen in beslissingen, hoewel ze er als mede-eigenaar van de onderneming in feite recht op hebben. Aandeelhouders hebben volgens Weidenbaum en Jensen (1992) hun wettelijke positie van privé-eigendom in een onderneming ingeruild voor de rol van ontvanger van kapitaalontvangsten.

De belangrijkste directe oorzaak van het agency probleem is de onvolledigheid van contracten (Hart, 1995; Shleifer en Vishny, 1997). Eisenhardt (2001) ziet het contract tussen de opdrachtgever en de agent zelfs als de centrale onderzoekseenheid van de agency theorie. De standaard principal-agent theorie gaat er vanuit dat het kosteloos is om contracten te schrijven. In de praktijk is het echter onmogelijk en veel te duur om een contract op te stellen dat rekening houdt met alle mogelijke situaties en dat voor elk van die situaties richtlijnen weergeeft. Het gevolg is dat de aandeelhouders en de ondernemingen onvolledige contracten ondertekenen. Doordat echter gebruik gemaakt wordt van onvolledige contracten, zullen er mogelijk situaties ontstaan die niet op voorhand waren ingecalculerd. De oplossing – in theorie althans – is de creatie van de

zogenaamde 'residual rights of control' (Hart, 1995; Salter, 2003), hetgeen inhoudt dat de aandeelhouders het recht krijgen om beslissingen te nemen over bepaalde situaties, op voorwaarde dat die niet werden besproken in het contract. Op dat moment ontstaat echter het agency probleem omdat een aandeelhouder noch de kwaliteiten, noch de nodige informatie heeft om zich te kunnen mengen in de bedrijfsvoering. De residual rights of control komen terug bij de managers zodat die alle vrijheid hebben om te handelen naar eigen goeddunken. Dit kan in sommige gevallen leiden tot misbruik en wanbeheer.

Wat de onvolledigheid van contracten betreft, stelt Eisenhardt (1989) zich verder de vraag welk soort contract het meest efficiënt is. Er is de keuze tussen enerzijds een gedragsgeoriënteerd contract, met vast salaris, en anderzijds een prestatiegeoriënteerd contract, met ondermeer commissies en opties als beloningen. Welke van deze twee contracten het meest geschikt is, hangt af van de specifieke situatie. Om dit na te gaan, stelt Eisenhardt twee gevalstudies op waarbij ze gebruik maakt van het meest eenvoudige agency model. Dit veronderstelt een belangenconflict tussen een agent en een principal en daarnaast ook een agent die meer risicoafzijdig is dan zijn opdrachtgever. De verklaring achter dit laatste gegeven is het feit dat een agent die zijn taken niet goed kan verdelen, risicoafzijdig is, terwijl de principal eerder risiconutraal is omdat die zijn investering beter kan diversifiëren. Bij de oplossing van dit probleem komt nog een tweede factor kijken, namelijk de asymmetrie van informatie. Eisenhardt stelt dat in sommige gevallen de principal over weinig of geen informatie beschikt met betrekking tot wat de agent heeft uitgevoerd. Op basis daarvan stelt ze twee cases op, waarvoor ze elk afzonderlijk een oplossing zoekt.

De eerste gevalstudie veronderstelt dat de opdrachtgever op de hoogte is van wat de agent heeft gepresteerd. In dat geval is een gedragsgeoriënteerd contract aangewezen omdat de opdrachtgever als het ware het gedrag van de agent aankoopt. Voor het tweede geval maakt de auteur de assumptie dat de opdrachtgever niet goed weet wat de agent heeft uitgericht. Daardoor ontstaat de kans dat de agent uit eigenbelang heeft gehandeld en is er mogelijk sprake van een echt agency probleem. In dat geval is een prestatiegeoriënteerd contract

aangewezen. Een dergelijk contract motiveert de agent immers om te handelen in overeenstemming met de belangen van de opdrachtgever, alias aandeelhouder (Eisenhardt, 1989).

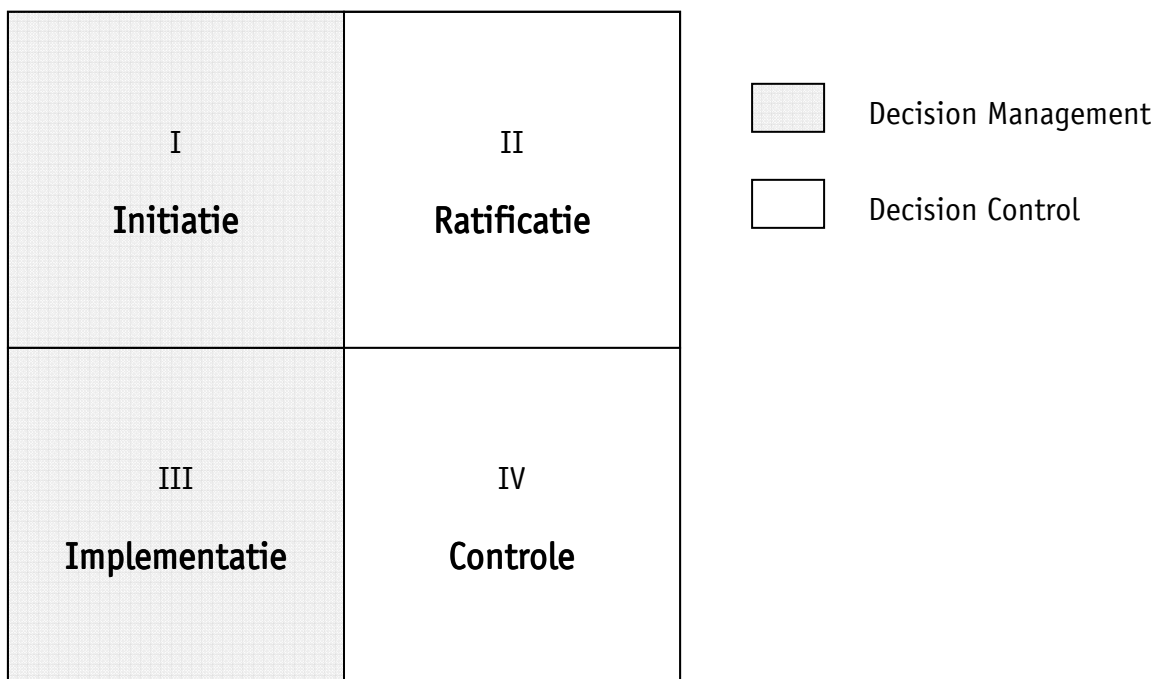
Uit bovenstaande paragrafen blijkt dat vooral de aandeelhouders lijden onder het agency probleem, maar toch zijn zij niet de enigen. Ook de ondernemingen zelf dragen er de gevolgen van wegens de agency kosten die het probleem met zich meebrengt. In de eerste plaats hebben de kosten van misbruik door managers een groot aandeel in de totale kostensom. Verder horen ook kosten van het structureren, het controleren van de managers en het opstellen van de volledige set van contracten tussen agenten met een 'conflict of interest' thuis onder de noemer van agency kosten (Fama en Jensen, 1983).

2.2.1.2 Raad van bestuur

De taak van de raad van bestuur is volgens de agency theorie louter van controlerende aard (Hillman et al, 2000). De bestuurders fungeren als vertrouwenspersoon van de aandeelhouders en worden verondersteld problemen op te lossen die het gevolg zijn van de scheiding van eigendom en management. De oplossing moet er in elk geval toe leiden dat de managers opnieuw zullen werken in functie van de aandeelhouders. In sommige gevallen zullen bepaalde managers zelfs aan de kant worden geschoven en vervangen worden door anderen. Fama haalt in dit verband nog aan dat het ideaal is om topmanagers de andere managers te laten controleren indien er competitie heerst tussen diezelfde topmanagers van een bedrijf (Williamson, 1998). Hij verwijst hiermee naar het feit dat in sommige bedrijven de raad van bestuur ondermeer uit managers van de eigen werkvloer bestaat.

In het licht van de agency theorie is het volgens Fama en Jensen (1983) ook van essentieel belang om het beslissingsproces van naderbij te onderzoeken. Zij zijn immers van mening dat de wijze waarop de verschillende stappen van dat proces gestructureerd zijn, belangrijke gevolgen heeft voor het overleven van de organisatie. Kort samengevat heeft een beslissingsproces vier stappen (zie figuur 2 op de volgende pagina). De eerste stap is de

initiatie, hetgeen inhoudt dat voorstellen worden gegenereerd met betrekking tot het gebruik van bronnen of het structureren van contracten. Vervolgens vindt *ratificatie* plaats, waarbij de beslissing wordt genomen over welke initiatieven zullen uitgevoerd worden. Dan gebeurt de *implementatie* van het goedgekeurde voorstel en ten slotte de *controle*, die bestaat uit het opmeten van de prestatie en het eventueel toekennen van een beloning. Cruciaal in dit proces is het feit dat deze vier stappen niet door één partij mogen worden uitgevoerd. Initiatie en implementatie kunnen worden toegewezen aan welbepaalde agenten, terwijl de ratificatie en de controle dan weer aan een ander orgaan worden gegeven. Men kan de functies van de agenten plaatsen onder de noemer van beslissingsmanagement (decision management) en de twee andere functies onder de noemer van beslissingscontrole (decision control).



Figuur 2 Indeling beslissingsproces
Bron: Eigen creatie, gebaseerd op Fama en Jensen (1983)

Indien het standpunt vanuit de vorige paragraaf wordt aangenomen, kan de agency theorie in feite benaderd worden via de toewijzing van de aangehaalde functies beslissingsmanagement en -controle. Het eerste luik, in verband met het nemen van

beslissingen, is van strategische aard. Deze verantwoordelijkheid moet worden toegewezen aan de managers van een onderneming omdat zij op de hoogte zijn van de situatie op de werkvloer en de nodige informatie hebben om gerechtvaardigde beslissingen te nemen. Anderzijds is er ook het luik van de controle, waarbij het werk van de managers gecontroleerd moet worden. Deze functie wordt best toegewezen aan de raad van bestuur, die dan als controlerend orgaan kan optreden ten opzichte van het strategische orgaan (Fama en Jensen, 1983).

2.2.2 Stewardship theorie

Volgens Mallin (2004) houdt de stewardship theorie heel concreet in dat managers beschouwd worden als 'stewards' van de goeden van een bedrijf en dat ze de aanleg hebben om te handelen in het belang van de aandeelhouders. Turnbull (1997) ziet het iets anders en meent dat managers gemotiveerd zijn om hoge bedrijfswinsten na te streven die leiden tot hogere rendementen voor de aandeelhouders. Hung (1998) meent ten slotte dat deze theorie veronderstelt dat managers het als innerlijke plicht beschouwen om hun werk goed te doen. Ze hebben als het ware geen motivatieprobleem en ervaren grote moeilijkheden wanneer de belangen van de onderneming en van de eigenaars niet met elkaar overeenstemmen.

De stewardship theorie heeft zijn wortels in de psychologie en de sociologie, en was oorspronkelijk ontworpen om situaties te bestuderen waarbij managers gemotiveerd zijn om als steward te functioneren ten voordele van de belanghebbenden (Davis et al, 1997). Bij deze theorie is het managermodel gebaseerd op een steward wiens gedrag zodanig is gestructureerd dat collectief handelen de voorkeur krijgt op individueel handelen. Indien een manager voor de keuze wordt gesteld tussen pro-organisatie handelen of handelen uit eigenbelang, dan zal hij volgens deze theorie niet toegeven aan het eigenbelang. Zelfs indien de belangen van de manager en de belanghebbenden niet overeenstemmen, zal de steward meer waarde toekennen aan coöperatief gedrag in plaats van zijn eigen belangen op de eerste plaats te stellen. De stewardship theorie veronderstelt immers een sterke relatie

tussen het succes van de organisatie en de voldoening van de manager. Omwille van deze relatie tracht laatstgenoemde de aandeelhouderswaarde te beschermen en te maximaliseren, zodat hij uiteindelijk als het ware zijn eigen nutsfunctie verhoogt. Volgens Hung (1998) is daardoor controle door de raad van bestuur slechts in beperkte mate nodig en vervult die in feite alleen een strategische rol. Hij is van mening dat de sleutelrol van de raad van bestuur voor het grootste deel bestaat uit het streven naar goede en efficiënte bedrijfsresultaten.

Wanneer deze stewardship en de agency theorie met elkaar vergeleken worden, valt het op dat ze op bepaalde vlakken lijnrecht tegenover elkaar staan. Het fundamentele verschil tussen de twee theorieën heeft betrekking op de motivatie (Davis et al, 1997). Bij de agency theorie is er sprake van extrinsieke motivatie in de vorm van bepaalde beloningen, al dan niet gekoppeld aan prestaties. Op die manier is de manager gemotiveerd om goede prestaties te leveren en in het belang van de aandeelhouders te werken. Daartegenover veronderstelt de stewardship theorie dat de managers van een bedrijf voornamelijk intrinsiek gemotiveerd zijn door de nood aan prestatie en verantwoordelijkheidsgevoel (Turnbull, 1997). In die optiek kan de theorie gelinkt worden aan de befaamde piramide van Maslow, die impliceert dat elke mens bepaalde behoeften heeft, waaronder ook prestatiedrang en verantwoordelijkheid (Roediger et al, 2001). Deze waarden zijn terug te vinden in de bovenste laag van de piramide, zijnde de behoefte aan zelfactualisatie.

Een ander duidelijk verschil tussen de twee theorieën heeft te maken met de persoonlijke identificatie van de manager. Identificatie doet zich voor wanneer managers zichzelf definiëren in termen van het lidmaatschap van een onderneming door de missie, visie en doelstellingen ervan te aanvaarden. Ze zien zichzelf min of meer als het verlengde van het bedrijf en deze denkwijze maakt in dat geval deel uit van de psychologische structuur van de persoon. Een manager die zich met het bedrijf identificeert, zal commentaren over de onderneming persoonlijk opvatten. Daarnaast zullen bedrijfssuccessen als persoonlijk succes en organisatorische fouten als persoonlijk falen ervaren worden (Davis et al, 1997).

Tot slot moet volgens Turnbull (1997) de opmerking worden gemaakt dat de stewardship theorie eerder cultuurgebonden is. Zo zal de 'company man', zoals Turnbull de steward noemt, eerder in Japan opduiken dan in het Westerse bedrijfsleven. Hij stelt dat Japanse managers het bedrijf boven hun familie plaatsen en bovendien is het bekend dat persoonlijk falen – in dit geval als manager – in de Japanse cultuur als een beschamend feit wordt ervaren. Daardoor zullen Japanse bedrijfsmensen het als een innerlijke plicht beschouwen om te handelen in het belang van het bedrijf en dus ook de aandeelhouders. Davis et al. (1997) halen dit eveneens aan in hun werkstuk onder de noemer van collectivisme. Daartegenover staat volgens hen het eerder Europese individualisme, waarbij managers minder aan het bedrijf en meer aan zichzelf denken. Dit staat recht tegenover het collectivisme van de stewardship theorie en het is daarom niet verwonderlijk dat het individualisme vaak aan de agency theorie wordt gelinkt.

2.2.3 Resource dependency theorie

De volgende theorie achter corporate governance is gebaseerd op omstandigheden die buiten de onderneming zelf liggen, in tegenstelling tot de twee voorgaande theorieën. De zogenaamde resource dependency theorie veronderstelt dat ondernemingen afhankelijk zijn van elkaar om toegang te krijgen tot waardevolle bronnen, zoals kapitaal en grondstoffen (Hung, 1998). Die afhankelijkheid ontstaat doordat bestuurders connecties opbouwen met externe factoren zoals bijvoorbeeld een andere onderneming. Door deze wederzijdse afhankelijkheid zijn ondernemingen genoodzaakt verbintenissen aan te gaan om die wederzijdse relatie in stand te houden. De raad van bestuur moet dus een verbindende rol vervullen en een aantal linken leggen in het complexe geheel van relaties tussen verschillende bedrijven. Een mogelijke verbintenis kan ontstaan doordat een bepaalde persoon deel uitmaakt van de raad van bestuur van twee ondernemingen. Ten gevolge hiervan krijgen beide bedrijven toegang tot informatie in verband met hun financiering en productie, waardoor de mogelijkheid kan ontstaan dat de vereiste bronnen worden aangewend op een wijze die voordelig is voor beide organisaties. Zo kan bijvoorbeeld in een productiebedrijf een bestuurder zetelen die ook behoort tot de raad van bestuur van een

financiële instelling. Op die manier kan het productiebedrijf eventueel een kredietlijn openen onder voordelige voorwaarden (Daily et al, 2003).

De raad van bestuur is volgens deze theorie een uitstekend mechanisme om externe relaties te onderhouden, om de onzekerheid ten opzichte van de omgeving te reduceren en om transactiekosten, gekoppeld aan de onderlinge afhankelijkheid tussen bedrijven, te verminderen (Hillman et al, 2000). Daarnaast moet de raad van bestuur ook nog de wettelijkheid van het bedrijf garanderen en bijstand bieden bij het bereiken van prestatie- en efficiëntiedoelen. De inhoud van deze taak is van cruciaal belang omdat de bestuursraad wordt gezien als een kritische schakel tussen andere ondernemingen en de externe omgeving. Ten opzichte van die omgeving bestaat er onzekerheid omdat niet geweten is wat de relaties met externe factoren zullen opbrengen en hoe die überhaupt zullen evolueren. Om te kunnen overleven, is het voor een bedrijf noodzakelijk om te kunnen omgaan met onzekerheid. Die belemmert immers de mate waarin de organisatie controle heeft over de bronnen en over de keuze van strategieën, hetgeen dan weer leidt tot een moeilijk functioneren van dag tot dag. Indien op effectieve wijze kan worden omgegaan met deze onzekerheid, leidt dit tot meer sterkte en, uiteindelijk, een veel grotere kans om te overleven. Kort gezegd komt het er volgens Hillman et al. (2000) op neer dat een organisatie minder onzekerheid kent naarmate de raad van bestuur meer connecties opbouwt met de externe omgeving.

De vermindering van transactiekosten, reeds vermeld in bovenstaande paragraaf, is het rechtstreekse gevolg van het feit dat een bestuurder in meerdere ondernemingen tot de raad van bestuur behoort. Daardoor is hij in staat over informatie te beschikken over ondermeer bepaalde prijzen en het personeel dat moeten worden aangenomen. Daarenboven kan hij invloed uitoefenen op de voorgestelde regelgeving, waaruit uiteindelijk een concurrentievoordeel kan voortvloeien (Hillman et al, 2000).

Wat de rol van de bestuurders betreft, wordt een andere uiteenzetting gegeven door Ornstein (1984). Die haalt aan dat de raad van bestuur kan beschouwd worden als een

middel waarmee ondernemingen andere ondernemingen controleren en waarmee ze de zakelijke activiteiten kunnen coördineren ten opzichte van elkaar. Daarnaast kunnen ondernemingen samen een sterkere positie innemen ten opzichte van de concurrentie, leveranciers, klanten en wettelijke instanties. Verder ziet Ornstein (1984) het netwerk van connecties tussen ondernemingen als een ideaal systeem om te communiceren met elkaar en om algemene informatie met betrekking tot de sector naar elkaar door te sturen. In de literatuur is dit systeem, waarbij bestuurders in meerdere raden van bestuur zetelen en fungeren als verbindingen tussen verschillende ondernemingen, bekend als *director interlocks* (Hallock, 1995).

Tot slot blijkt uit een onderzoek van Hillman et al. (2000) dat de samenstelling van de raad van bestuur wijzigt wanneer de externe omgeving verandert. Dit is te verklaren door de nieuwe noden aan dewelke de onderneming moet tegemoetkomen. De nieuwe bronnen moeten worden binnengehaald door bestuurders met andere connecties en daardoor moet natuurlijk de oorspronkelijke raad van bestuur vervangen worden door een nieuwe.

2.2.4 Stakeholder theorie

Om de stakeholder theorie te begrijpen, is het nodig om eerst en vooral een duidelijk beeld te scheppen rond het begrip 'stakeholder'. Turnbull (1997) definieert het als volgt: "Stakeholders worden geïdentificeerd door de huidige en potentiële voor- en nadelen die ze ervaren of waarop ze anticiperen ten gevolge van de handelingen of het verzaken aan handelingen door de onderneming." In feite komt het er op neer dat iedereen die gevolgen ondervindt van het handelen van een onderneming, als stakeholder wordt beschouwd (Stoner et al., 1996). Zo horen niet alleen aandeelhouders tot deze categorie, maar ook werknemers, klanten, gemeenschappen en overheidsinstellingen – en binnen sommige interpretaties zelfs het milieu, dieven en terroristen (Jensen, 2001). Een ietwat andere interpretatie komt van Donaldson en Preston (1995), die aanhalen dat elke persoon of groep die belangen heeft in een onderneming, recht heeft op welbepaalde rechten en voordelen.

De stakeholder theorie houdt in dat managers beslissingen horen te nemen, rekening houdend met de belangen van alle belanghebbenden van een onderneming (Jensen, 2001). Verondersteld wordt dat managers bij elke beslissing moeten trachten om ieders belang te optimaliseren. Donaldson en Preston (1995) voegen daar aan toe dat alle belanghebbenden op gelijke voet dienen te worden gezet omdat elke relatie theoretisch gezien even belangrijk is en evenveel aandacht en prioriteit verdient. Daardoor staat deze theorie in feite lijnrecht tegenover het klassieke doel van een onderneming, namelijk waardemaximalisatie, hetgeen impliceert dat vooral de belangen van de aandeelhouders in het achterhoofd worden gehouden.

Jensen (2001) geeft aan dat deze theorie in de praktijk moeilijk te verwezenlijken valt. Iedere stakeholder heeft immers eigen wensen – een klant wil lage prijzen, een werknemer goede werkomstandigheden en aandeelhouders een hoge winstmarge – en het is meestal onmogelijk om alle belangen tegelijkertijd te verdedigen. Vaak zal er een afweging moeten worden gemaakt waardoor uiteindelijk sommige groepen toch nadelen oplopen ten opzichte van andere. Deze stelling wordt ook min of meer bevestigd door Hung (1998). Volgens hem moeten de doelstellingen van een onderneming bereikt worden door de ideale balans te vinden tussen de tegenstrijdige wensen van stakeholders. De stakeholderbenadering verwacht dus eigenlijk dat de raad van bestuur als het ware onderhandelt met de belanghebbenden en een compromis zoekt dat aansluit bij de doelstellingen van het bedrijf. Het bestuur heeft in die zin een coördinerende functie omdat die ervoor moet zorgen dat alle belangen min of meer in dezelfde richting worden afgestemd.

2.2.5 Institutional theorie

De volgende theorie die volgens Hung (1998) meespeelt bij corporate governance is de institutional theorie. Die houdt in dat de raad van bestuur door externe druk wordt beperkt en gelimiteerd op het gebied van het bestuur van de onderneming. Deze theorie verwacht in feite niets meer dan dat de organisatie status quo blijft en stabiliteit verkiest boven strategische innovatie. De veronderstelling die hierbij wordt aangenomen, is volgens

Leaptrott (2005) het feit dat organisaties onderworpen zijn aan sociale regels en dat ze impliciete afspraken naleven. De nadruk van de theorie ligt op het begrijpen en analyseren van de externe omgeving, die de organisatie als het ware indoctrineert met als doel de bestaande situatie te behouden. De raad van bestuur vervult in feite alleen een 'behoudende' rol en beperkt de controle van werknemers tot een louter symbolische functie. De eigenlijke controle van die werknemers gebeurt door middel van sociale regels. Veel criticasters hebben deze theorie verweten te sociaal gericht te zijn en economische gezien onrealistisch.

2.2.6 Managerial hegemony

Deze theorie verwijst, zoals uit de naam blijkt, naar het overwicht van de managers ten opzichte van het bestuur van een onderneming. Managerial hegemony houdt in dat de raad van bestuur zich weinig inlaat met strategische beslissingen omdat die worden gedomineerd door managers en op voorhand eigenlijk reeds vaststaan. Voorstanders van deze theorie zijn van mening dat het een universele regel is dat de raad van bestuur zich niet moeit met strategische beslissingen en dat ze enkel een ondersteunende rol moet vervullen. Ze verdedigen hun theorie aan de hand van verschillende redenen. Een vaak voorkomend argument is het feit dat de raad van bestuur is verkozen door het management en dat de bestuurders daarom niet willen tussenkomen in belangrijke beslissingen, uit schrik om hun ambt te verliezen. Daarnaast wordt ook vaak geargumenteed dat managers de raad van bestuur niet voldoende informatie doorspelen, waardoor die geen belangrijke invloed kan hebben bij het nemen van strategische beslissingen (Hung, 1998).

2.2.7 Transaction cost economics

Ten slotte speelt ook de 'transaction cost economics' (TCE) mee bij de ontwikkeling van corporate governance. Moerland (1997) en Mallin (2004) geven aan dat deze theorie vaak wordt gerelateerd aan de agency theorie. TCE ziet de onderneming zelf als een governance structuur terwijl de agency theorie de onderneming eerder als een set van contracten ziet,

waarbij het belang van scheiding van eigendom en controle wordt benadrukt. Wanneer een onderneming groeit, heeft die steeds meer kapitaal nodig en dat vereist een bredere aandeelhoudersbasis. Zoals eerder al vermeld werd, stelt de agency theorie dat daardoor problemen kunnen ontstaan waarvoor oplossingen dienen gezocht te worden.

Het klassieke transaction cost probleem werd reeds in 1937 aangekaart door Ronald Coase (Williamson, 1988). Hij vroeg zich af wanneer een onderneming zelf zorgde voor de aanmaak van productiemiddelen en wanneer ze die op de markt ging zoeken. Volgens de TCE kunnen er economische voordelen ontstaan doordat de onderneming bepaalde transacties intern regelt in plaats van extern. Hieruit volgt dat een onderneming meer groeit naarmate ze zelf meer transacties onderneemt en dat ze uitbreidt tot op het punt waar een externe transactie goedkoper is dan een interne. Donaldson en Preston (1995) gaan in het licht van de TCE zelfs op zoek naar de bestaansreden van een onderneming, namelijk waarom economische activiteiten worden gecoördineerd via een formele organisatie in plaats van gewoon de markt af te dwalen. Ook Mallin (2004) verwijst naar Coase, die aanhaalt dat kosten kunnen bespaard worden door een organisatie te vormen waarbij de ondernemer de macht krijgt om zelf bronnen toe te wijzen (waaronder het kapitaal van aandeelhouders).

Juist omdat de ondernemer zoveel macht heeft, bestaat de mogelijkheid dat hij er misbruik van zal maken. De TCE gaat immers net zoals de agency theorie uit van dezelfde basiskenmerken (Williamson, 1988). In de eerste plaats wordt gesteld dat managers een beperkt rationeel vermogen hebben en dat ze zich kunnen laten verleiden tot opportunisme. Dat wil concreet zeggen dat een manager soms overgaat tot misbruik omdat hij wordt gedreven door eigen belangen, namelijk het vooruitzicht om opportunistische voordelen te behalen. Daarnaast is er ook bij de TCE sprake van onvolledige contracten, zodat niet elke situatie op voorhand kan worden vastgelegd. Concreet betekent dit dat beide theorieën ervan uitgaan dat managers niet noodzakelijk geneigd zijn om de belangen van de aandeelhouders optimaal te verdedigen.

Net zoals de agency theorie zoekt ook de TCE naar een oplossing voor dit probleem. De kern van die oplossing is gebaseerd op de onderneming zelf (Mallin, 2004). De TCE theorie ziet de bedrijfsstructuur zelf immers als een oplossing om de belangen van managers en aandeelhouders in overeenstemming te brengen. Ook Hart (1995) gaat daarop in en stelt dat, in een wereld met onvolledige contracten, de bedrijfsstructuur kan gezien worden als een mechanisme om beslissingen te nemen die niet zijn gespecificeerd in het oorspronkelijke contract. Om tot een oplossing te komen, wordt de eigenlijke transactie als eenheid van analyse gebruikt.

De TCE benadering houdt in dat er sommige projecten – de transacties – zijn die gemakkelijk kunnen gefinancierd worden door een schuld aan te gaan (Williamson, 1988). Dat gebeurt bij transacties die gebruikt kunnen worden voor verschillende doeleinden en die dus niet heel specifiek zijn. Nog volgens Williamson zijn er daarnaast ook projecten die moeten gefinancierd worden met effecten, zoals ondermeer aandelen. Dit is het geval bij projecten die heel specifiek zijn en slechts voor één doel gebruikt kunnen worden. Het idee hierachter is dat de financiering door effecten meer controle en betrokkenheid vereist van de raad van bestuur. Ten gevolge daarvan zullen risicovolle projecten beter gecontroleerd worden en is het risico op misbruik veel kleiner.

2.3 Bescherming van de aandeelhouders

Het merendeel van de theorieën die aan bod kwamen in 2.2 hebben (ondermeer) als doel om aandeelhouders te beschermen tegen wanpraktijken van managers. Het is noodzakelijk om dieper in te gaan op het begrip aandeelhouder omdat in feite een onderscheid kan gemaakt worden tussen twee soorten aandeelhouders, namelijk grote en kleine. Volgens een studie van La Porta et al. (1999) is de meerderheid van aandelen tegenwoordig in handen van enkele grote aandeelhouders terwijl een kleiner percentage (30 % bij benadering) verdeeld is over een grote groep van minderheidsaandeelhouders. De stelling van Berle en Means (1932) dat de grote aandelenpercentages zouden verdwijnen in de toekomst, blijkt

dus niet te kloppen. In de volgende paragrafen wordt een korte bespreking gegeven van de twee soorten aandeelhouders die een bedrijf kan hebben.

Eenzijds zijn er de grote aandeelhouders die een vrij hoog percentage aan aandelen in hun bezit hebben. Meestal zijn dit stichters van het bedrijf, leden van de raad van bestuur, bepaalde investeringsfondsen of andere ondernemingen die een participatie hebben genomen (Shleifer en Vishny, 1986). Het feit dat zij in het bezit zijn van een hoog aantal aandelen stelt hen in staat om invloed uit te oefenen op de bedrijfsleiding. Ze staan meestal in een sterke positie en zijn daardoor machtig genoeg om zichzelf te kunnen beschermen tegen wanpraktijken en slecht beleid door managers.

Anderzijds is er ook een groep van minderheidsaandeelhouders. Deze bestaat gedeeltelijk uit aandeelhouders die soms nog enkele procenten van het totale aantal aandelen bezitten, maar vooral uit kleine aandeelhouders. Dit zijn vaak particulieren die hun spaarcenten beleggen en die maar enkele aandelen van één bepaald bedrijf bezitten. In tegenstelling tot de grote aandeelhouders hebben de beleggers uit deze groep weinig of geen mogelijkheden om invloed uit te oefenen op de bedrijfsleiding. Nochtans moeten zij eveneens beschermd worden, niet alleen tegen de managers van het bedrijf, maar ook tegen de grote aandeelhouders omdat zij hun macht soms aanwenden om voordelen te bekomen ten nadele van de minderheidsaandeelhouders (La Porta et al, 2000).

Toch delen deze twee groepen volgens La Porta et al. (2000) ook één belangrijk gemeenschappelijk kenmerk: ze hebben bepaalde rechten die verworven worden bij de investering in de onderneming. Aandeelhouders hebben ondermeer het recht om te stemmen over bepaalde zaken, om bestuurders aan te duiden en om specifieke bedrijfsinformatie te ontvangen. Juist omwille van deze rechten zien de bestuurders van een onderneming zich genoodzaakt om een deel van de winst als dividend uit te keren aan de aandeelhouders.

Om nu al die rechten te kunnen waarborgen, zowel van de kleine als de grote (zij het in mindere mate) aandeelhouders, wordt beroep gedaan op het wettelijke aspect van corporate governance, namelijk regularisatie. La Porta et al. (2000) zijn van mening dat de efficiëntie van corporate governance verklaard wordt door de mate waarin wetten bescherming bieden aan de investeerders. Deze beschermde wetten zijn afkomstig van verschillende domeinen, zoals ondermeer wetgeving inzake faillissementen, overnames en concurrentie.

Ondanks het feit dat elk land aparte wetten heeft voor deze problematiek, is het fout te veronderstellen dat die regulering willekeurig is ontstaan. In een artikel uit 1998 erkennen La Porta et al. dat de wetgeving van elk land gebaseerd is op ofwel de 'common law', Engels van origine, ofwel de 'civil law', van Romeanse afkomst. Binnen deze laatste kan dan nog het onderscheid worden gemaakt tussen het Franse, Duitse en Scandinavische model. Elk van deze vier modellen heeft welbepaalde karakteristieken en legt andere accenten. In datzelfde artikel onderzoeken de auteurs in welke mate de wetgeving van verschillende landen goede bescherming biedt aan de aandeelhouders. Ze komen tot de conclusie dat landen waarvan de wetgeving gebaseerd is op het Engelse model de beste bescherming geven, terwijl het Franse model als zwakste uit de bus komt. Ook België werd bestudeerd in dat onderzoek en kreeg uiteindelijk één van de laagste scores op het gebied van bescherming van minderheidsaandeelhouders. De Belgische wetgeving blijkt bijvoorbeeld hoge eisen te stellen om een buitengewone algemene vergadering samen te roepen en bovendien worden de stemrechten proportioneel verdeeld met het aandelenbezit, zodanig dat de grote aandeelhouders sterk in het voordeel zijn.

2.4 Corporate governance systemen

Zoals bleek uit 2.2 zijn er verschillende invalshoeken om corporate governance te benaderen. Het is daarom niet verwonderlijk dat de meeste landen elk hun eigen corporate governance structuur hebben gecreëerd op basis van culturele, politieke en juridische invloeden. Juist door al die invloeden, zoals bijvoorbeeld een specifieke wet die van kracht is in een bepaald land X, maakt elk land in feite gebruik van een uniek corporate

governance systeem. Ondanks de verschillen is het toch mogelijk om een bepaalde indeling op te maken omdat er vaak een aantal gelijkenissen en overeenkomsten zijn tussen de landen. De belangrijkste indeling bestaat uit twee systemen: het Angelsaksische systeem, ook wel het *'insider system'* genoemd, en het Continentaal-Europese systeem, ook bekend als het *'outsider system'* (Berndt, 2000). In de literatuur zijn de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk de meest gebruikte voorbeelden voor het Angelsaksische systeem, terwijl Duitsland, Italië en Japan de meest geciteerde landen zijn voor het Continentaal-Europese systeem. Van België wordt ten slotte aangenomen dat het domein van corporate governance gestructureerd is volgens het Continentaal-Europese model. Wat deze twee systemen betreft, haalt Van Hulle (1998) aan dat volgens haar geen van de twee strikt beter is dan de andere, waarmee ze bedoelt dat geen van beide opvallend beter scoort op het vlak van welvaartscreatie.

Berndt (2000) en Van Hulle (1998) trachten in hun onderzoek een zeer concreet beeld te vormen van deze twee systemen. Volgens hen zijn verspreid aandeelhouderschap, liquide financiële markten (zogenaamde kapitaalmarkten), een laag aantal kruisparticipaties en een actieve overnamemarkt de typische kenmerken van het Angelsaksische model. Daarnaast hebben landen met een dergelijk systeem meestal een strikte wetgeving inzake kapitaalmarkten, waaronder strikte regels over de bekendmaking van interne informatie. Het doel daarvan is om de informatiestroom naar de externe belanghebbenden te reguleren waardoor de onderneming transparanter wordt. Ten slotte valt ook op dat de grootste aandeelhouders procentueel gezien relatief weinig aandelen bezitten van een onderneming.

In vergelijking met het Angelsaksische systeem heeft het Continentaal-Europese systeem totaal andere, meestal zelfs tegenstrijdige kenmerken. De belangrijkste eigenschappen zijn in dit geval een hoge concentratie van aandelen, illiquide kapitaalmarkten, een hoge graad van kruisparticipaties en een weinig actieve overnamemarkt. Wat de wetgeving van landen met een dergelijk systeem betreft, blijkt dat deze een gedetailleerde set van verplichtingen inhoudt, waarin onder andere de samenstelling van de raad van bestuur en procedures inzake de kapitaalstructuur worden gereguleerd. Verder is het ook duidelijk dat er in dit

systeem wel plaats is voor zeer grote aandeelhouders, waarbij sommigen tot 50 % van de aandelen in hun bezit hebben (Berndt, 2000; Van Hulle, 1998). In onderstaande tabel wordt een schematisch overzicht gegeven van de verschillen tussen het Angelsaksische en het Continentaal-Europese systeem.

Tabel 1 Vergelijking Angelsaksische en Continentaal-Europese systeem

	Angelsaksisch systeem	Continentaal-Europese systeem
Marktoriëntatie	Marktgebaseerd	Bankgebaseerd
Aandeelhoudersschap	Verspreid	Geconcentreerd
Kruisparticipaties	Weinig voorkomend	Veel voorkomend
Machtsstructuur	Veel macht management	Veel macht aandeelhouders
Overnamemarkt	Actief	Weinig actief
Kapitaalmarkten	Liquide	Illiquide
Bescherming wetgeving	Strikt	Soepel
Informatiedoorstroom	Streven naar transparantie	Minder transparantie

Bron: Eigen creatie, gebaseerd op Berndt (2000) en Van Hulle (1998)

Shleifer en Vishny (1997) gaan dieper in op de corporate governance mechanismen die worden gebruikt in verschillende landen en komen tot de conclusie dat landen van het Angelsaksische model voornamelijk gebaseerd zijn op de wettelijke bescherming van investeerders (aandeelhouders). Bovendien vertrouwt dit model op de open markt om het hele proces inzake corporate governance onder controle te houden. Er heerst immers competitie om kapitaal en arbeid aan de man te brengen en dit wordt verondersteld alles in goede banen te leiden. Wat het Continentaal-Europese systeem betreft, geven Shleifer en Vishny (1997) aan dat in de meeste landen minder aandacht wordt geschonken aan wettelijke bescherming, maar dat eerst en vooral wordt vertrouwd op grote aandeelhouders,

die investeren op lange termijn, en banken. De redenering hierachter is dat een onderneming meer financiële zekerheid krijgt bij banken en grote aandeelhouders dan bij kleinere aandeelhouders.

In de voorgaande paragrafen werd het onderscheid tussen de twee grote systemen voornamelijk gemaakt op basis van de wettelijke bescherming van investeerders. Er is echter ook een andere benadering waarmee de indeling van deze twee systemen kan verklaard worden, namelijk op basis van de instellingen die zorgen voor de financiering van een onderneming (La Porta et al, 2000). Vertrekkende van die benadering wordt het Angelsaksische systeem marktgebaseerd genoemd en het Continentaal-Europese systeem bankgebaseerd. In het marktgebaseerde systeem gebeurt de financiering grotendeels door een groot aantal aandeelhouders en speelt de overnamemarkt een belangrijke rol. Daartegenover staat het bankgebaseerde systeem, waarbij de onderneming haar financiële middelen voornamelijk ontvangt van enkele banken en een paar grote aandeelhouders.

Bij marktgebaseerde structuren wordt de onderneming meestal gecontroleerd door het management omdat de aandelen zodanig zijn verspreid dat er geen aandeelhouders zijn die macht kunnen uitoefenen. In een dergelijke structuur worden agency kosten in de hand gehouden door een 'market for corporate control' (Berndt, 2000). De verklaring hiervoor is de volgende. Wanneer het management teveel rechten en geld van de aandeelhouders onttrekt, kan hiervan mogelijk misbruik worden gemaakt en ontstaan er agency kosten. Door dat potentiële misbruik zal de prijs van het aandeel dalen en kan de onderneming het doel worden van een overname. Indien het bedrijf zou worden overgenomen, gebeurt dat door het aankopen van een groot aantal aandelen. Hierbij moet enkel een vergoeding worden betaald aan de aandeelhouders, terwijl het management niet in aanmerking komt voor een financiële tegemoetkoming. De marktgebaseerde structuur is effectief in die zin dat het managers afschrikt om misbruik te maken, en langs de andere kant, indien er al misbruik wordt gemaakt, zal de onderneming overgenomen worden en komt er een nieuw bestuur in de plaats.

In tegenstelling tot het marktgebaseerde systeem wordt het bankgebaseerde systeem gekenmerkt door hoge concentraties aan aandelen, zodat er meestal wel een aandeelhouder is die een aanzienlijke invloed kan uitoefenen. Bij dit systeem fungeert de overnamemarkt niet als controlerend mechanisme (Berndt, 2000). Ook hierachter schuilt een logische redenering. Wanneer een controlerende eigenaar teveel middelen tracht te onttrekken, zal een potentiële overnemer enkel de controle kunnen verkrijgen door de aandelen rechtstreeks over te kopen van de aandeelhouder. De oorspronkelijke eigenaar kan dan een hogere prijs vragen om tegemoet te komen aan de middelen die hij niet meer zal kunnen onttrekken na de overname. Het is dus duidelijk dat het mechanisme van de overnamemarkt in dit geval minder effectief is om agency kosten te vermijden.

Toch is het ook voor de controlerende aandeelhouder van belang om agency kosten te minimaliseren omdat anders de waarde van zijn investering daalt. Brendt (2000) geeft aan dat het reputatiemechanisme hierin van pas kan komen. Dit houdt in dat de grote aandeelhouder zijn reputatie en bepaalde relaties te verdedigen heeft, die hij heeft opgebouwd door de grote investering. Hij wordt verondersteld om het management te controleren en krijgt daar ook een vergoeding voor uitbetaald. Indien het reputatiemechanisme werkt, zal de aandeelhouder het nalaten om teveel middelen te onttrekken. Wanneer hij dat wel zou doen, zou zijn reputatie immers in aanzien afnemen met als gevolg dat het aantrekken van nieuw kapitaal in de toekomst moeilijk wordt.

Hoofdstuk 3 Beloning van bestuurders, onafhankelijkheid van de raad van bestuur en barrières voor een effectieve controle

In het voorbije hoofdstuk werd de achtergrond van corporate governance geschetst, hetgeen nodig was om het kader waarin het eigenlijke onderzoek van deze thesis zich afspeelt, beter te begrijpen. Dit hoofdstuk daarentegen heeft eerder betrekking op de centrale onderzoeksvraag. Eerst en vooral zal dieper worden ingegaan op de drie kernconcepten die aan de basis liggen van de eigenlijke onderzoeksvraag (zie 1.2), namelijk de beloning van bestuurders, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en de barrières voor een effectieve controle. Tevens wordt de voorhandenzijnde literatuur bestudeerd en ten slotte worden een aantal hypothesen opgesteld die in de loop van dit werkstuk moeten leiden tot een antwoord op de centrale onderzoeksvraag.

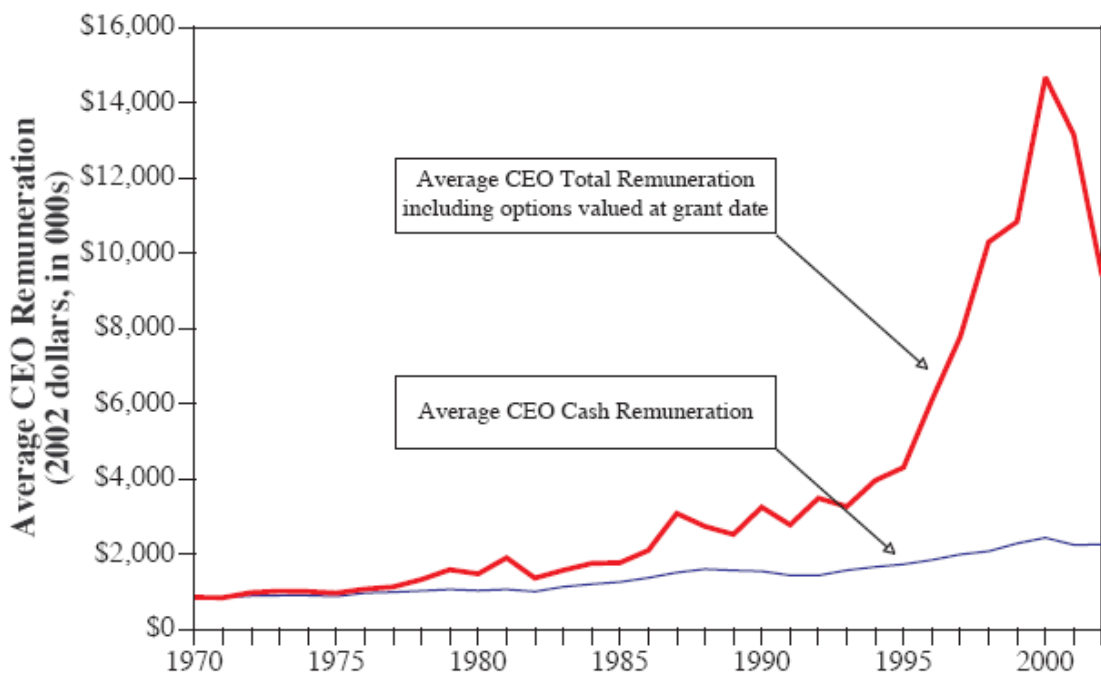
3.1 Ontleding kernconcepten

3.1.1 Beloning van bestuurders

Zoals eerder reeds aangehaald, moeten managers van een onderneming op reguliere basis gecontroleerd worden opdat ze zouden handelen in het belang van de aandeelhouders. Deze controle gebeurt door de bestuurders van een onderneming, die allen zetelen in de raad van bestuur en die, net zoals elke werknemer, recht hebben op een billijke vergoeding voor hun geleverde prestaties. Voor een onderneming is het echter geen eenvoudige opgave om een geschikte vergoeding te bepalen voor haar bestuurders, aangezien zij gestimuleerd moeten worden om hun werk (de controle) goed te blijven uitvoeren. De voorbije jaren is dit er overigens niet gemakkelijker op geworden na de vele schandalen die de kop op staken waarbij waanzinnige lonen werden uitgekeerd, zij het dan vooral aan managers en minder aan bestuurders.

Ondanks de beweringen van de overheid en de publieke opinie over de toename van de lonen van topmanagers en bestuurders, is deze trend pas in gang gezet in de jaren '90. Uit

studies van Jensen en Murphy (1990, 2004) blijkt immers dat tot 1990 de lonen van managers en bestuurders nauwelijks waren toegenomen in vergelijking met 1930. In de eerste studie baseren Jensen en Murphy (1990) zich op informatie in verband met de salarissen en bonussen van ongeveer 2500 CEO's in 1400 publieke bedrijven tussen 1974 en 1988. Daarenboven werd ook gebruik gemaakt van compensatiegegevens van een zeventhonderdtal publieke bedrijven tussen 1934 en 1938. In de tweede studie kwamen Jensen en Murphy (2004) tot de vaststelling dat vanaf 1990 een exponentiële groei heeft plaatsgevonden en dat de lonen meer dan vervijfvoudigd zijn. Deze vaststellingen waren gebaseerd op de gegevens inzake samenstelling van het loon van CEO's, die verzameld werden van de ondernemingen van de S&P 500 tussen 1992 en 2002. Om een idee te geven van deze plotse groei wordt in figuur 3 de evolutie van de lonen van CEO's in de Verenigde Staten weergegeven.



Figuur 3 Evolutie lonen CEO's in de VS tijdens de voorbije 30 jaar
Bron: Jensen en Murphy (2004)

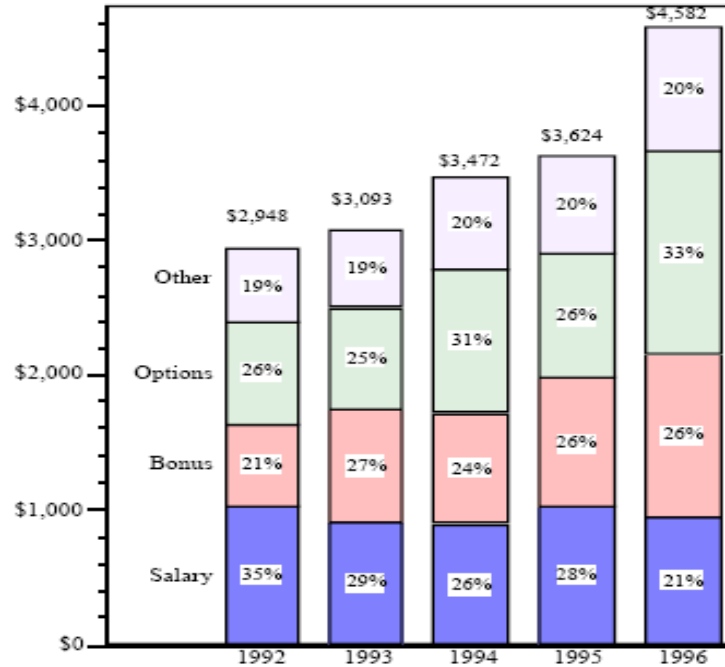
Ondanks de sterke stijging van het loon is dit niet de grootste bekommernis van de bedrijfswereld. Het belangrijkste aspect is immers de samenstelling van het loonpakket, dat

ervoor moet zorgen dat de bestuurders worden aangezet hun job naar behoren uit te voeren. Er moet als het ware een motivatie worden gekoppeld aan de wijze waarop de beloningen worden toegekend. Dit uit zich in een specifieke compositie van het loonpakket, dat door verschillende academici reeds bestudeerd is.

In hoofdstuk 1.4 werd uitgelegd dat dit werkstuk uitgaat van een welbepaald loonpakket met een aantal looncomponenten zoals dat ook werd toegepast in de empirische studie van Ryan en Wiggins (2004). Daarnaast zijn er een aantal studies geweest waarin de loonpolitiek voor bestuurders breder aan bod kwam en die zich eerder richtten op het algemene beeld. Zowel Murphy (1999) als Linn en Park (2005) zijn van oordeel dat een loonpakket minimaal moet bestaan uit een vast salaris, bonussen gerelateerd aan de prestatie en aandelen of opties. Bovendien voegt Murphy (1999) ook nog enkele voordelen op lange termijn toe aan het totale loonpakket, zoals ondermeer een pensioenplan. Wat de aandelen en opties betreft, hangt de waarde ervan af van de waarde van de onderneming, die op haar beurt afhangt van de prestaties van de werknemers en dus ook de bestuurders. Deze laatste component vormt dus in feite een drijfkracht om goed te presteren, want betere resultaten betekenen een hogere beloning. Toch zijn niet alle economen het erover eens dat prestatiegerichte componenten erg doeltreffend zijn. In een studie van Baker et al. (2001) wordt aangehaald dat dergelijke beloningen een averechts effect kunnen hebben omdat werknemers zich dan soms gediscrimineerd voelen wegens het niet ontvangen van een extra beloning. In geval van bestuurders is dit probleem echter minder van toepassing.

De voorbije jaren heeft er zich op het gebied van loonpakketten alleszins een duidelijke trend ontwikkeld in die zin dat tegenwoordig het gehele pakket procentueel gezien uit meer aandelen en opties bestaat (Murphy, 1999). De bedrijfswereld in het algemeen kiest er met andere woorden resoluut voor om bestuurders meer prestatiegericht te vergoeden om zo hun functioneren te bevorderen. In figuur 4 op de volgende pagina wordt deze evolutie weergegeven voor de jaren 1992-1996. Ondanks het feit dat de verschuiving hier al duidelijk merkbaar is, moet zeker de bedenking worden gemaakt dat tijdens de jaren volgend op 1996

een nog veel grotere verschuiving heeft plaatsgevonden (Jensen en Murphy, 2004), hetgeen ook valt op te maken uit figuur 3 op pagina 35.



Figuur 4 Evolutie samenstelling loonpakketten '92-'96
Bron: Murphy (1999)

Het feit dat meer en meer prestatiegerichte beloningselementen worden toegekend aan de bestuurders stemt echter tot nadenken. Door deze wijze van belonen is het niet ondenkbaar dat sommige bestuurders zich toch laten beïnvloeden bij het uitvoeren van hun taken in de raad van bestuur, aangezien ze gefixeerd zijn op de prestaties van de onderneming. Mogelijk besturen ze met enkel de korte termijn in het achterhoofd, zonder rekening te houden met de gevolgen op lange termijn. De kans bestaat dus dat deze wijze van beloning leidt tot een verminderde effectiviteit van hun functioneren. Daarom is het interessant om na te gaan wat de verschillende corporate governance codes die de voorbije jaren zijn opgesteld, hiervoor aanbevelen.

De Belgische Corporate Governance Code, ook gekend als de Code Lippens (Commissie Corporate Governance, 2004), en de Code Buysse voor niet-beursgenoteerde ondernemingen

(Commissie Buysse, 2005) zijn beide vrij duidelijk over de wijze waarop bestuurders beloond zouden moeten worden. Ze bevelen allebei aan om niet-uitvoerende bestuurders enkel een vaste remuneratie (bij voorkeur per bijgewoonde vergadering) toe te kennen, zonder dat zij prestatiegebonden elementen ontvangen zoals aandelen, opties of bonussen. Op die manier wordt vermeden dat de bestuurders toch afhankelijk worden van de prestaties van de onderneming en dat hun onafhankelijkheid in het gedrang komt. Bovendien wordt erop gewezen dat deze richtlijn ook geldt voor uitvoerende bestuurders in hun hoedanigheid van bestuurder. In andere, buitenlandse codes is er echter minder duidelijkheid. De Combined Code (Committee on Corporate Governance, 2000), een Britse corporate governance code die ondermeer het Cadbury Report en het Greenbury Report omvat, geeft bijvoorbeeld wel aan dat uitvoerende bestuurders gedeeltelijk moeten worden beloond met prestatiegerichte elementen, maar tegelijkertijd worden weinig concrete aanwijzingen gegeven in verband met de beloning van niet-uitvoerende bestuurders. De Code vermeldt enkel dat het remuneratiecomité moet beslissen op welke wijze de loonpakketten zijn samengesteld.

In tegenstelling tot deze Britse code geven de Belgische codes dus veel meer duidelijkheid en dit zal de komende jaren waarschijnlijk ook tot uiting komen in de statistieken over het loonpakket. Het valt immers te verwachten dat de Belgische ondernemingen minder prestatiegerichte elementen zullen opnemen, terwijl er voor de Britse bedrijven op het eerste zicht niet direct een aanleiding is om hun beloningssysteem te veranderen.

3.1.2 Onafhankelijkheid van de raad van bestuur

Vanuit het standpunt van de agency theorie is een minimum aan onafhankelijkheid een voorwaarde voor de raad van bestuur om efficiënt te kunnen functioneren. Dit orgaan moet tot op een zeker niveau onafhankelijk zijn om het beleid van de managers objectief te kunnen beoordelen. Indien hieraan een gebrek is, wil dat zeggen dat de bestuursraad zich niet meer op een degelijke manier kan kwijten van haar taken, waardoor de belangen van de aandeelhouders in het gedrang kunnen komen. De onafhankelijkheid van de raad van

bestuur hangt voornamelijk af van zijn samenstelling en van de mate waarin de bestuurders onafhankelijk zijn (Bytтеbier et al., 2003).

Het belangrijkste onderscheid dat kan worden gemaakt tussen verschillende bestuurders heeft volgens Clifford en Evans (1997) betrekking op het al dan niet uitoefenen van een functie binnen de onderneming. Op basis van dit criteria onderscheiden ze enerzijds de uitvoerende (executieve) bestuurders, die een functie uitoefenen binnen het bedrijf en die doorgaans 'inside directors' genoemd worden, en anderzijds de niet-uitvoerende (non-executieve) bestuurders. In de laatste categorie kan nog een indeling worden gemaakt op basis van bepaalde relaties die een bestuurder al dan niet heeft met de onderneming. Op die manier is er een onderscheid tussen ten eerste de 'grey directors' en verder ook de 'outside directors', van wie meestal wordt verondersteld dat zij de enigen zijn die volkomen onafhankelijk kunnen zijn. Globaal gezien zijn er dus 3 categorieën die gehanteerd worden om bestuurders in te delen (Mishra en Nielsen, 2000; Yermack, 2004).

De inside directors zetelen in de raad van bestuur terwijl ze tegelijkertijd een gewone functie, meestal als manager, uitoefenen binnen datzelfde bedrijf. Van onafhankelijkheid is in hun geval weinig of geen sprake omdat het onmogelijk is dat zij zichzelf en hun collega's op een objectieve manier controleren. Tegenover de afhankelijke, inside bestuurders staan de outside directors. Dit zijn leden van de raad van bestuur die op geen enkele wijze een band hebben met de onderneming waarin ze zetelen. Ze zijn als dusdanig perfect in staat om de gang van zaken binnen het bedrijf te controleren en objectief te beoordelen, zonder inmenging van andere factoren. Mishra en Nielsen (2000) zien de outsiders als professionele scheidsrechters die als taak hebben om de effectiviteit van het topmanagement te verzekeren.

Tussen deze twee categorieën in staat de grey director (Yermack, 2004; Fich en Shivdasani, 2004). Deze non-executieve bestuurder is in feite een outsider, maar hier is er sprake van een '*conflict of interest*' of belangenvermenging. Dergelijke conflicten kunnen verwijzen naar andere functies die deze grey director tezelfdertijd bekleedt waardoor hij zijn

onafhankelijkheid verliest. Voorbeelden hiervan kunnen zijn – maar daarom niet altijd – een bestuurder die tevens advocaat⁴, raadgever of zakenpartner is van de onderneming in kwestie. Ook familiale banden of een director interlock, waarbij bestuurders in mekaars raad van bestuur zetelen, kunnen ervoor zorgen dat een bestuurder wordt gecatalogeerd als een grey director (Rosenstein en Wyatt, 1997; Core et al., 1999). Tot slot is het ook belangrijk te erkennen dat onafhankelijke, outside bestuurders veranderen in grey bestuurders indien ze lange tijd in de raad van bestuur van een onderneming zetelen (Mallin, 2004; Ryan en Wiggins, 2004). Het achterliggende argument is immers dat na verloop van tijd een bepaalde band ontstaat tussen de onderneming en de outside bestuurders, waardoor laatstgenoemden niet meer onafhankelijk kunnen fungeren.

Wanneer nu, in plaats van de onafhankelijkheid van de bestuurder, wordt gerefereerd naar de onafhankelijkheid van de raad van bestuur, wordt hiermee in feite verwezen naar de samenstelling ervan of, met andere woorden, hoeveel bestuurders van elke categorie erin zetelen (Monks en Minow, 2001). Het is vanzelfsprekend dat een bestuur met alleen maar insiders weinig tekenen van onafhankelijkheid ten toon zal spreiden en als gevolg daarvan ook niet effectief zal functioneren. Langs de andere kant is een raad van bestuur met enkel maar non-executieve bestuurders ook geen goede zaak voor de onderneming. Het ideale scenario is dat er een balans bestaat tussen insiders, outsiders en eventueel grey directors (Rosenstein en Wyatt, 1990 en 1997, Monks en Minow, 2001). Elke categorie, maar vooral de inside en outside directors, heeft immers bepaalde voor- en nadelen en door een goede mix kunnen ze elkaars gebreken aanvullen, hetgeen de werking van de raad van bestuur ten goede komt.

⁴Elke advocaat die zinnens is het mandaat van bestuurder in een handelsvennootschap uit te voeren, is in principe gehouden voorafgaandelijk toestemming te vragen aan de Raad van de Orde. De uitoefening van een mandaat van dagelijks bestuurder of afgevaardigde bestuurder is echter meestal verboden, tenzij voor de professionele advocatenvennootschappen, waarin de advocaten hun beroep uitoefenen. Het verbod geldt evenmin voor het (gerechtelijk) mandaat van voorlopig bewindvoerder. De Raad beslist op de eerstvolgende vergadering of de toestemming kan worden verleend, onder welke voorwaarde en voor welke termijn. Ingeval de toestemming wordt geweigerd, kan de advocaat vragen gehoord te worden door de Raad op de daaropvolgende zitting. De Raad is gerechtigd de verleende toestemming te herzien. (Tilleman, 2005; <http://www.balieleuven.be/nl/codex2004.htm>, 2006)

Zoals eerder reeds aangehaald werd, is het de belangrijkste taak van de raad van bestuur om te zorgen voor een goede controle op het management en te garanderen dat de onderneming handelt in het belang van de aandeelhouders. Deze taak kan volgens Rosenstein en Wyatt (1997) theoretisch gezien enkel door de onafhankelijke outsiders worden uitgevoerd omdat hier zeer objectief te werk moet worden gegaan. Vanuit dit standpunt zijn outsiders noodzakelijk omdat zij zorgen voor een betere overeenstemming met de aandeelhouders en als gevolg daarvan voor een reductie van het agency probleem (Linn en Park, 2005).

Langs de andere kant bestaat de taak van de raad van bestuur er ook in om bijstand te verlenen in het beslissingsproces binnen de onderneming. De bestuurders moeten onder andere zakelijke beslissingen bekrachtigen en bedrijfsstrategieën goedkeuren. Om dit tot een goed einde te kunnen brengen, moeten de bestuurders beschikken over specifieke informatie in verband met het reilen en zeilen van de onderneming (Rosenstein en Wyatt, 1997). In die optiek zijn de inside directors de aangewezen personen omdat zij als managers van het bedrijf continu zicht hebben op de toestand en de gebeurtenissen in de onderneming. De opname van insiders in de raad van bestuur kan dus leiden tot een verbetering van het beslissingsproces.

Het is duidelijk dat de samenstelling van de raad van bestuur grote gevolgen kan hebben voor de onafhankelijkheid ervan, maar toch is dit niet de enige factor die hierbij een rol speelt. Een ander belangrijk aspect heeft te maken met de sterkte en de macht van de CEO in de onderneming. Eén variabele die een sterke invloed heeft, is het al dan niet voorkomen van dualiteit in de onderneming. Dualiteit, betreffende het voorzitterschap van de raad van bestuur (Monks en Minow, 2001), verwijst naar het feit dat de voorzitter van de raad van bestuur en de topmanager van het bedrijf (CEO genaamd in de Angelsaksische landen) één en dezelfde persoon zijn. Deze situatie komt in veel ondernemingen voor, maar dat is niet altijd zonder problemen. Sommige economen, zoals onder andere Jensen (1993) en Mishra en Nielsen (2000), zijn van oordeel dat de positie van voorzitter moet worden ingenomen door een outside bestuurder omdat deze objectiever zou zijn in het controleproces. In dat

geval is de onafhankelijkheid van de raad van bestuur groter in vergelijking met de situatie waarin sprake is van dualiteit. Het komt er immers op neer dat de voorzitter aan het hoofd staat van het controleproces en indien diezelfde voorzitter dan ook nog deel zou uitmaken van het managementteam, controleert hij in feite zichzelf (Pi en Timme, 1993). Vanuit bedrijfseconomisch standpunt kunnen daar veel vragen bij worden gesteld.

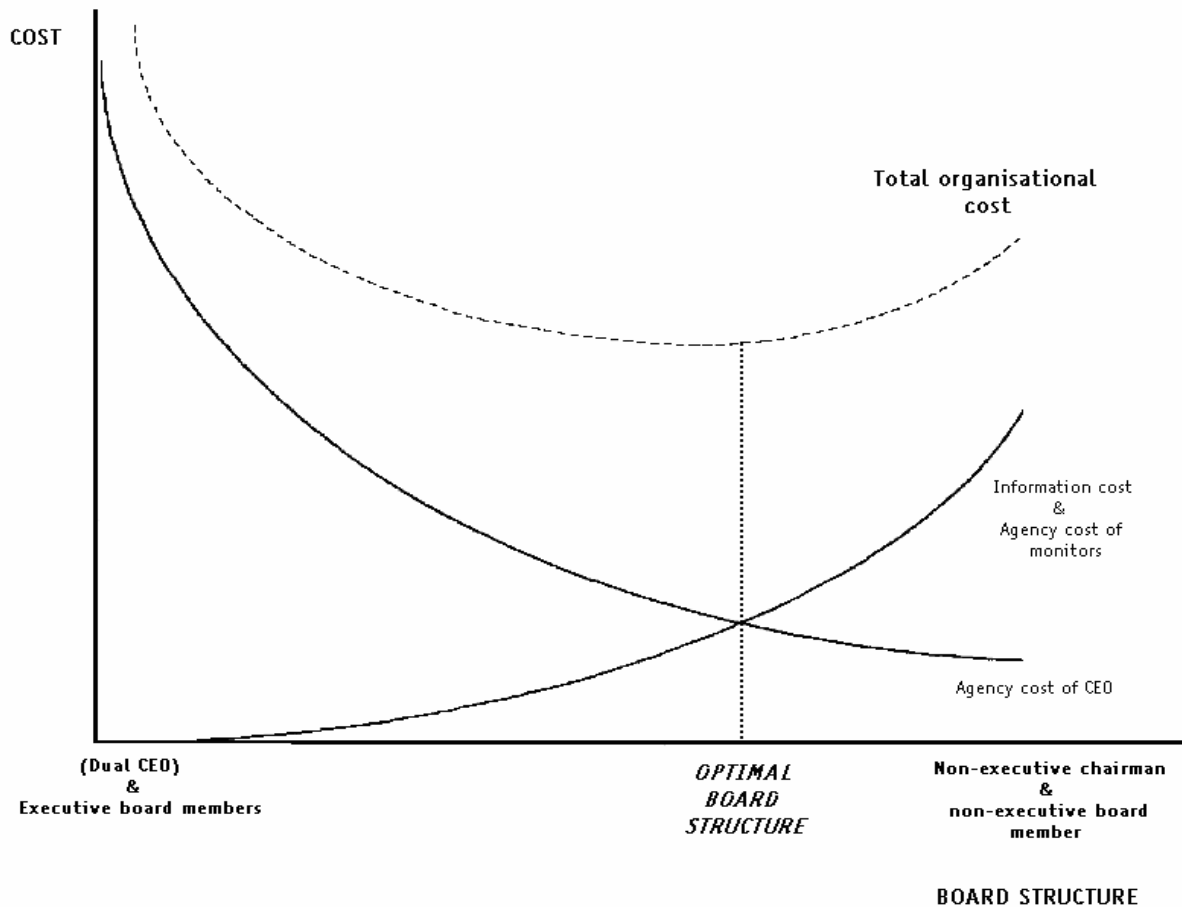
Omtrent deze kwestie zijn talloze studies uitgevoerd, waaronder deze van Finkelstein en D'aveni (1994). Daarin wordt gesteld dat dualiteit een mes is dat aan twee kanten snijdt aangezien het tegenstrijdige effecten met zich meebrengt die door de raad van bestuur in balans moeten gebracht worden. Enerzijds menen Finkelstein en D'aveni dat dualiteit zorgt voor een versterking van de macht van de CEO, waardoor de raad van bestuur minder effectief kan optreden in het controleproces. Anderzijds halen ze als voordeel aan dat dualiteit leidt tot eenheid van leiding aan de top van de onderneming. Hierdoor is er sprake van ondubbelzinnig bestuur en verheldert het beslissingsproces. Bovendien wordt op deze wijze een geruststellend signaal gestuurd naar de belanghebbenden van de onderneming, aangezien dualiteit een goede implementatie van de genomen beslissingen garandeert en leidt tot betere efficiëntie. De CEO die aan het hoofd staat van zowel de raad van bestuur als het managementteam heeft immers veel macht en daardoor kan hij de onderneming op kordate wijze leiden.

Deze tegenstrijdige effecten zorgen ervoor dat Finkelstein en D'aveni (1994) geen globaal uitsluitsel geven over het specifieke nut van dualiteit. Ze zijn van mening dat in bepaalde gevallen dualiteit is aangewezen, terwijl dat in ander gevallen helemaal niet zo is. In het geval van een 'waakzame' raad van bestuur (die procentueel gezien meer outside dan inside bestuurders telt) suggereren Finkelstein en D'aveni bijvoorbeeld dat dualiteit niet is aangewezen indien de CEO veel informele macht heeft en wanneer de bedrijfsresultaten goed zijn. Met informele macht wordt verwezen naar de invloed van de CEO die niet voortvloeit uit zijn positie binnen de eigen onderneming, maar die ondermeer het gevolg is van relaties met andere CEO's. Indien een CEO veel informele macht heeft, is hij in geval van dualiteit in staat om het bedrijf dermate te domineren dat de raad van bestuur minder sterk

staat waardoor de controle minder effectief verloopt. Bij goede bedrijfsresultaten is dualiteit ook minder raadzaam omdat de reputatie van de CEO dan kan toenemen, met uiteindelijk een grotere informele macht tot gevolg.

In diezelfde studie opperen Finkelstein en D'aveni (1994) verder nog dat het niet eenvoudig is om dualiteit concreet te beoordelen. In sommige gevallen is dualiteit voordelig, terwijl het in andere gevallen nadelig is. Wanneer deze resultaten vergeleken worden met andere studies valt op dat zeer weinig studies een concreet oordeel vellen over dualiteit. Dit geldt ondermeer ook voor de studies van Baliga et al. (1996) en Brickley et al. (1997). Laatstgenoemden claimen enerzijds dat de rol van voorzitter moet vervuld worden door een outsider omdat er dan een effectievere controle is en bovendien minder agency kosten, aangezien het probleem van de belangenvermenging gereduceerd is. Anderzijds zijn ze van oordeel dat er bij een scheiding van de twee functies nieuwe kosten ontstaan die het niet erg interessant maken om de scheiding door te voeren. Brickley et al. (1997) beroepen zich hierbij op de informatiekosten waarmee de onderneming te maken krijgt. De non-executieve voorzitter is immers niet vertrouwd met de gang van zaken en kan geen beroep doen op gespecialiseerde kennis. Die informatie zal hem op een of andere manier moeten worden bijgebracht en dat leidt dan weer tot een verhoging van de kosten.

Dahya en Travlos (2000) beweren in hun werk eveneens dat dualiteit een aantal voor- en nadelen oplevert en bovendien geven ze aan dat er voor elke onderneming een optimale samenstelling van de raad van bestuur bestaat, die al dan niet gepaard gaat met dualiteit. Om tot die optimale structuur te komen, moet enerzijds rekening worden gehouden met de agency kosten die het bedrijf oploopt en anderzijds met de informatiekosten en kosten van controle. De relatie tussen deze twee categorieën van kosten wordt grafisch weergegeven in figuur 5 op de volgende pagina.



Figuur 5 Agency kost van de structuur van de raad van bestuur
Bron: Dahya en Travlos (2000)

Met de agency kosten verwijzen Dahya en Travlos (2000) naar de kosten die ontstaan ten gevolge van het feit dat de belangen van de onderneming en die van de aandeelhouders niet helemaal overeenstemmen. Het is logisch dat deze kosten hoger zullen zijn ingeval de CEO tevens voorzitter is van de raad van bestuur, terwijl ze lager zijn indien die functie wordt vervuld door een onafhankelijke bestuurder.

De informatiekosten en kosten van controle zullen daarentegen hoger zijn indien een onafhankelijke bestuurder de functie van voorzitter op zich neemt. Deze kosten moeten immers gemaakt worden om de voorzitter op de hoogte te brengen van de gang van zaken en om het management te controleren. Indien sprake is van dualiteit, is dit probleem veel minder van toepassing, wat zich ook uit in de lagere kosten. Dahya en Travlos (2000) geven

aan dat elke onderneming de som moet nemen van beide categorieën van kosten om vervolgens het minimum van de kostenfunctie te berekenen (zoals ook kan worden afgeleid uit figuur 5 op de vorige pagina). Dit punt komt dan overeen met de optimale structuur van de raad van bestuur en bepaalt of dualiteit is aangewezen voor een onderneming en wat de verhouding zou moeten zijn tussen de afhankelijke en de onafhankelijke bestuurders.

Ondanks het feit dat veel studies het onderwerp van dualiteit aansnijden, worden telkens andere argumenten naar voren gebracht die het nut ervan bevestigen of ontkrachten. In de literatuur is er echter geen eenduidig antwoord te vinden over de eventuele baat van het benoemen van CEO tot voorzitter van de raad van bestuur.

3.1.3 Barrières voor een effectieve controle

Dit derde kernconcept is in feite direct gerelateerd aan de prestaties van de werknemers en dus de resultaten die de onderneming behaalt. Het doel van de controle is toezien op het correct leiden van de onderneming zodanig dat goede resultaten worden nagestreefd en behaald. Naarmate er echter meer barrières zijn die de controle verhinderen, zullen de bestuurders hun functie minder goed kunnen vervullen en zullen de prestaties en de resultaten van de onderneming globaal gezien minder goed zijn. Opdat de raad van bestuur wel invloed kan uitoefenen op de resultaten, is het van essentieel belang dat de bestuurders voldoende mogelijkheden hebben om de gang van zaken binnen het bedrijf te controleren en indien nodig in te grijpen. In bepaalde gevallen moet het mogelijk zijn om sancties te treffen en in het meest extreme geval om over te gaan tot het ontslag van de CEO (Monks en Minow, 2001; Brick et al., 2005).

Omdat bedrijven liever niet overgaan tot het treffen van sancties (dit is immers een slecht signaal naar de belanghebbenden en vooral naar de aandeelhouders), wordt tegenwoordig veel belang gehecht aan controle binnen de onderneming. Niet alleen interne controle betreffende allerhande transacties is belangrijk, ook de controle door bestuurders op het management zelf krijgt vandaag meer en meer aandacht (Monks en Minow, 2001). Veel

ondernemingen proberen zich op die manier te verzekeren van de continuïteit van hun activiteiten en daarnaast kunnen ze ook een positief signaal naar de buitenwereld sturen door zich te profileren als een correct en dynamisch bedrijf. Wat de interne controle betreft, bestaan er allerhande systemen die zo goed als waterdicht zijn en bijna garanderen dat de transacties correct worden uitgevoerd. In verband met de controle van het management door de raad van bestuur bestaan er daarentegen wel enkele moeilijkheden en kunnen er factoren optreden die dit proces bemoeilijken.

In 3.1.2 werd reeds aangehaald dat enkel de onafhankelijke outsiders daadwerkelijk geschikt zijn om het controleproces uit te voeren, een standpunt dat wordt bijgetreden door ondermeer Helland en Sykuta (2005). De onafhankelijkheid van deze outside bestuurders vormt de basis voor een aantal redenen die verklaren waarom zij de aangewezen personen zijn om die taak op zich te nemen. De belangrijkste reden heeft ongetwijfeld betrekking op de reputatie van de outsiders (Hermalin en Weisbach, 1998; Weir et al., 2002), die altijd bezorgd zijn over de positie die ze innemen op arbeidsmarkt voor bestuurders. Het is immers zo dat de meeste outsiders in meerdere raden van bestuur proberen te zetelen. In het geval van slechte prestaties in een bepaalde onderneming zal dit een smet werpen op hun reputatie waardoor de kansen om elders te worden aangenomen aanzienlijk verkleinen. Als gevolg hiervan zijn de outside directors, in vergelijking met de insiders, meer gemotiveerd om hun taken op zich te nemen.

Een andere reden die de controle door onafhankelijke bestuursleden promoot, komt van Perry (1999). Hij haalt de samenstelling van het loonpakket aan als een belangrijke drijfveer omdat vaak aandelen en/of opties in het loonpakket zijn inbegrepen. Op die manier zijn de behaalde bedrijfsresultaten direct gerelateerd aan de wijze waarop de bestuurders de controle uitvoeren. Deze motivatie lijkt in eerste instantie niet alleen voor de onafhankelijke bestuurders te gelden, maar ook voor de anderen die niet onafhankelijk zijn. Hierbij kan echter de bedenking gemaakt worden dat de insiders hoe dan ook al een salaris ontvangen voor de prestaties die ze leveren als werknemer in de onderneming. Ze zijn in zekere zin reeds verzekerd van een bepaald inkomen zodanig dat de motivatie om als

bestuurder goed te functioneren beduidend minder kan zijn. In tegenstelling hiermee staat de situatie van de outside bestuurders, die door de betreffende onderneming enkel vergoed worden voor de job van bestuurder, zodat zij meer geneigd zijn om hun taken goed uit te voeren.

In theorie lijkt het geen al te groot probleem om de controle correct te laten uitvoeren door de onafhankelijke bestuurders. In de praktijk steken er echter een aantal factoren de kop op die dit proces kunnen bemoeilijken en soms zelfs doen falen. Jensen (1993) haalt bijvoorbeeld aan dat de bestuurders vaak over te weinig geschikte informatie en expertise beschikken in vergelijking met de CEO en het management, en bovendien bestaat volgens hem het loonpakket procentueel gezien vaak uit te weinig aandelen of opties. Verder kan volgens hem ook dualiteit hier een rol spelen en daarnaast is hij ook van mening dat de raad van bestuur regelmatig te druk bevolkt is waardoor de bestuurders elkaar als het ware verstikken en elkaar hinderen bij de eigenlijke controle. Ten slotte denkt hij ook dat sommige raden van bestuur een te hoog percentage aan executieve bestuursleden tellen. Deze insiders richten zich meestal eerder naar de wensen van hun overste, zijnde de CEO, in plaats van naar de belangen van de aandeelhouders om te vermijden dat de CEO zich tegen hen keert. In die optiek beveelt Jensen (1993) aan dat de CEO de enige inside bestuurder zou zijn die zetelt in de raad van bestuur, om op die manier ervoor te zorgen dat de raad kan functioneren als een democratisch orgaan dat openstaat voor debat en actief medezeggenschap.

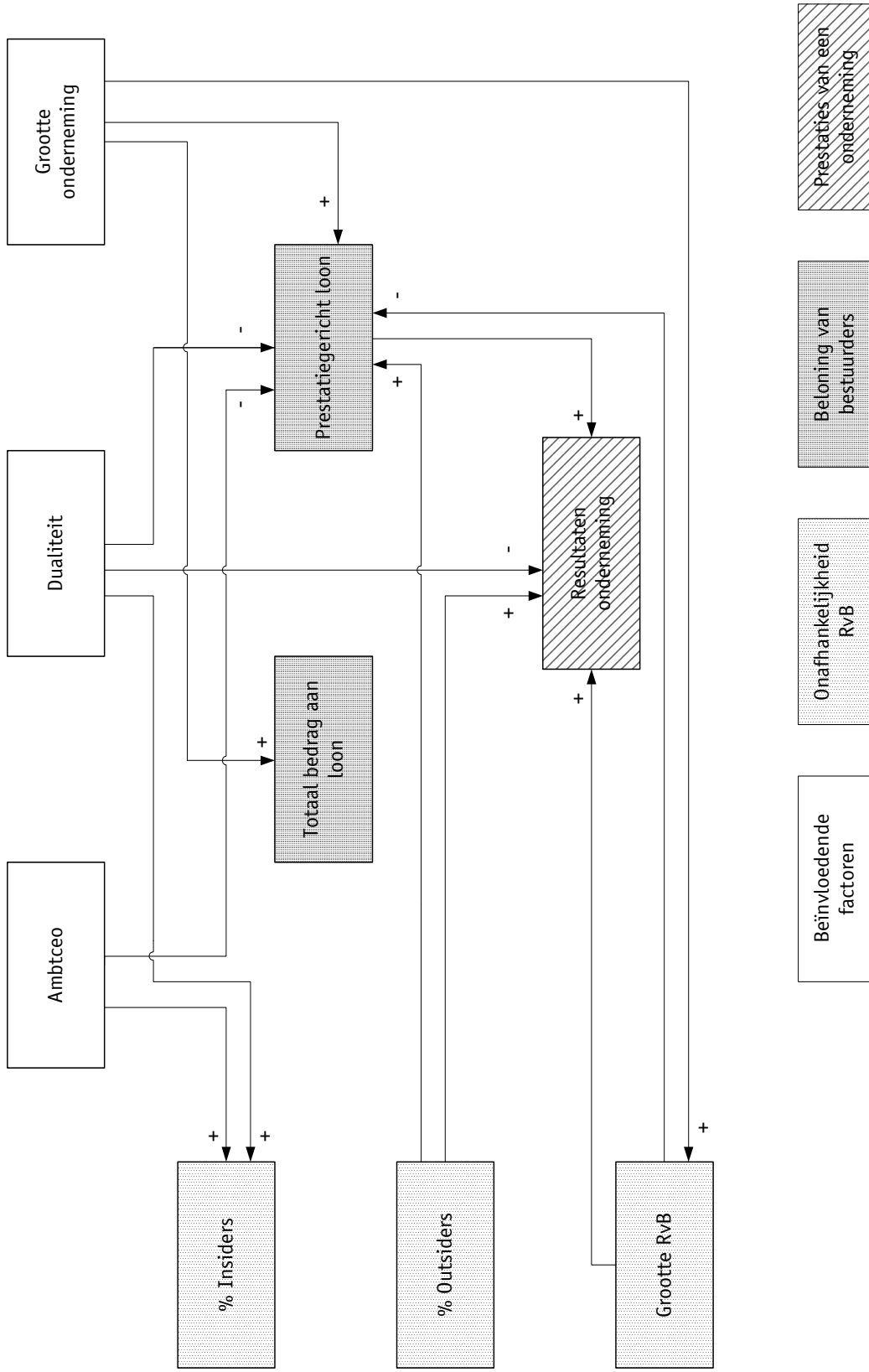
Finkelstein en Hambrick (1996) halen in dit verband nog aan dat de raad van bestuur slechts effectief kan functioneren (en controleren) indien de bestuurders voldoende macht hebben om de koers van het bedrijf te kunnen beïnvloeden. Ze moeten met andere woorden meer macht hebben dan degenen die ze moeten controleren, namelijk de topmanagers en de werknemers.

Uit de voorgaande paragrafen is gebleken dat het voor de raad van bestuur niet altijd gemakkelijk is om de controlefunctie uit te voeren. In het geval dat er wel voldoende

mogelijkheden zijn om dit te doen, is het bovendien van belang dat de juiste maatstaven worden gebruikt bij de controle. Baker et al. (1988) spreken in deze situatie over objectieve en subjectieve parameters bij het beoordelen van de prestaties (zowel van de werknemers individueel als van de onderneming in zijn geheel). Objectieve parameters zijn bijvoorbeeld verkopen, winsten en aantal geproduceerde eenheden, terwijl de geschatte waarde van een werknemer voor een organisatie gecatalogeerd wordt als een subjectieve parameter. In hun studie halen Baker et al. (1988) aan dat de onderneming in zijn geheel doorgaans wel kan beoordeeld worden aan de hand van een objectieve parameter. De individuele werknemer is daarentegen moeilijker te beoordelen op die manier omdat de output per werknemer niet altijd gekend is. Bovendien bestaat bij objectieve waarneming het gevaar dat de werknemers meer belang zullen hechten aan kwantiteit in plaats van aan kwaliteit. Dit kan uiteindelijk nadelig zijn op lange termijn.

3.2 Opstellen hypothesen

Al het voorgaande is bedoeld ter inleiding van het eigenlijke praktijkonderzoek en is geschreven met het oog op het verkrijgen van een dieper inzicht in de materie. In dit onderdeel worden een aantal hypothesen opgesteld die later zullen onderzocht worden in het empirisch onderzoek. Van daaruit zal uiteindelijk een antwoord voortvloeien op de centrale onderzoeksvraag. De hypothesen worden elk ingedeeld in één van de drie categorieën die met elkaar in verband staan volgens een aantal relaties. Het betreft hier min of meer de drie kernconcepten die in 3.1 werden uitgewerkt, namelijk de samenstelling van de raad van bestuur, de beloning van de bestuurders en de prestaties van de onderneming. De drie categorieën, de beïnvloedende variabelen en de wijze waarop ze gerelateerd zijn, worden weergegeven in het conceptueel model op de volgende pagina. Alvorens elke hypothese op te stellen, wordt eerst een korte situatieschets gegeven om de achtergrond van de stelling te verduidelijken.



Figuur 6 Conceptueel model van de raad van bestuur
Bron: Eigen creatie

3.2.1 Samenstelling van de raad van bestuur

Dit eerste aspect van het conceptueel model heeft grotendeels betrekking op de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Zoals eerder reeds aangehaald, is het belangrijk dat de bestuursraad een bepaalde mate van onafhankelijkheid heeft indien de onderneming een correcte leiding wil nastreven. Het al dan niet onafhankelijk zijn van de raad van bestuur wordt beïnvloed door een aantal factoren, waaronder de grootte van de raad en het percentage aan inside en outside bestuurders. Bovendien kunnen de drie genoemde variabelen (ambtstermijn van de CEO, dualiteit en grootte van de onderneming) nog een bepaalde invloed uitoefenen op de samenstelling van de raad van bestuur en daarmee ook op de onafhankelijkheid. Deze invloeden worden nagegaan door middel van de hypothesen die aan bod zullen komen. Langs de andere kant beïnvloedt de samenstelling zelf ook in bepaalde mate de twee andere aspecten van het conceptueel model, namelijk het loonpakket en de geleverde resultaten. Deze relaties zullen later eveneens getest worden aan de hand van enkele hypothesen.

In de eerste plaats is het mogelijk om de samenstelling van de raad van bestuur te koppelen aan de grootte van een onderneming. De studie van Alshimmiri (2004) concludeerde dat grotere bedrijven nood hebben aan een grotere raad van bestuur om de leiding van de onderneming op zich te kunnen nemen en om de grotere complexiteit het hoofd te bieden. Hieromtrent deed Pfeffer reeds in 1972 onderzoek en ook hij concludeerde toen dat er een positieve relatie bestond tussen de grootte van de onderneming en de grootte van de raad van bestuur. De eerste hypothese luidt daarom als volgt:

Hypothese 1: *Grotere bedrijven hebben een grotere raad van bestuur.*

In verband met de samenstelling van de raad van bestuur kan verder ook nog de vraag worden gesteld of dualiteit hierop een bepaalde invloed heeft. Door het feit dat de CEO aan het hoofd van de bestuursraad staat, neemt zijn macht nog verder toe (Finkelstein en D'aveni, 1994) en daarnaast zal zijn invloed op het verkiezen van de bestuursleden

waarschijnlijk in dezelfde richting evolueren. De CEO prefereert uitvoerende bestuurders boven de niet-uitvoerende, omdat deze laatste groep meer accenten legt op de controle van het management (Byttebier et al., 2003). Het is dus te verwachten dat een raad van bestuur met CEO als voorzitter minder onafhankelijk is vanwege een groter aantal insiders, zoals werd aangetoond door Mishra en Nielsen (2000) en Boone et al. (2004). Finkelstein en Hambrick (1996) gaan hiermee akkoord maar volgen een iets andere redenering. Wanneer de CEO meer macht heeft, zal volgens hen het percentage van bestuurders dat door de CEO persoonlijk is aangesteld, groter zijn. De CEO zal bestuurders aanstellen die ofwel onder zijn supervisie vallen binnen de onderneming zelf (dit zijn de insiders), ofwel nauwe banden met hem hebben. In dat laatste geval spreekt men van grey bestuurders, omdat deze minder onafhankelijkheid hebben ten gevolge van de relatie met de CEO.

Borokhovich et al. (1996) bekijken het probleem van dualiteit vanuit een andere invalshoek en beweren dat de kans op een outside bestuurder als voorzitter groter is naarmate er meer outside bestuurders zetelen in de raad van bestuur. Dit alles leidt tot de volgende hypothese:

Hypothese 2: *Indien sprake is van dualiteit zal de raad van bestuur procentueel gezien uit meer inside bestuurders bestaan.*

Hermalin en Weisbach (1988) gaan in hun onderzoek na welke factoren een invloed uitoefenen op de samenstelling van de raad van bestuur. Ze kwamen tot de conclusie dat de ambtstermijn van de CEO hierbij een significante rol speelt. Uit hun bevindingen bleek immers dat meer inside bestuurders deel uitmaakten van de bestuursraad naarmate de opvolging van de CEO dichterbij kwam. Zij verklaren dit door het feit dat de kandidaat-opvolgers zich in de schijnwerpers willen werpen ten opzichte van de andere leden van de raad van bestuur om zo meer kans te maken op de post van CEO. Na de bekendmaking van de nieuwe CEO neemt volgens Hermalin en Weisbach (1988) het percentage aan insiders terug af omdat ze geen kansen meer zien om in de nabije toekomst de CEO op te volgen.

Bovendien heeft een nieuwe CEO soms weinig ervaring waardoor hij meer nood heeft aan outsiders. Deze onafhankelijke bestuurders zijn meer aangewezen om advies te geven omdat zij de problemen en de gang van zaken in een onderneming objectiever kunnen beoordelen dan de insiders, die meer zijn vastgeroest in bepaalde gewoontes en handelwijzen. Voor de kersverse CEO is het dus interessanter om via outside bestuurders nieuwe inzichten te verschaffen die hulp kunnen bieden bij de leiding van de onderneming. Hieruit wordt de volgende hypothese afgeleid:

Hypothese 3: *Hoe langer de CEO zijn ambt reeds bekleedt, hoe meer inside bestuurders deel zullen uitmaken van de raad van bestuur.*

3.2.2 Beloning van bestuurders

Het tweede aspect van het conceptueel model heeft betrekking op het loonpakket dat de bestuurders ontvangen. De wijze waarop het pakket is samengesteld geeft de bestuurders een drijfveer om hun taken op een bepaalde manier uit te voeren. Daarom is interessant om na te gaan welke factoren inwerken op dit aspect en in welke richting die invloed van toepassing is. Zo wordt onderzocht op welke manier het loonpakket wijzigt indien de drie variabelen (ambtstermijn van de CEO, dualiteit en grootte van de onderneming) in een bepaalde richting veranderen. Daarnaast is het ook niet onbelangrijk na te gaan of er een relatie bestaat tussen het loonpakket en de samenstelling van de raad van bestuur.

Eerst en vooral lijkt het evident dat een groter bedrijf bestuurders in zijn rangen heeft die meer kwaliteiten hebben en die tengevolge daarvan beter betaald worden dan een doorsnee bestuurder (Pfeffer, 1972 en Murphy, 1999). Het is immers logisch dat een bedrijf slechts kan groeien indien de werknemers bekwaam zijn. Vanuit dat standpunt kan geredeneerd worden dat een bedrijf dat sterk gegroeid is, een aantal goede werknemers (managers en bestuurders) in dienst heeft. Om te vermijden dat zij overstappen naar de concurrentie is het noodzakelijk om een hoger loon uit te keren (Linn en Park, 2005). Verder geven Finkelstein en Hambrick (1996) aan dat CEO's hogere lonen ontvangen naargelang de

onderneming groter is. Hierdoor kan men in feite verwachten dat de vergoedingen van de leden van de raad van bestuur eveneens hoger zullen zijn bij grotere bedrijven.

Zoals nog zal blijken uit de onderzoeksopzet in het volgende hoofdstuk, zal voor de grootte van het bedrijf gebruik gemaakt worden van de omzet van een onderneming. Volgende hypothese vloeit voort uit het voorgaande:

Hypothese 4: *Grotere bedrijven betalen een hoger bedrag aan totale compensatie uit aan de leden van de raad van bestuur.*

Een andere verwachte relatie, die zeer nauw aansluit bij het verband uit de vorige hypothese, is de link tussen de grootte van een onderneming en de mate waarin bestuurders prestatiegerichte loonelementen ontvangen. Ryan en Wiggins (2004) tonen aan dat de grootte van de onderneming een licht positieve invloed heeft op de hoeveelheid prestatiegericht loon. Daarenboven komen ze tot de bevinding dat de grootte van het bedrijf ook meespeelde bij de eigenlijke keuze om al dan niet prestatiegericht loon toe te kennen. Op basis van de resultaten van hun studie konden ze immers vaststellen dat grote ondernemingen sneller geneigd zijn om prestatiegericht loon uit te betalen aan hun bestuursleden in vergelijking met kleinere ondernemingen.

Dit verband werd niet alleen aangetoond door Ryan en Wiggins, ook een studie van Murphy (1999) bewees dezelfde relatie tussen deze twee variabelen. Daarnaast concluderen Linn en Park (2005) dat bedrijven met een sterke groei aanzienlijk meer prestatiegericht loon betalen aan hun onafhankelijke bestuurders dan bedrijven met een minder sterke groei. Zij redeneren dat bestuursleden in dergelijke bedrijven meer en zwaardere beslissingen moeten nemen, aangezien beslissingen (en de gevolgen ervan) in verband met de strategie en investeringen betrekking hebben op grotere geldbedragen. In die optiek is het voor bedrijven met een sterke groei interessant om loon en bedrijfsprestaties aan elkaar te linken omdat de leden van de raad van bestuur op die manier ertoe worden aangezet om goed

doordachte beslissingen te nemen. Deze redenering kan in feite ook worden gemaakt voor grotere ondernemingen, hetgeen leidt tot volgende hypothese:

Hypothese 5: *Grotere bedrijven betalen procentueel gezien meer prestatiegericht loon aan de leden van de raad van bestuur.*

Zoals eerder werd aangehaald, kunnen bestuurders meer gemotiveerd worden om te controleren door bepaalde prestatiegerelateerde beloningselementen toe te voegen aan het totale loonpakket (Monks en Minow, 2001). Op het eerste zicht lijkt dit een eenvoudige maatregel die gemakkelijk valt te implementeren, maar in de praktijk blijken veel ondernemingen dit niet te doen. Volgens Ryan en Wiggins (2004) ligt de oorzaak in het feit dat bedrijven met een grote raad van bestuur bepaalde coördinatieproblemen hebben. Eigenlijk is dit vrij logisch omdat in dat geval een groot aantal bestuursleden gezamenlijk instaat voor een aantal opdrachten en problemen. Er moet met ieders mening rekening gehouden worden en dat kan ondermeer communicatieproblemen met zich meebrengen. De raad van bestuur zal hierdoor mogelijk minder efficiënt functioneren in vergelijking met een kleinere raad van bestuur (Jensen, 1993 en Ryan en Wiggins, 2004).

Het gevolg hiervan is dat de managers van de onderneming – in de eerste plaats de CEO – meer invloed kunnen uitoefenen op de leden van de raad van bestuur, ondermeer in verband met de loonpolitiek. In dat geval zullen ze proberen meer cash loon en minder prestatiegericht loon te bekommen voor de bestuurders (Murphy, 1999; Ryan en Wiggins, 2004). Op die manier worden deze laatsten minder aangezet tot controle en hebben de managers meer vrijheid.

Langs de andere kant kan men zich afvragen of het niet logischer is dat de relatie een positief effect weergeeft in plaats van een negatief. Met andere woorden, bij een grotere raad van bestuur kunnen de bestuurders procentueel gezien misschien meer prestatiegericht loon ontvangen. Hierbij wordt verwezen naar hypothese 1 en 5, die veronderstellen dat grote ondernemingen respectievelijk een grotere raad van bestuur hebben en meer

prestatiegericht loon uitbetalen. Logischerwijze zou dit kunnen betekenen dat ondernemingen met een grotere raad van bestuur meer prestatiegericht loon zouden uitbetalen.

Voor deze twee variabelen is het dus niet vanzelfsprekend om op voorhand uit te maken welke hypothese het meest waarschijnlijk is. Dit onderzoek zal de literatuur volgen en daarom wordt voorlopig uitgegaan van de volgende hypothese:

Hypothese 6: *Bij een grotere raad van bestuur zullen de bestuurders procentueel gezien minder prestatiegericht loon ontvangen.*

In verband met de loonpolitiek speelt doorgaans nog een andere factor een rol, namelijk welke categorie van bestuurder de overhand heeft binnen de raad van bestuur. Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen twee mogelijke situaties. Ofwel is de meerderheid van de bestuursleden een onafhankelijke, outside bestuurder en wordt gerefereerd naar een outsidersgedomineerde raad van bestuur, ofwel is de meerderheid geen outside maar wel een inside of grey bestuurder (Monks en Minow, 2001). In dat geval wordt meestal verwezen naar een insidersgedomineerde bestuursraad. Indien er sprake is van een outsidersgedomineerde raad van bestuur, heeft deze meer macht over de CEO tijdens de loonsonderhandelingen – in de academische literatuur wordt dan specifiek over de zogenaamde *bargaining power* gesproken (Hermalin en Weisbach, 1998; Ryan en Wiggins, 2004). Dat resulteert in een loonpakket dat dichter aanleunt bij de objectieven van de aandeelhouders en als dusdanig uit meer prestatiegerelateerde loonelementen bestaat, waardoor er meer stimulansen zijn om te controleren. Deze relatie is uitvoerig bestudeerd en bewezen door ondermeer Perry (1999) en Ryan en Wiggins (2004). Daarnaast geven Finkelstein en Hambrick (1996) aan dat het totale executieve loon in elk geval zal toenemen naarmate de raad van bestuur procentueel gezien uit meer outside bestuurders bestaat.

In tegenstelling tot een outsidersgedomineerde raad heeft een insidersgedomineerde raad van bestuur minder onafhankelijkheid en heeft de CEO logischerwijze meer invloed (Hermalin en

Weisbach, 1998). Dit zal dan ook tot uiting komen in de samenstelling van het loon zodat de bestuurders minder tot controle worden aangezet. Het voorgaande resulteert in een nieuwe hypothese:

Hypothese 7: *Hoe meer onafhankelijke, outside bestuurders deel uitmaken van de raad van bestuur, hoe meer het loonpakket procentueel gezien uit prestatiegerichte loonelementen bestaat.*

Verder moet ook rekening gehouden worden met dualiteit, namelijk het feit dat de rol van voorzitter van de raad van bestuur vervuld wordt door de CEO zelf. In dat geval hebben de outside bestuurders normaal gezien minder gelegenheid om zich krachtig op te stellen tijdens de loonsonderhandelingen, aangezien de raad van bestuur een groot deel van zijn onafhankelijkheid verliest (Hermalin en Weisbach, 1998; Ryan en Wiggins, 2004). Ten gevolge hiervan lijkt het vanzelfsprekend dat de lonen van de bestuurders minder prestatiegericht zullen zijn en meer cash salaris zullen bevatten indien CEO dualiteit voorkomt (Conyon, 1994). Deze redenering wordt ook gevolgd door Brick et al. (2005), die bovendien van mening zijn dat dualiteit kan leiden tot een hoger totaalbedrag aan beloningen. Een nieuwe hypothese volgt hieruit:

Hypothese 8: *Indien er sprake is van CEO dualiteit zullen de leden van de raad van bestuur procentueel gezien minder prestatiegericht beloond worden.*

Hier nauw bij aansluitend is ook de relatie tussen de bestuurdersvergoeding en de ambtstermijn van de CEO belangrijk. Volgens Hermalin en Weisbach (1998) krijgt de CEO meer macht en kan hij de selectie van nieuwe bestuurders meer beïnvloeden naarmate hij zijn ambt langer bekleedt. Doordat de CEO's machtiger worden, hebben ze meer medezeggenschap in de samenstelling van het loonpakket. Ze zullen trachten om het percentage aan prestatiegericht loon te verminderen, zodat de bestuurders minder gemotiveerd worden om het management op een doeltreffende manier te controleren.

Bebchuk et al. (2002) voegen hier nog aan toe dat de toenemende macht van de CEO er in feite voor zorgt dat steeds verder van de optimale loonpolitiek wordt afgeweken.

Bovendien zijn Mishra en Nielsen (2000) van mening dat niet enkel de CEO invloed ondervindt van het lange tijd in dienst zijn, maar ook de leden van de raad van bestuur. Volgens hen zijn bestuurders die lange tijd hebben samengewerkt, geneigd om na verloop van tijd conservatiever te handelen en om slechte prestaties vanwege het management te tolereren. Door dit feit alleen al neemt de macht van de CEO toe en indien de CEO reeds lang zijn functie uitoefent, wordt dit effect nog meer versterkt.

Ryan en Wiggins (2004) geven daarnaast aan dat het totale loonpakket voor bestuurders vermindert indien een CEO lang aan de macht is. Opvallend hierbij is dat er meestal een daling optreedt van elke looncomponent, dus zowel het vaste salaris en de bonussen als de aandelen en de opties. De reden voor deze daling van de prestatiegerichte elementen is opnieuw te vinden in het feit dat de onafhankelijkheid van de raad van bestuur afneemt in de loop van de ambtstermijn van de CEO (Hermalin en Weisbach, 1998).

Wel moet nog volgens Ryan en Wiggins (2004) vermeld worden dat het vaste salaris procentueel gezien een groter aandeel gaat innemen in het loonpakket bij een CEO met een langere ambtstermijn. Daartegenover staat dat pas aangestelde CEO's minder invloed kunnen uitoefenen zodat daar de outside bestuurders beloond worden met een hoger percentage aan prestatiegerichte elementen. Volgende hypothese vloeit hieruit voort:

Hypothese 9: *Indien een CEO zijn ambt reeds lange tijd bekleedt, zullen de leden van de raad van bestuur procentueel gezien minder prestatiegericht worden vergoed.*

3.2.3 Prestaties van de onderneming

Tot dusver hielden alle gestelde hypothesen verband met de samenstelling van de raad van bestuur en de wijze waarop de loonpolitiek gevoerd wordt. Daarnaast is het ook interessant om na te gaan hoe bepaalde factoren een invloed kunnen uitoefenen op de bedrijfsresultaten in de organisatie. Meer bepaald kunnen de resultaten gelinkt worden aan de effectiviteit van het controleproces omdat die controle er in feite moet op toezien dat de werknemers (het management in de eerste plaats) op correcte wijze functioneren in de onderneming. In de hierop volgende hypothesen zullen het prestatiegericht loon, de grootte van de raad van bestuur, het aantal onafhankelijke bestuurders en de mogelijke dualiteit worden gekoppeld aan de bedrijfsresultaten, met als achterliggende gedachte het feit dat die resultaten op hun beurt gekoppeld zijn aan de effectiviteit waarmee bestuurders de controle over het management uitvoeren. De moeilijkheid hierbij is om een degelijke maatstaf of parameter te vinden die een juist beeld weergeeft van dat proces. Daarom is het aangewezen om de gevolgen van de controle van naderbij te bekijken.

De mate van effectiviteit van de uitgevoerde controles uit zich meestal in de wijze waarop de onderneming globaal gezien presteert. Indien de controles onnauwkeurig worden uitgevoerd, kan het management zich meer vrijheid veroorloven en leidt dit doorgaans tot slechtere bedrijfsresultaten. De omgekeerde relatie is eveneens geldig, zodat betere controle leidt tot betere resultaten. Om een parameter voor controle te vinden, wordt dus best gezocht naar een parameter voor de prestaties van een onderneming. In eerste instantie kan hiervoor de groei in omzet, de nettorendabiliteit van het eigen vermogen of de bedrijfswinst gebruikt worden, maar ook andere parameters zoals de bedrijfsgrootte en de fluctuatie van de bedrijfsresultaten komen in aanmerking (Boone et al., 2004). Nog volgens Boone et al. (2004) kunnen ook de kosten van onderzoek en ontwikkeling gebruikt worden als parameter voor de prestaties van een onderneming. Ze zijn van mening dat deze kosten een referentie van het controleproces vormen omdat deze een beeld geven van de mate waarin de onderneming op langere termijn denkt. Ze geven met andere woorden aan in welke mate de belangen van de aandeelhouders in het achterhoofd worden gehouden en dit kan dan weer gekoppeld worden aan de mate van effectieve controle. Een kritische

opmerking hierbij is dat deze maatstaf eerder sectorgerelateerd is en moeilijk te implementeren is in een studie zoals deze, die geen onderscheid maakt tussen de verschillende sectoren. Vooralsnog wordt geen uitsluitsel gegeven over de maatstaf die uiteindelijk gebruikt zal worden.

Een eerste veronderstelling in verband met de prestaties van een onderneming heeft te maken met het loonpakket van de bestuurders. Eerder is reeds aangehaald dat prestatiegerichte looncomponenten de leden van de raad van bestuur moeten aanzetten tot een betere controle. Ten gevolge daarvan zien Finkelstein en Hambrick (1996) en Perry (1999) zondermeer een positief verband tussen het percentage aan prestatiegericht loon en het resultaat van de onderneming, een relatie die later ondermeer in studies van Alshimiri (2004) en Brick et al. (2005) bevestigd werd. In de eerstgenoemde studie verklaart Alshimiri (2004) dat de positieve relatie te verklaren is door het feit dat de samenstelling van het loonpakket kan zorgen voor overeenstemming van belangen. Hij bedoelt hiermee dat het loonpakket ertoe kan leiden dat de belangen van de bestuurders en de aandeelhouders overeenkomen. Doordat beide partijen dezelfde doelstelling nastreven, is de kans op succes en op goede resultaten veel groter.

In een andere studie bevestigen Linn en Park (2005) hun hypothese dat groeiende bedrijven meer loon uitbetalen aan outside bestuurders dan niet-groeiende bedrijven. Van groeiende bedrijven kan worden aangenomen dat ze gemiddeld genomen betere bedrijfsresultaten vertonen in vergelijking met niet-groeiende bedrijven. Ook vanuit deze optiek lijkt het interessant om na te gaan hoe de bedrijfsresultaten zich verhouden tot het percentage aan prestatiegericht loon. Volgende hypothese vloeit hieruit voort:

Hypothese 10: *Naarmate het loon procentueel gezien uit meer prestatiegerichte loonelementen bestaat, zullen de bedrijfsresultaten toenemen.*

Vervolgens zou het ook niet onlogisch zijn indien er een verband bestond tussen de grootte van de raad van bestuur en de bedrijfsprestaties. Finkelstein en Hambrick (1996) gaan er

vanuit dat bij een grotere raad van bestuur meer mensen beschikbaar zijn om het controleproces uit te voeren, waardoor meer druk heerst op het management van de onderneming. Deze verhoogde druk leidt normaal gezien tot betere prestaties en dito resultaten. Ook Perry (1999) gelooft in dit verband, al verklaart hij het op een iets andere manier. Hij is eveneens van oordeel dat meer bestuursleden kunnen zorgen voor een betere controle omdat volgens hem de kans dan groter is dat er overeenstemming is tussen de belangen van de bestuurders en die van de aandeelhouders.

Langs de andere kant mag een raad van bestuur ook weer niet te groot worden omdat de bestuurders elkaar dan kunnen hinderen bij de uitvoering van hun taken. Jensen (1993) is van mening dat een te grote raad van bestuur geen positief effect heeft op de bedrijfsresultaten, maar soms zelfs een negatief effect. Ondanks dit feit vormen voorgaande verklaringen de basis voor een nieuwe hypothese:

Hypothese 11: *Hoe groter de raad van bestuur is, hoe beter de bedrijfsresultaten zullen zijn.*

Volgens Finkelstein en Hambrick (1996) speelt de samenstelling van de raad van bestuur een belangrijke rol bij de effectiviteit van de controle. Keasey et al. (2005) merken hierbij op dat het de onafhankelijke bestuurders zijn die in de eerste plaats moeten toezien op de goede gang van zaken in de onderneming en die, indien nodig, maatregelen moeten treffen. Op basis hiervan valt te verwachten dat er een positieve relatie bestaat tussen het aantal outside bestuurders en de bedrijfsresultaten. Mishra en Nielsen (2000), Alshimmiri (2004) en Helland en Sykuta (2005) tonen in hun studie aan dat er inderdaad een significant positieve relatie bestaat tussen deze twee factoren. Deze drie studies geven hierbij overigens expliciet aan dat deze relatie direct verbonden is met de kwaliteit van de controle door de bestuurders. Ook Weir et al. (2002) onderzochten deze relatie, maar in tegenstelling tot de drie eerder vernoemde studies vonden zij slechts een klein, niet-significant verband.

Volgens Alshimmiri (2004) is het overigens wel belangrijk dat er een duidelijk onderscheid gemaakt wordt tussen de pure outside bestuurder en de grey bestuurder. Hij benadrukt dat deze laatste categorie op het gebied van controle niet kan tippen aan de eerste categorie, zelfs niet indien het gaat om een zeer oppervlakkige connectie met de betreffende organisatie. In tegenstelling tot al deze aangehaalde studies staat echter een studie van Hermalin en Weisbach (1991), waarin geconcludeerd wordt dat er geen relatie bestaat tussen de samenstelling van de raad van bestuur en de prestaties van de onderneming. Op basis van deze informatie wordt niettemin de volgende hypothese onderzocht:

Hypothese 12: *Hoe groter het percentage aan outside bestuurders in de raad van bestuur, hoe beter de geleverde bedrijfsresultaten.*

Betreffende de samenstelling van de raad van bestuur kan ten slotte nog een hypothese worden opgesteld die een relatie weergeeft met de effectiviteit van de controle. Het is immers de vraag hoe de controle en de daaraan verbonden bedrijfsresultaten evolueren indien de CEO tevens de rol van voorzitter van de bestuursraad vervult. Mishra en Nielsen (2000) tonen aan dat de onafhankelijkheid van de raad van bestuur afneemt in geval van dualiteit. Het lijkt dan ook niet onlogisch dat daardoor het controleproces minder effectief verloopt met eventueel slechtere bedrijfsresultaten tot gevolg.

In een studie van Weir et al. (2002) werd onderzocht of er inderdaad een negatieve relatie bestond tussen dualiteit en de resultaten van de onderneming. Het onderzoek bracht echter geen significante relatie aan het licht. Bovendien werd deze relatie eerder reeds aangekaart in een studie van Brickley et al. (1997) en daarin kwamen de onderzoekers zelfs tot de conclusie dat bedrijven met dualiteit beter zouden presteren dan bedrijven zonder dualiteit. Dit is eigenlijk een verrassende conclusie omdat het logisch lijkt dat de CEO bij dualiteit veel meer macht toegewezen krijgt en dat hij dan een hinderpaal kan vormen voor de bestuurders bij de controle. Dit kan vervolgens weer leiden tot een minder efficiënte leiding waardoor minder aandacht geschonken wordt aan de belangen van de aandeelhouders. Anderzijds kan geargumenteed worden dat dualiteit wel degelijk voor betere resultaten kan

leiden omdat er dan eenheid van leiding is binnen de onderneming, waardoor een strakkere koers wordt gevaren (Finkelstein en D'aveni, 1994).

In feite is het dus moeilijk om een concreet oordeel te vellen over de gevolgen van dualiteit. Daarom wordt, ondanks de verrassende conclusie van de studie van Brickley et al. (1997), toch volgende hypothese onderzocht:

Hypothese 13: *Als in een onderneming sprake is van dualiteit, zullen de bedrijfsresultaten minder goed zijn.*

Hoofdstuk 4 Praktijkonderzoek

4.1 Dataverzameling

In het kader van het praktijkonderzoek is het noodzakelijk om te beschikken over een gevarieerde databank die een representatief beeld geeft van de huidige toestand op het gebied van corporate governance. De populatie waarvoor het onderzoek gevoerd wordt, bestaat uit de grote Belgische, Franse en Nederlandse ondernemingen die op de beurs staan genoteerd. De steekproef voor dit onderzoek, die overeenkomt met de te onderzoeken populatie, is hoofdzakelijk samengesteld uit de ondernemingen die genoteerd zijn op de Europese beurs Euronext 100 (www.euronext.com). Het interessante van dit beurssegment ligt in het feit dat ze bestaat uit de honderd grootste Belgische, Nederlandse, Franse en Portugese ondernemingen, zodat een onderzoek van deze beurs een beeld geeft van de situatie in een aantal landen.

Voor dit onderzoek werd besloten om de 6 Portugese bedrijven uit de Euronext 100 niet te gebruiken omwille van hun gering aantal. Bovendien is de situatie omtrent corporate governance in Portugal geen enkele keer aan bod gekomen in het voorgaande. Om dit verlies enigszins te compenseren, zijn een zestal Belgische ondernemingen, die genoteerd staan op de BEL 20 en tevens op de Euronext 150, aan het onderzoek toegevoegd. In totaal werden gegevens verzameld van 61 Franse, 22 Nederlandse en 17 Belgische ondernemingen. Deze verzameling gebeurde voornamelijk op basis van de gepubliceerde jaarverslagen van het boekjaar 2004, die doorgaans op de website van de betreffende ondernemingen te vinden waren. Indien het jaarverslag onvoldoende uitkomst bood, werd het bedrijf per e-mail gecontacteerd met de vraag om de ontbrekende data per terugkerende door te zenden. In bijlage 1 is een lijst opgenomen met de namen en de websites van alle ondernemingen waarvoor gegevens zijn verzameld.

Het eerste kernconcept waarvoor gegevens verzameld werden, had betrekking op de raad van bestuur en de onafhankelijkheid ervan. De volgende data werden bijeengebracht: de grootte ('LedenRvb') en de samenstelling van de raad van bestuur, het al dan niet aanwezig zijn van CEO dualiteit ('Dualiteit') en het aantal jaren dat de CEO reeds in dienst is ('Ambtceo'). Voor de samenstelling van de raad van bestuur wordt, zoals eerder vermeld, een onderscheid gemaakt tussen inside ('%insiders'), outside ('%outsider') en grey ('%grey') bestuurders. Eerstgenoemden zijn bestuurders die tevens een uitvoerende functie vervullen bij de onderneming, terwijl de outside bestuurders als onafhankelijk zijn gecatalogeerd. De grey bestuurders ten slotte zijn niet onafhankelijk maar voeren ook geen functie uit binnen de onderneming. Inside bestuurders worden ook wel executieve bestuurders genoemd en de grey en outside directors krijgen de benaming van niet-executieve bestuurder. Deze gegevens werden bekomen voor 98 ondernemingen, dus in slechts twee gevallen was er onduidelijkheid over de kenmerken van de raad van bestuur.

Vervolgens kwam de beloning van bestuurders, het tweede kernconcept, aan bod. In het geval dat de leden van de raad van bestuur ook nog een uitvoerende functie uitoefenden binnen dezelfde onderneming, werden enkel de vergoedingen die betrekking hadden op de functie van bestuurder in acht genomen. De gegevens met betrekking tot het loon werden opgesplitst in twee grote noemers, namelijk het vaste ('vast loon') en het prestatiegerichte loon ('prestatiegericht loon'). Het 'vaste' loon is in feite een slechte benaming aangezien het niet enkel gaat om vergoedingen die op voorhand reeds vaststaan, maar wel om vergoedingen die niet zijn gekoppeld aan de resultaten van de onderneming. Naast het vaste salaris worden ook vergoedingen voor de bijgewoonde vergaderingen en toegekende bonussen, die niet van het resultaat afhangen, onder deze noemer ingedeeld. Het prestatiegerichte loon bestaat hoofdzakelijk uit toegekende aandelen en in enkele gevallen ook uit een prestatiegerichte bonus (al dan niet jaarlijks toegekend). Op basis van het vast en het prestatiegerichte loon werd het totale loon ('Loonpb') berekend en daaruit werd het percentage aan prestatiegericht loon ('%eqbased') afgeleid, om zo een duidelijker beeld te krijgen van de samenstelling van het loonpakket. De waardering van de aandelen gebeurde aan de hand van de afsluitende beurskoers per aandeel op 31/12/2004. Uiteindelijk werd

van 75 bedrijven alle nodige informatie gevonden in verband met de beloning van bestuurders. De 25 andere ondernemingen vermeldden vaak enkel het vaste loon zonder melding te maken van het aantal aandelen dat in het bezit was van de leden van de raad van bestuur.

In een aantal ondernemingen was er verder ook sprake van het toekennen van opties. Deze zijn niet in dit onderzoek opgenomen omdat de waardering ervan voor moeilijkheden zorgde. Het bekendste waarderingsmodel voor opties, het Black-Scholes model, heeft ondermeer gegevens nodig over de expiratedatum van de opties, de risicovrije intrestvoet en de standaardafwijking van de effectenopbrengsten.⁵ Het merendeel van de ondernemingen die opties toekennen, geeft echter te weinig informatie om de waardering effectief te berekenen.⁶

Het derde en laatste kernconcept waarvoor data gezocht zijn, heeft betrekking op de prestaties van de onderneming. Hiervoor werden de volgende gegevens verzameld: de omzet van 2003 en 2004 ('Omzet04'), het eigen vermogen en de nettowinst. De laatste twee gegevens werden vervolgens gebruikt om de *Return on Equity* (ROE) te berekenen. Deze ROE ('ROE2004') komt in feite overeen met de nettorendabiliteit van het eigen vermogen en is niets anders dan de nettowinst gedeeld door het eigen vermogen. Aangezien dit eigen vermogen wordt voorzien door de aandeelhouders is dit intrinsiek de meest interessante maatstaf in het kader van dit onderzoek rond corporate governance. In de vorige hoofdstukken is immers meermaals de nadruk gelegd op het feit dat het voor de onderneming van belang is om te functioneren in het belang van de aandeelhouders. De ROE is in dat opzicht zeer interessant omdat die aangeeft hoeveel winst gegenereerd is per eenheid eigen vermogen en in feite dus een idee geeft van de mate waarin de belangen van de aandeelhouders zijn verdedigd. Naast de ROE wordt ook nog een andere parameter berekend voor de prestaties van de onderneming, namelijk de groei in omzet tussen 2003 en

⁵ Hull (2005) en <http://bradley.bradley.edu/~arr/bsm/model.html> (2006)

⁶ Er bestaan nog een aantal andere waarderingsmodellen, zoals ondermeer het Binomial Options Pricing Model (http://en.wikipedia.org/wiki/Binomial_options_model, 2006). Ook dit model vereist een aantal specifieke gegevens (volatiliteit, onderliggende actiefwaarde) die doorgaans niet vermeld werden, zodat ook dit model geen oplossing bleek te zijn.

2004 ('Groei'). Wat de prestaties van de onderneming betreft, zijn voor alle bedrijven voldoende gegevens gevonden.

Na het doornemen van het volledige databestand blijkt dat twee ondernemingen niet in aanmerking komen voor de statistische verwerking omdat te weinig gegevens daarvan beschikbaar zijn. De overige 98 ondernemingen kunnen allemaal gebruikt worden bij de toetsing van die hypothesen waarbij het loon geen rol speelt. Voor de hypothesen die wel verbonden zijn aan het loon (al dan niet prestatiegericht), zijn slechts 75 ondernemingen beschikbaar en is de steekproef dus kleiner. In zijn totaliteit is de steekproef echter voldoende groot indien wordt uitgegaan van minstens 30 cases, een aantal dat statistici doorgaans aanzien als het minimum dat nodig is om statistische analyses uit te voeren (Saunders et al., 2000).

4.2 Gebruik statistische methoden

Vooraleer de hypothesetoetsing aan te vatten, zal aan de hand van de Kolmogorov-Smirnov test worden nagegaan of de variabelen normaal verdeeld zijn. Het is belangrijk dit te weten omdat de resultaten mogelijk op een verkeerde manier kunnen worden geïnterpreteerd. Vervolgens zullen een aantal testen worden uitgevoerd die nagegaan of de op het eerste zicht bestaande verschillen tussen een aantal landen significant zijn. Deze toetsing zal gebeuren met een Chi²-test en een Kruskal-Wallis test.

De eigenlijke hypothesetoetsing, waarvoor de gegevens verzameld zijn, zal bestaan uit twee soorten testen. Enerzijds komen univariate testen aan bod, waarbij telkens één enkele hypothese getest wordt door de relatie tussen twee bepaalde variabelen na te gaan. Anderzijds zal ook gebruik worden gemaakt van multivariate analyse. Technieken die multivariaat van aard zijn, gaan voor een afhankelijke variabele de gezamenlijke invloed na van een groep onafhankelijke variabelen. Zowel voor de univariate als de multivariate analyse zal gebruik worden gemaakt van een aantal technieken, die in de volgende paragrafen reeds kort zullen worden toegelicht.

Bij de gebruikte univariate testen kan het onderscheid worden gemaakt tussen twee categorieën, namelijk parametrische en niet-parametrische testen. De parametrische test gebruikt de absolute waarden van de variabelen terwijl de niet-parametrische test dit niet doet. In plaats daarvan maakt deze een rangorde en kent op basis daarvan stijgende waarden toe aan de data. De niet-parametrische test houdt dus geen rekening met de absolute waarden, maar baseert zich op een relatieve waarde die ten opzichte van de voorgaande waarde altijd evenveel verschilt. Hierdoor wordt de extreme invloed van hoge scores, de zogenaamde uitschieters, grotendeels uitgeschakeld. De parametrische testen die worden uitgevoerd, zijn de Pearson en de T-test, en voor de niet-parametrische testen wordt een beroep gedaan op de Spearman's Rho test en de Mann-Whitney U test. Hierbij kan verder nog een tweede onderscheid worden gemaakt tussen de testen. De Pearson test en de Spearman's Rho test enerzijds zijn correlatietesten die nagaan in welke mate twee variabelen met elkaar zijn gecorreleerd. Anderzijds zijn de T-test en de Mann-Whitney U test twee testen van het gemiddelde die nagaan of twee aparte groepen significant verschillen op het gebied van een variabele.

De multivariate analyse zal bestaan uit een viertal analyses, met als doel om een beter beeld te krijgen van de relaties tussen de onafhankelijkheid van de raad van bestuur, de beloning van bestuurders en de resultaten van een onderneming. De gebruikte technieken gaan na in welke mate een groep van variabelen invloed heeft op een afhankelijke variabele. Zo zal aan de hand van twee Ordinary Least Squares (OLS) regressies worden nagegaan welke elementen een rol spelen op het totale bedrag aan loon en welke variabelen een invloed hebben op de resultaten van een onderneming. Daarnaast zal een Tobit-analyse voor het percentage aan prestatiegericht loon worden uitgevoerd en vervolgens wordt geëindigd met een logistische regressie om de kans te voorspellen dat een onderneming prestatiegericht loon uitbetaalt aan de bestuurders.

4.3 Beschrijvende statistiek

In tabel 2 wordt een overzicht gegeven van de belangrijkste statistieken van de gebruikte variabelen. Belangrijk te vermelden is het feit dat deze gegevens zijn berekend op basis van de 75 ondernemingen waarvan de informatie volledig is bekomen. Per variabele kan het gemiddelde, de mediaan, de standaardafwijking, het minimum en het maximum worden afgelezen.

Tabel 2 Beschrijvende statistieken op basis van steekproef met N = 75

N = 75	Gemiddelde	Mediaan	Std. Afwijking	Minimum	Maximum
Loonpb (€)	133439	73889	221366	12705	1487722
vast loon (€)	40022	36167	22136	9134	133045
Prestatiegericht loon (€)	93417	33147	212257	0	1354677
%eqbased	,44877	,47024	,300005	,000	,977
LedenRvb	12,28	12,00	3,871	5	23
%insiders	,11725	,07700	,130967	,000	,462
%outsider	,61941	,61100	,240762	,125	1,000
%grey	,26333	,25000	,203551	,000	,687
Dualiteit	,35	,00	,479	0	1
Ambtceo	6,05	4,00	5,558	1	27
Omzet04 (€ miljoen)	19954	11494	34791	137	265190
ROE2004	,13141	,13300	,134695	-,622	,574
Groei	,06171	,04415	,175598	-,4535	,7470

Bron: Eigen verwerking

Een bestuurder verdient in absolute termen gemiddeld € 133.439 in totaal, waarvan € 40.022 als vast loon en € 93.417 als prestatiegericht loon. In eerste instantie lijkt het dus alsof het totale loonpakket grotendeels uit prestatiegericht loon bestaat. Het is echter belangrijk om het onderscheid te maken tussen absolute en relatieve bedragen, want wanneer wordt gekeken naar het gemiddelde percentage (relatief bedrag) aan prestatiegericht loon, blijkt dit slechts 44,9 % te zijn. Het grote verschil tussen het absolute en het relatieve bedrag is naar alle waarschijnlijkheid te verklaren door enkele

grote uitschieters bij de variabele 'prestatiegericht loon', zoals ook valt af te leiden uit het hoge maximum bij deze variabele.

Het vermoeden van het bestaan van uitschieters wordt bovendien nogmaals bevestigd bij het aflezen van de mediaan van de variabelen. Voor het vaste loon bedraagt deze immers € 36.167 en wordt het gemiddelde vrij dicht benaderd. De mediaan van het prestatiegericht loon daarentegen is € 33.147 en komt overeen met slechts één derde van het gemiddelde. De mediaan van het percentage prestatiegericht loon bedraagt ten slotte 47 % en komt veel beter overeen met de eerder vernoemde mediaan. Ook dit kan verklaard worden door de aanwezigheid van enkele grote uitschieters bij prestatiegericht loon, die het gemiddelde sterk naar omhoog trekken.

In tegenstelling tot de variabelen van het loon hebben de variabelen die in verband staan met de samenstelling van de raad van bestuur, veel minder te lijden onder uitschieters. Het gemiddelde en de mediaan komen vrij goed overeen voor alle variabelen, behalve voor het aantal jaren dat de CEO zijn functie reeds vervult. Gemiddeld genomen is dat ongeveer 6 jaar, terwijl de mediaan slechts 4 jaar bedraagt. Dit verschil, dat overigens niet extreem groot is, kan ook toegewezen worden aan het bestaan van enkele hoge waarden. Wat de samenstelling van de raad van bestuur betreft, blijkt dat een gemiddelde bestuursraad bestaat uit 12 leden, waarvan één à twee uitvoerende bestuurders en een zevental onafhankelijke outsiders. Ten slotte is in 35 % van de ondernemingen sprake van dualiteit, waarbij de CEO eveneens voorzitter is van de raad van bestuur.

De laatste gegevens hebben betrekking op de prestaties van de onderneming. Indien geen rekening wordt gehouden met de uitschieters behaalt een onderneming een gemiddelde omzet van € 11.494 miljoen (mediaan). Verder blijkt de Return On Equity weinig onderhevig te zijn aan de invloed van uitschieters, hetgeen zich vertaalt in een gemiddelde ROE van ongeveer 13 %. Wat de groei ten slotte betreft, blijkt dat een gemiddelde onderneming ongeveer 6 % per jaar groeit.

Wanneer deze resultaten nu worden vergeleken met de scores van de steekproef met 98 ondernemingen, kan worden nagegaan of er bepaalde verschillen zijn tussen bedrijven die gegevens met betrekking tot het loon van bestuurders verstrekken, en bedrijven die dat niet doen. Onderstaande tabel geeft de resultaten weer, zonder echter gegevens in verband met loon te vermelden.

Tabel 3 Beschrijvende statistieken op basis van steekproef met N = 98

N = 98	Gemiddelde	Mediaan	Std. Afwijking	Minimum	Maximum
LedenRvb	12,38	12,00	3,986	5	23
%insiders	,12199	,08000	,134998	,000	,462
%outsider	,57800	,55350	,243340	,000	1,000
%grey	,30103	,28600	,212462	,000	,857
Dualiteit	,33	,00	,471	0	1
Ambtceo	6,22	4,00	5,913	1	27
Omzet04 (€ miljoen)	18910	10147	31897	137	265190
ROE2004	,12697	,11950	,141220	-,622	,609
Groei	,07348	,05214	,17770	-0,4535	,8692

Bron: Eigen verwerking

Wat de variabelen in verband met de raad van bestuur betreft, zijn er geen al te grote verschillen in vergelijking met tabel 2 op pagina 68. Zowel het gemiddelde als de mediaan komen vrij goed overeen, behalve voor het percentage aan outside en grey bestuurders is er een kleine verandering. In vergelijking met de vorige steekproef bestaat de raad nu gemiddeld uit 5 % minder outsiders. De 23 nieuwe ondernemingen hebben blijkbaar minder onafhankelijke bestuurders in hun rangen en indien dit verschil significant zou zijn, kan het een mogelijke verklaring geven voor het feit dat deze ondernemingen de lonen van hun bestuurders niet openbaar maken. Verder blijken ook de prestatieadviseurs van de 23 ondernemingen een welbepaalde invloed te hebben, aangezien de drie parameters van de totale steekproef een lichte verandering hebben ondergaan. De omzet en de ROE dalen respectievelijk ongeveer € 1350 miljoen en 1 %, terwijl het gemiddelde van de groei met minder dan 1 % is toegenomen. Dit wekt de indruk dat ondernemingen die weinig bekendmaken over de beloning van bestuurders kleiner zijn en minder goede resultaten behalen dan ondernemingen die dat wel doen. In de volgende sectie zal worden nagegaan

of er sprake is van significante verschillen tussen de 75 ondernemingen die transparant zijn en de 23 ondernemingen die minder transparantie vertonen.

4.4 Empirische resultaten

4.4.1 Normale verdeling en homoscedasticiteit

Vooraleer de eigenlijke analyse aan te vatten, wordt eerst gecontroleerd of de verzamelde data normaal verdeeld zijn. Indien dat niet het geval is, kunnen sommige testen, zoals ondermeer de parametrische testen en de regressieanalyses, vertekende resultaten opleveren. Deze vereiste, die niet altijd geldt voor grote steekproeven, is hier wel van toepassing omwille van de relatief kleine omvang van deze steekproef. In onderstaande tabel staan de resultaten van de Kolmogorov-Smirnov test, die nagaat of de variabelen uit de steekproef met $N = 75$ normaal verdeeld zijn. Later zal de test ook worden toegepast op de grotere steekproef met $N = 98$. De variabele 'Dualiteit' wordt niet getest omdat het weinig zin heeft om die test uit te voeren vermits de waarden van deze variabelen enkel nul of één bedragen. In bijlage 2 zijn een aantal andere statistieken in verband met de normale verdeling opgenomen, namelijk de Skewness, de Kurtosis en de Jarque-Bera statistiek. De bewerkingen die in het verdere verloop van dit onderzoek gebeuren met betrekking tot de normale verdeling, zijn echter gebaseerd op de resultaten van de Kolmogorov-Smirnov test.

Tabel 4 Kolmogorov-Smirnov test 1 voor steekproef met $N = 75$

N = 75	LedenRvb	%insiders	%outsider	%grey	%eqbased	Loonpb
Kolmogorov-Smirnov Z	,735	1,975	,661	1,115	1,033	2,696
Asymp. Sig. (2-tailed)	,652	,001	,774	,166	,236	,000
	Vastpb	Eqbapb	Ambtceo	Omzet 04	ROE2004	Groei
Kolmogorov-Smirnov Z	1,353	2,857	1,632	2,464	1,522	1,688
Asymp. Sig. (2-tailed)	,051	,000	,010	,000	,019	,007

Bron: Eigen verwerking

Indien de p-waarde (het significantieniveau) bij deze test lager is dan 5 %, wil dat zeggen dat de betreffende variabele significant afwijkt van de normale verdeling. Uit de gegevens van de tabel blijkt dat slechts vier variabelen duidelijk normaal verdeeld zijn, namelijk de grootte van de raad van bestuur ('LedenRvb'), het percentage aan onafhankelijke outside bestuurders ('%outsider'), het percentage aan grey bestuurders ('%grey') en ten slotte het percentage aan prestatiegericht loon dat is toegekend aan de bestuursleden ('%eqbased'). In feite is ook het vaste loon per bestuurder normaal verdeeld, maar omdat de p-waarde (0,051) zo dicht aanleunt bij de grens van 5 % is de kans reëel dat ook deze variabele niet normaal verdeeld is. Een mogelijke verklaring voor het feit dat een variabele niet beantwoordt aan de normale verdeling, is de aanwezigheid van uitschieters. Het bestaan van extreme waarden werd reeds aangehaald bij de beschrijvende statistiek en het lijkt er nu op dat deze uitschieters inderdaad een belangrijke rol spelen.

Een opvallend resultaat is dat de variabele '%insiders' niet normaal verdeeld blijkt te zijn. Dit is verrassend omdat deze variabele nauw aansluit bij de variabelen '%outsider' en '%grey', die beide wel normaal verdeeld zijn. Een mogelijke verklaring voor dit resultaat kan gevonden worden in het feit dat in veel ondernemingen (31) geen enkele inside bestuurder zetelt in de raad van bestuur. Bij de bespreking van testen in verband met deze variabele zal dus rekening moeten worden gehouden met het feit dat er eventueel sprake is van een licht vertekend beeld.

Verder blijken ook de variabelen 'ROE2004' en 'Groeï' niet normaal verdeeld te zijn. Wanneer de data nauwkeurig worden onderzocht, springt bij de variabele 'ROE2004' één waarde onmiddellijk in het oog, namelijk een ROE van -62,2 %. Deze waarde kan er mogelijk voor zorgen dat de variabele niet normaal verdeeld is, aangezien geen enkele andere onderneming een waarde vertoont die -62,2 % benadert. Dit vermoeden wordt bevestigd wanneer de test opnieuw uitgevoerd wordt op de steekproef, zonder echter rekening te houden met deze extreme waarde (dus $N = 74$). In dat geval bedraagt de p-waarde immers 44,3 %, hetgeen inhoudt dat de variabele nu wel normaal verdeeld is. Voor de testen die verbanden met de prestaties van een onderneming nagaan, zal deze uitschieter worden

weggelaten. In tegenstelling tot de ROE kan voor de variabele 'Groei' weinig veranderd worden omwille van het bestaan van een vrij groot aantal uitschieters. Bij de hypothesetoetsing krijgt de ROE de voorkeur op de groei, al zullen de testen worden uitgevoerd met beide variabelen.

Na deze kleine aanpassing blijkt de variabele 'ROE2004' dus normaal verdeeld te zijn. Ook voor de andere variabelen is het aangewezen om een oplossing te vinden voor het feit dat ze niet normaal verdeeld zijn. Een mogelijkheid is om het logaritme van de variabelen in kwestie te nemen, omdat dit de invloed van uitschieters kan neutraliseren. Uit onderstaande tabel blijkt dat deze methode succesvol is voor vier van de vijf variabelen. Enkel het prestatiegericht loon per bestuurder blijft niet normaal verdeeld, zelfs indien het logaritme genomen wordt. Wanneer hypothesen moeten getest worden die verbanden met deze variabelen nagaan, is het aangewezen om de testen uit te voeren aan de hand van het logaritme van de betreffende variabele.

Tabel 5 Kolmogorov-Smirnov test 2 voor steekproef met N = 75

N = 75	Lnloonpb	Lnvastpb	Lneqbapb	Lnambt	Lnomzet
Kolmogorov-Smirnov Z	,972	,677	2,404	1,227	,805
Asymp. Sig. (2-tailed)	,301	,749	,000	,099	,537

Bron: Eigen verwerking

Deze test werd ook uitgevoerd voor de steekproef van 98 ondernemingen en daar werden dezelfde resultaten bekomen. Opnieuw bleken de omzet en de ambtstermijn van de CEO te beantwoorden aan de normale verdeling nadat het logaritme van beide variabelen genomen werd. Verder bleek ook de Return On Equity voor deze steekproef sterk beïnvloed te worden door de uitschieter van -62,2 %. Dit effect kan andermaal worden tenietgedaan door de onderneming met deze waarde niet te gebruiken voor testen met betrekking tot de prestaties van ondernemingen. Voor dergelijke analyses worden dus geen 98 ondernemingen gebruikt, zoals aanvankelijk werd vermeld, maar wel 97.

Naast de normale verdeling wordt doorgaans ook rekening gehouden met de mogelijke aanwezigheid van heteroscedasticiteit. Dit statistische begrip, dat vooral van belang is bij multivariate regressies, heeft betrekking op de restwaarden die berekend worden tengevolge van een uitgevoerde regressie. Op basis van de bekomen regressieresultaten kunnen voor de afhankelijke variabele immers voorspellingen worden gemaakt. Die kunnen dan vergeleken worden met de reële waarden en vervolgens kan het verschil berekend worden tussen de voorspelde en de reële waarden; dit zijn de zogenaamde resttermen. Indien die resttermen niet dezelfde variantie vertonen, is er sprake van heteroscedasticiteit, waardoor de regressieresultaten mogelijk een vertekend beeld geven (Gujarati, 2003). Voor de analyses in dit werk wordt er van uitgegaan dat de data voldoen aan de assumptie van homoscedasticiteit, hetgeen wil zeggen dat de resttermen dezelfde variantie vertonen. Enkel in het gedeelte over de Tobit-analyse wordt naar dit statistische begrip verwezen en wordt aangetoond dat de multivariate testen weinig of geen hinder ondervinden van heteroscedasticiteit.

4.4.2 Univariate analyse

4.4.2.1 Verschillen tussen Belgische, Franse en Nederlandse ondernemingen

Tijdens de dataverzameling viel het al snel op dat er enkele specifieke verschillen bestaan tussen de Belgische, Franse en Nederlandse ondernemingen. In de Franse ondernemingen is er bijvoorbeeld veel vaker sprake van dualiteit in vergelijking met de Belgische en Nederlandse bedrijven, waar dualiteit nauwelijks voorkomt. Dit blijkt uit tabel 6 op de volgende pagina, waarin de resultaten van de Chi²-test worden weergegeven. Deze test geeft aan of de gemiddelde waarden van een variabele significant verschillend zijn tussen een aantal groepen. In dit geval werden Franse ondernemingen aan groep 1 toegekend, de Nederlandse aan groep 2 en de Belgische ten slotte aan groep 3. De waarden in de derde en vierde kolom en het lage significantieniveau in de laatste kolom geven aan dat in de Franse ondernemingen inderdaad vaker sprake is van dualiteit in vergelijking met de Belgische en de Nederlandse ondernemingen.

Daarnaast valt ook op dat Franse bedrijven meer prestatiegericht loon uitbetalen aan hun bestuurders dan de Belgische en Nederlandse. Hiervoor werd gebruik gemaakt van de Kruskal-Wallis test en de resultaten ervan in tabel 7 (met dezelfde indeling als bij de vorige test) geven aan dat er een vrij groot verschil bestaat tussen ondernemingen uit de drie landen. Ondanks dat het verschil niet significant is bij een gewenste betrouwbaarheid van 95 %, is dit wel zo bij een betrouwbaarheid van 90 %. Deze verschillen zijn waarschijnlijk te verklaren door het feit dat in België en Nederland de implementatie van de corporate governance codes een stap verder staat dan in Frankrijk. Dit viel af te leiden uit de jaarverslagen waarin de Belgische en Nederlandse ondernemingen, in vergelijking met de Franse, veel meer verwijzingen maakten naar de codes die in voege zijn.

Tabel 6 X²-test voor verschillen in dualiteit, met kruistabel

N = 98	Indeling	Dualiteit		Totaal		Dualiteit
		0	1			
	Frankrijk	30	29	59	Chi-Square	18,580
	Nederland	21	1	22	df	2
	België	15	2	17	Asymp. Sig. (2-tailed)	,000
	Totaal	66	32	98		

Bron: Eigen verwerking

Tabel 7 Kruskal-Wallis test voor verschillen in prestatiegericht loon

N = 75	Indeling	Gemiddelde	Totaal		%eqbased
	Frankrijk	,52304	42	Chi-Square	5,454
	Nederland	,37942	22	df	2
	België	,30386	11	Asymp. Sig. (2-tailed)	,065
	Totaal		75		

Bron: Eigen verwerking

4.4.2.2 *Verschillen tussen transparante en minder transparante ondernemingen*

In sectie 4.2 bleek dat een vrij groot gedeelte (23) van de onderzochte ondernemingen weinig of geen data publiceerden over de vergoedingen van de leden van de raad van bestuur. Aangezien het over ongeveer een kwart van het totale aantal ondernemingen gaat,

is het interessant om na te gaan of deze groep andere kenmerken vertoont in vergelijking met de groep van de overige, transparantere ondernemingen. Dit kan onderzocht worden door middel van een test van het gemiddelde, namelijk de Mann-Whitney U test.

Tabel 8 MWU-test steekproef 23 versus 75

N = 98	Groep0_1	N	Gemiddelde	Sum of Ranks		
LedenRvb	0	23	12,70	1171,00	Mann-Whitney U	830,000
	1	75	12,28	3680,00	Z	-,273
	Totaal	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,785
%insiders	0	23	,13743	1210,50	Mann-Whitney U	790,500
	1	75	,11725	3640,50	Z	-,624
	Totaal	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,533
%outsider	0	23	,44298	795,50	Mann-Whitney U	519,500
	1	75	,61941	4055,50	Z	-2,878
	Totaal	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,004
%grey	0	23	,42396	1498,00	Mann-Whitney U	503,000
	1	75	,26333	3353,00	Z	-3,023
	Totaal	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,003
Dualiteit	0	23	,26	1064,50	Mann-Whitney U	788,500
	1	75	,35	3786,50	Z	-,764
	Totaal	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,445
Ambtceo	0	23	6,78	1117,00	Mann-Whitney U	841,000
	1	75	6,05	3734,00	Z	-,182
	Totaal	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,856
Omzet 04	0	23	15505	1041,00	Mann-Whitney U	765,000
	1	75	19954	3810,00	Z	-,817
	Totaal	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,414
ROE2004	0	23	,11248	985,00	Mann-Whitney U	709,000
	1	75	,13141	3866,00	Z	-1,287
	Totaal	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,198
Groei	0	23	,11186	1312,00	Mann-Whitney U	689,000
	1	75	,06171	3539,00	Z	-1,454
	Totaal	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,146

Bron: Eigen verwerking

Uit bovenstaande tabel blijkt dat de twee groepen enkel significant verschillen op het vlak van het percentage aan outsiders en grey bestuurders. De groep van 23 ondernemingen heeft significant minder outside bestuurders en meer grey bestuurders dan de groep van 75 ondernemingen. Dit gegeven kan, zoals eerder werd aangehaald, een verklaring vormen voor

het feit dat deze 23 ondernemingen weinig of geen informatie over het loon van de bestuurders hebben bekend gemaakt. Het lijkt alsof ondernemingen met minder outsiders niet erg geneigd zijn om transparant te zijn. Deze redenering is aannemelijk in het kader van de literatuurstudie die hieraan is voorafgegaan, aangezien de onafhankelijke, outside bestuurders meer belang hechten aan de aandeelhouders en tengevolge daarvan meer transparantie verkiezen.

4.4.2.3 Hypothesen in verband met de samenstelling van de raad van bestuur

In dit gedeelte worden de hypothesen in verband met de samenstelling van de raad van bestuur getoetst aan de hand van univariate testen. Hierbij wordt een betrouwbaarheid van 95 % vooropgesteld, hetgeen overeenkomt met een maximale p-waarde van 5 %. Deze p-waarde geeft een idee van de kans dat de testresultaten afwijken van de reële resultaten en is dus een waardemeter voor het significantieniveau.

Om te beginnen wordt voor elke hypothese onderzocht in welke mate er correlatie is tussen de waarden van de betreffende variabelen. Dit kan gebeuren door middel van de parametrische Pearson test en de niet-parametrische Spearman's Rho test. Op de volgende pagina worden de resultaten van deze twee testen voor de variabelen van alle hypothesen weergegeven in tabel 9. Bij de bespreking van elke hypothese zal naar deze tabel verwezen worden. De waarden van de Pearson test zijn in de tabel rechts van de grijsgekleurde hoofddiagonaal af te lezen, de waarden van de Spearman's Rho test links ervan. Voor elke variabele zijn drie waarden opgenomen. Het getal op de eerste rij weerspiegelt de correlatiecoëfficiënt tussen de twee betreffende variabelen en daarna wordt de p-waarde, die een idee geeft van de sterkte van de gevonden correlatie, weergegeven. Deze p-waarde komt overeen met het significantieniveau en zoals eerder al werd aangehaald, is de invloed van een variabele significant indien deze waarde kleiner of gelijk is aan 5 %. Het laatste getal is ten slotte het aantal vrijheidsgraden en geeft aan van hoeveel ondernemingen de gegevens gebruikt zijn om de correlaties te testen.

Tabel 9 Resultaten van de Pearson en de Spearman's Rho test

		Resultaten van de Pearson test										
		LedenRvb	%insiders	%outsider	Dualiteit	Lnambt	Lnloompb	%eqbased	Omzet 04	Lnomzet	ROE2004	Groei
Resultaten van de Spearman's Rho test	LedenRvb	1,000	,384**	-,459**	,356**	,105	,205	,289*	,024	,255*	,011	,027
		-	,000	,000	,000	,303	,078	,012	,812	,011	,918	,794
		98	98	98	98	98	75	75	98	98	97	98
	%insiders	,421**	1,000	-,498**	,484**	,066	,095	,165	-,040	,110	-,022	-,092
		,000	-	,000	,000	,520	,416	,157	,699	,282	,833	,367
		98	98	98	98	98	75	75	98	98	97	98
	%outsider	-,474**	-,512**	1,000	-,259*	-,165	,232*	-,116	-,208*	,244*	-,065	,011
		,000	,000	-	,010	,103	,045	,323	,040	,015	,526	,914
		98	98	98	98	98	75	75	98	98	97	98
	Dualiteit	,402**	,542**	-,256*	1,000	,293**	,090	,192	,055	,180	-,092	-,038
		,000	,000	,011	-	,003	,443	,098	,589	,077	,368	,712
		98	98	98	98	98	75	75	98	98	97	98
	Lnambt	,132	,127	-,146	,306**	1,000	-,030	-,010	-,188	-,122	-,090	,093
	,196	,213	,152	,002	-	,798	,930	,063	,232	,381	,361	
	98	98	98	98	98	75	75	98	98	97	98	
Lnloompb	,258*	,092	,223	,091	-,013	1,000	,728**	,538**	,657**	-,037	,077	
	,025	,434	,054	,440	,915	-	,000	,000	,000	,755	,513	
	75	75	75	75	75	75	75	75	75	74	75	
%eqbased	,304*	,186	-,115	,192	,010	,754**	1,000	,403**	,489**	-,134	,074	
	,008	,110	,328	,099	,932	,000	-	,000	,000	,254	,525	
	75	75	75	75	75	75	75	75	75	74	75	
Omzet 04	,305**	,092	,216*	,213*	-,122	,709**	,526**	1,000	,655**	,080	,106	
	,002	,367	,033	,035	,233	,000	,000	-	,000	,438	,297	
	98	98	98	98	98	75	75	98	98	97	98	
Lnomzet	,305**	,092	,216*	,213*	-,122	,709**	,526**	1,000	1,000	-,021	,037	
	,002	,367	,033	,035	,233	,000	,000	-	-	,836	,719	
	98	98	98	98	98	75	75	98	98	97	98	
ROE2004	,084	-,013	,016	-,099	-,121	,128	,006	,096	,096	1,000	,051	
	,415	,897	,876	,334	,238	,277	,957	,349	,349	-	,616	
	97	97	97	97	97	74	74	97	97	97	98	
Groei	-,005	-,047	-,089	-,082	,146	,036	,071	-,063	-,063	,052	1,000	
	,964	,645	,382	,425	,150	,761	,544	,538	,538	,613	-	
	98	98	98	98	98	75	75	98	98	98	98	

** Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)

Bron: Eigen verwerking

Volgend op de correlatietesten worden testen van het gemiddelde uitgevoerd. Dit houdt concreet in dat de scores van een bepaalde variabele op basis van zijn mediaan in twee groepen opgesplitst worden, namelijk één groep met lage scores en een andere groep met hoge scores. Vervolgens wordt voor een andere variabele nagegaan of de gemiddelde scores voor die twee groepen van elkaar verschillen. Indien de verschillen significant zijn, kan dit erop wijzen dat er een bepaalde relatie bestaat tussen deze twee variabelen. Als er sprake is van een niet-significant verschil, kan worden aangenomen dat de scores van de groepen overeenkomen en dat er weinig of geen verband bestaat. Ook voor de testen van het gemiddelde wordt gebruik gemaakt van een parametrische (T-test) en een niet-parametrische test (Mann-Whitney U test, vanaf nu MWU-test genoemd).

Hypothese 1: Grootte onderneming versus grootte raad van bestuur

De eerste hypothese voorspelde dat grotere bedrijven een grotere raad van bestuur zouden hebben. Voor de grootte van het bedrijf wordt de omzet van 2004 als parameter genomen, ondanks dat reeds aangetoond is dat deze variabele niet normaal verdeeld is. De reden waarom deze variabele toch nog wordt gebruikt, is dat het interessant is om na te gaan of deze assumptie van normale verdeling een bepalende invloed heeft op de testresultaten. Deze hypothese zal vervolgens opnieuw getest worden, maar dan op basis van het logaritme van de omzet.

Gebruik makend van de variabele 'Omzet 04' gaan de resultaten van de Pearson test (zie tabel 9 op pagina 78) in tegen de eerste hypothese aangezien het significantieniveau ver boven de toegelaten 0,05 ligt. De Spearman's Rho test (zie eveneens tabel 9) daarentegen geeft aan dat er wel een positief verband bestaat tussen de twee variabelen. Dit verschil valt te verklaren door de aard van de twee testen, vermits de parametrische Pearson test veel gevoeliger is voor extreme waarden dan de Spearman's Rho test. Deze afwijkende resultaten wekken al meteen de indruk dat de assumptie van normale verdeling belangrijk is, aangezien wil worden vermeden dat de resultaten vertekend zijn. Bovendien wordt dit vermoeden bevestigd wanneer de Pearson test wordt uitgevoerd aan de hand van het

logaritme van de omzet en significante resultaten oplevert (zie tabel 9 op pagina 78). Zoals eerder werd vermeld, heeft het logaritme een reducerend effect op uitschieters waardoor die minder invloed hebben tijdens de testen. Hieruit blijkt dat het belangrijk is dat de variabelen normaal verdeeld zijn en daarom worden enkel nog variabelen die aan die assumptie voldoen, gebruikt bij correlatietesten voor de komende hypothesen. Ook voor de niet-parametrische Spearman's Rho test wordt gebruik gemaakt van het logaritme, al heeft dit veel minder zin vermits deze test geen rekening houdt met de absolute waarden, maar enkel met de rangorde. Net zoals bij de Pearson test geeft de Spearman's Rho test aan dat er een significant verband is.

Na de correlatietesten wekken ook de testen van het gemiddelde de indruk dat er een verband bestaat tussen de grootte van de onderneming en de grootte van de raad van bestuur. Om tot deze testen te komen, werd de variabele 'Omzet 04' op basis van de mediaan (€ 10.147) uit tabel 3 op pagina 70 ingedeeld in twee groepen. Op die manier ontstaan twee groepen (groep 0 en groep 1) die ongeveer dezelfde grootte hebben, zodanig dat ze goed vergelijkbaar zijn. Een onderneming wordt als klein beschouwd indien haar omzet kleiner is dan € 10.147 miljoen en als groot indien de omzet groter of gelijk is aan € 10.147 miljoen. Zowel de T-test (tabel 10) als de MWU-test (tabel 11) op de volgende pagina leveren een significantieniveau op dat lager is dan 0,05 en tonen dus aan dat de gemiddelden van de twee groepen significant verschillen. Uit tabel 10 kan verder worden afgeleid dat de gemiddelde raad van bestuur van de 'kleine' groep ongeveer twee personen minder groot is dan de gemiddelde bestuursraad van de 'grote' groep. Er kan worden aangenomen dat er inderdaad een verband bestaat tussen de grootte van een onderneming en haar raad van bestuur. Ook in dit geval werd de parametrische T-test uitgevoerd op het logaritme van de omzet, maar dit leverde hetzelfde resultaat op als weergegeven in tabel 10. De T-test maakte hierbij overigens de veronderstelling dat de varianties voor beide groepen niet significant verschilden.

Tabel 10 T-test hypothese 1

N = 98	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
LedenRvb	,107	,745	-2,637	96	,010	11,35	13,41

Equal variances assumed

Grouping Variable: Omzet0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 11 MWU-test hypothese 1

N = 98	Omzet0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		LedenRvb
LedenRvb	0	49	41,35	2026,00	Mann-Whitney U	801,000
	1	49	57,65	825,00	Z	-2,848
	Totaal	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,004

Grouping Variable: Omzet0_1

Bron: Eigen verwerking

Bovendien werd deze hypothese ook getoetst op de steekproef met N = 75 en daar werden dezelfde resultaten bekomen. De hypothese wordt aanvaard en hieruit kan geconcludeerd worden dat er een significant positieve relatie bestaat tussen de grootte van het bedrijf en de grootte van de raad van bestuur.

Hypothese 2: Dualiteit versus percentage inside bestuurders

Deze hypothese stelde dat de raad van bestuur meer inside bestuurders zou hebben indien sprake was van dualiteit. Uit tabel 9 op pagina 78 blijkt dat er een sterke, positieve correlatie bestaat tussen deze twee variabelen ('Dualiteit' en '%insiders'), aangezien het significantieniveau kleiner is dan 0,05. In dit geval kan zelfs gesproken worden van een betrouwbaarheid van 99 %, omdat de p-waarde kleiner is dan 0,01.

De testen van het gemiddelde wijzen eveneens op een sterk verband tussen dualiteit en het aantal insiders in de raad van bestuur. Zowel de T-test (waarvoor de assumptie van gelijke varianties opnieuw geldig is) als de MWU-test geven een hoge significantiewaarde weer, zoals blijkt uit tabel 12 en tabel 13 op volgende pagina. De variabele 'Dualiteit' werd

ingedeeld in twee groepen, namelijk groep 0 zonder dualiteit en groep 1 met dualiteit. Gemiddeld had de groep met dualiteit ongeveer 14 % meer insiders in de raad van bestuur dan de groep zonder dualiteit.

Tabel 12 T-test hypothese 2

N = 98	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
%insiders	,639	,426	-5,426	96	,000	,07668	,21544

Equal variances assumed

Grouping Variable: Dualiteit0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 13 MWU-test hypothese 2

N = 98	Dualiteit0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		%insiders
%insiders	0	66	39,16	2584,50	Mann-Whitney U	373,500
	1	32	70,83	2266,50	Z	-5,343
	Totaal	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

Grouping Variable: Dualiteit0_1

Bron: Eigen verwerking

Een mogelijk probleem bij deze hypothese is de verdeling van de variabele '%insiders'. Uit tabel 4 op pagina 71 bleek immers dat deze niet normaal verdeeld was en dat kan ernstige gevolgen hebben. De resultaten van de testen kunnen vertekend zijn en in het slechtste geval tonen ze een onbestaande relatie aan. Ondanks dat de niet-parametrische test significante resultaten opleverde en doet vermoeden dat van vertekening weinig sprake is, lijkt het toch aangewezen om een variant te gebruiken. Een oplossing voor dit potentiële probleem bestaat erin om de hypothese aan te passen in functie van het percentage aan outsiders in de raad van bestuur, een variabele die wel normaal verdeeld is en dicht aansluit bij de oorspronkelijke variabele. Hoewel deze twee hypothesen niet volledig overeenkomen met elkaar – de grey bestuurders spelen immers ook een rol – lijkt het aannemelijk dat deze nieuwe hypothese toch verband houdt met de oorspronkelijke, aangezien de variabelen '%insiders' en '%outsider' significant en negatief gecorreleerd zijn (zoals blijkt uit tabel 9, pagina 78). De nieuwe hypothese stelt dat dualiteit procentueel gezien zou leiden tot

minder onafhankelijke outsiders in de raad van bestuur. Deze stelling werd onderzocht door de vier testen en ze wezen allemaal op een negatieve correlatie tussen dualiteit en het percentage aan outsiders. In feite bevestigt dit de resultaten van de initieel gestelde hypothese, zij het dan in de omgekeerde richting, en daarom zijn de resultaten van de T-test en de MWU-test voor de nieuwe hypothese niet opgenomen.

Op basis van deze bevindingen wordt de hypothese aanvaard en kan worden aangenomen dat dualiteit een positieve invloed heeft op het aantal insiders in de raad van bestuur, temeer omdat deze testen ook werden uitgevoerd op de steekproef met $N = 75$ en dezelfde resultaten opleverden.

Hypothese 3: Ambtstermijn CEO versus percentage inside bestuurders

De laatste hypothese die verband hield met de samenstelling van de raad van bestuur, voorspelde dat meer inside bestuurders in de raad van bestuur zouden zetelen naarmate de CEO zijn ambt langer bekleedde. Volgens de Pearson en Spearman's Rho test (uit tabel 9 op pagina 78) lijkt er een licht positief verband te bestaan tussen deze twee variabelen, maar ondanks die trend blijkt de correlatie niet significant te zijn.

Wat de testen van het gemiddelde betreft, werden de ondernemingen opgesplitst in twee groepen op basis van het aantal jaren dat de CEO zijn functie reeds vervulde. Ook in dit geval werd de mediaan (4 jaar) als verdeelpunt gebruikt om zo een evenredige verdeling te bekomen. Groep 0 bestond uit ondernemingen waarvan de CEO vier jaar of minder functioneerde, terwijl groep 1 ondernemingen bevatte waarvan de CEO langer dan 4 jaar in dienst was. De resultaten van de T-test (tabel 14) en de MWU-test (tabel 15) op de volgende pagina komen vrij goed overeen met de bevindingen van de eerder vermelde testen, want beide geven aan dat het gemiddeld aantal inside bestuurders voor beide groepen niet significant verschillend is. Wel moet opgemerkt worden dat het resultaat bij de MWU-test significant zou zijn indien een betrouwbaarheid van 90 % werd vooropgesteld. Dit geeft een indicatie dat er mogelijk toch sprake is van een licht positieve correlatie tussen

de ambtstermijn van de CEO en het percentage aan insiders. Dezelfde resultaten werden gevonden bij het uitvoeren van de testen op de steekproef met N = 75.

Tabel 14 T-test hypothese 3

N = 98	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
%insiders	,487	,487	-,925	96	,357	,11012	,13541

Equal variances assumed

Grouping Variable: Ambt0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 15 MWU-test hypothese 3

N = 98	Ambt0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		%insiders
%insiders	0	52	44,98	2339,00	Mann-Whitney U	961,000
	1	46	54,61	2512,00	Z	-1,679
	Totaal	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,093

Grouping Variable: Ambt0_1

Bron: Eigen verwerking

Ook hier wordt opnieuw rekening gehouden met het feit dat de variabele '%insiders' niet normaal verdeeld is. Zoals bij hypothese 2 wordt de hypothese daarom aangepast en wordt er een negatief verband verwacht tussen het percentage aan outsiders en de ambtstermijn van de CEO. De testen met deze nieuwe variabele leiden tot dezelfde interpretatie aangezien ze een licht negatieve (maar niet significante) relatie tussen '%outsider' en 'Lnambt' aan het licht brengen. Op basis van al deze bevindingen kan geconcludeerd worden dat er geen significante relatie bestaat tussen het aantal jaren dat de CEO in dienst is en het percentage aan uitvoerende, inside bestuurders. De hypothese kan dus niet worden aanvaard.

4.4.2.4 Hypothesen in verband met de beloning van bestuurders

Hypothese 4: Grootte onderneming versus totaal loon per bestuurder

De vierde hypothese voorzag een positief verband tussen de grootte van het bedrijf en de totale compensatie per bestuurder. Voor deze hypothese, net zoals de hypothesen vijf tot en met negen, kan enkel de steekproef met $N = 75$ gebruikt worden, omdat van de overige ondernemingen te weinig gegevens over het loon beschikbaar zijn. Aangezien uit tabel 4 op pagina 71 bleek dat extreme waarden een vertekend beeld kunnen opleveren voor de variabelen 'Omzet 04' en 'Totaal loon per bestuurder', wordt voor de parametrische Pearson test gebruik gemaakt van het logaritme van beide variabelen. Uit de resultaten van de correlatietesten uit tabel 9 op pagina 78 blijkt alvast dat er een significant positief verband bestaat tussen de variabelen 'Lnomez' en 'Lnloompb'. Grote bedrijven betalen dus inderdaad een hoger bedrag aan totale compensatie aan de leden van de raad van bestuur.

Voor de testen van het gemiddelde worden de ondernemingen opnieuw opgesplitst. Zoals blijkt uit tabel 2 op pagina 68, bedraagt bij een steekproef met $N = 75$ de mediaan van de omzet € 11.494. Daarom worden 'kleine' ondernemingen met een omzet lager dan € 11.494 miljoen toegewezen aan groep 0 en de 'grote' ondernemingen met een omzet niet lager dan € 11.494 miljoen aan groep 1. Bij de T-test wordt, net zoals bij de correlatietesten, gebruik gemaakt van het logaritme van de variabele 'Totaal loon per bestuurder'. Onderstaande tabel 16 geeft de resultaten van de T-test weer en daaruit blijkt dat de gemiddelden van beide groepen sterk significant verschillen.

Tabel 16 T-test hypothese 4

N = 75	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
Lnloompb	,650	,423	-5,611	73	,000	10,780571	11,778850

Equal variances assumed

Grouping Variable: Omzet0_1

Bron: Eigen verwerking

Bij de MWU-test wordt de logaritmische functie niet gebruikt en uit tabel 17 blijkt opnieuw dat er een significant verschil bestaat tussen de twee groepen. Op basis van deze bevindingen wordt de hypothese aanvaard en kan worden geconcludeerd dat er een positieve relatie bestaat tussen de grootte van een onderneming en het totale bedrag aan compensatie per bestuurder.

Tabel 17 MWU-test hypothese 4

N = 75	Omzet0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		Loonpb
Loonpb	0	38	25,37	964,00	Mann-Whitney U	223,000
	1	37	50,97	1886,00	Z	-5,087
	Totaal	75			Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

Grouping Variable: Omzet0_1

Bron: Eigen verwerking

Hypothese 5: Grootte onderneming versus percentage prestatiegericht loon

Hierbij werd verwacht dat grotere ondernemingen procentueel gezien meer prestatiegericht loon zouden betalen aan hun bestuursleden in vergelijking met minder grote ondernemingen. De gebruikte variabelen voor deze hypothese zijn 'Lnomzet' en '%eqbased', waarbij deze laatste variabele niets meer is dan de verhouding tussen het prestatiegerichte en het totale loon. Ook in dit geval wordt het logaritme van de omzet gebruikt tijdens het uitvoeren van de parametrische Pearson test.

De gegevens uit tabel 9 (pagina 78) geven aan dat er een sterk positief verband bestaat tussen de omzet en het percentage prestatiegericht loon. Dit verband zou zelfs significant zijn indien een betrouwbaarheid van 99 % werd vooropgesteld aangezien de p-waarde zowel bij de Pearson test als bij de Spearman's Rho test 0,000 bedraagt. Uit tabel 18 en 19 (op de volgende pagina) blijkt bovendien dat ook de testen van het gemiddelde dezelfde, significante relatie aan het licht brengen. Voor deze hypothese werden de twee groepen op dezelfde wijze als bij hypothese vier samengesteld, namelijk op basis van de mediaan van de variabele omzet. Aan de hand van deze vier testen kan geconcludeerd worden dat de grootte van een onderneming een duidelijke invloed heeft op het percentage aan prestatiegericht

loon. Het gevonden verband blijkt significant positief te zijn en daarom wordt de gestelde hypothese aanvaard.

Tabel 18 T-test hypothese 5

N = 75	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
%eqbased	1,105	,297	-4,467	73	,000	0,31252	0,58870

Equal variances assumed

Grouping Variable: Omzet0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 19 MWU-test hypothese 5

N = 75	Omzet0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		%eqbased
%eqbased	0	38	28,34	1077,00	Mann-Whitney U	336,000
	1	37	47,92	1773,00	Z	-3,902
	Totaal	75			Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

Grouping Variable: Omzet0_1

Bron: Eigen verwerking

Hypothese 6: Grootte raad van bestuur versus percentage prestatiegericht loon

Deze hypothese stelde dat bestuurders uit een grotere raad van bestuur in verhouding tot het totale loon minder prestatiegericht loon zouden ontvangen en dat bestuurders uit een kleinere raad van bestuur meer zouden krijgen. Voor deze hypothese wordt gebruik gemaakt van de variabelen 'LedenRvb' en '%eqbased'.

Uit de testen blijkt dat er een significant positieve relatie bestaat tussen de betreffende variabelen (tabel 9, pagina 78). Volgens deze resultaten zouden bestuurders van een grotere raad van bestuur meer prestatiegericht loon ontvangen in vergelijking met bestuurders uit een kleinere raad van bestuur. Dit is juist het omgekeerde van wat de hypothese verwachtte, al werd bij het opstellen van de hypothese reeds aangehaald dat een positief verband niet viel uit te sluiten. Deze tegenstrijdigheid wordt bovendien op de volgende pagina bevestigd

in de T-test (tabel 20) en de MWU-test (tabel 21). Hierbij werden de ondernemingen in twee groepen ingedeeld op basis van de grootte van de raad van bestuur.

Tabel 20 T-test hypothese 6

N = 75	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
%eqbased	,067	,797	-2,832	73	,006	,35624	,54379

Equal variances assumed

Grouping Variable: LedenRvb0_1

Bron: Eigen verwerking

Volgens tabel 2 op pagina 68 bestaat de gemiddelde raad van bestuur uit 12 leden. Om twee evenwichtige groepen te hebben, werden ondernemingen met 12 of minder bestuursleden aan groep 0 toegekend en de andere aan groep 1. Zowel de T-test als de MWU-test tonen aan dat de gemiddelden van de groepen significant verschillen en dat er een positieve relatie bestaat. Op basis van de gevonden resultaten kan hypothese 6 niet worden aanvaard en is er een sterke aanwijzing dat deze zelfs kan verworpen worden.

Tabel 21 MWU-test hypothese 6

N = 75	LedenRvb0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		%eqbased
%eqbased	0	38	31,04	1179,50	Mann-Whitney U	438,500
	1	37	45,15	1670,50	Z	-2,812
	Totaal	75			Asymp. Sig. (2-tailed)	,005

Grouping Variable: LedenRvb0_1

Bron: Eigen verwerking

Hypothese 7: Percentage outside bestuurders versus percentage prestatiegericht loon

De verwachting van deze hypothese was dat het loonpakket meer uit prestatiegerichte elementen zou bestaan naarmate meer onafhankelijke, outside bestuurders deel uitmaakten van de raad van bestuur. De Pearson test en de Spearman's Rho test brengen hierover echter geen uitsluitsel aangezien de resultaten niet significant zijn. Wat in tabel 9 op pagina 78

opvalt, is het verrassende feit dat er sprake is van een negatieve correlatie (zij het niet significant). Dit is verrassend omdat de hypothese een positief verband voorspelde.

Bovendien sluiten de resultaten van de testen van het gemiddelde zich hierbij aan. Uit de tabellen 22 en 23 blijkt dat opnieuw sprake is van een negatieve correlatie, maar in beide testen zijn de resultaten niet significant. Het indelen in groepen gebeurt door middel van de mediaan uit tabel 2 op pagina 68. Indien minder dan 61,1 % van de bestuurders een outsider is, hoort de onderneming thuis in groep 0. Wanneer er echter 61,1 % of meer outsiders zijn, wordt de onderneming toegekend aan groep 1. Zich baserend op de bekomen gegevens kan deze hypothese niet worden aanvaard.

Tabel 22 T-test hypothese 7

N = 75	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
%eqbased	2,492	,119	1,592	73	,116	,50408	,39491

Equal variances assumed

Grouping Variable: %outsider0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 23 MWU-test hypothese 7

N = 75	%outsider0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		%eqbased
%eqbased	0	37	42,09	1557,50	Mann-Whitney U	551,500
	1	38	34,01	1292,50	Z	-1,611
	Totaal	75			Asymp. Sig. (2-tailed)	,107

Grouping Variable: %outsider0_1

Bron: Eigen verwerking

Hypothese 8: Dualiteit versus percentage prestatiegericht loon

Deze hypothese verwachtte dat leden van de raad van bestuur minder prestatiegericht zouden beloond worden indien sprake was van dualiteit. De gegevens van de testen op de variabelen 'Dualiteit' en '%eqbased' (tabel 9, pagina 78) gaan echter in tegen de gestelde hypothese en insinueren dat dualiteit tot een hoger percentage aan prestatiegericht loon

leidt. Toch kan er nog geen conclusie worden getrokken aangezien de resultaten niet significant zijn. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat de resultaten significant waren geweest bij een gewenste betrouwbaarheid van 90 %.

De testen van het gemiddelde vereisen ook hier een opsplitsing. Ondernemingen zonder dualiteit worden toegewezen aan groep 0 en ondernemingen met dualiteit aan groep 1. De bekomen data (tabel 24 en 25) suggereren wederom een niet-significant positieve relatie tussen dualiteit en prestatiegericht loon. Net zoals in de vorige paragraaf moet ook hier worden toegevoegd dat de resultaten significant zouden zijn bij een lagere betrouwbaarheid van 90 %. Vooralsnog kan de gestelde hypothese niet worden aanvaard, maar ook niet worden verworpen aangezien de bekomen gegevens onvoldoende significant blijken te zijn.

Tabel 24 T-test hypothese 8

N = 75	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
%eqbased	2,365	,128	-1,674	73	,098	,40704	,52740

Equal variances assumed

Grouping Variable: Dualiteit0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 25 MWU-test hypothese 8

N = 75	Dualiteit0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		%eqbased
%eqbased	0	49	34,98	1714,00	Mann-Whitney U	489,000
	1	26	43,69	1136,00	Z	-1,653
	Totaal	75			Asymp. Sig. (2-tailed)	,098

Grouping Variable: Dualiteit0_1

Bron: Eigen verwerking

Hypothese 9: Ambtstermijn CEO versus percentage prestatiegericht loon

De laatste hypothese waarbij een variabele mogelijk invloed heeft op het prestatiegericht loon, heeft te maken met de ambtstermijn van de CEO. Gesteld werd dat de leden van de raad van bestuur procentueel gezien minder prestatiegericht zouden beloond worden

naarmate de CEO langer in dienst was. Om gebruik te kunnen maken van gegevens met een normale verdeling, wordt niet de oorspronkelijke variabele 'Ambtceo' genomen, maar wel 'Lnambt'. De gegevens van tabel 9 op pagina 78 tonen aan dat de Pearson en Spearman's Rho test nauwelijks enige correlatie aan het licht brengen.

De testen van het gemiddelde leveren soortgelijke resultaten op. Voor deze hypothese worden de ondernemingen ingedeeld op basis van het aantal jaren dat de CEO in dienst is. Tabel 2 (pagina 68) geeft aan dat de gemiddelde CEO 4 jaar (mediaan) in dienst is. Met het oog op een evenredige verdeling worden daarom de ondernemingen met CEO's die 4 jaar of minder functioneren, in groep 0 gezet, en de overige ondernemingen in groep 1. Zoals blijkt uit de tabellen 26 en 27 verschillen de twee groepen nauwelijks op het gebied van prestatiegericht loon. Dit valt af te leiden uit het feit dat de gemiddelden van de twee groepen niet significant afwijken. De resultaten van deze vier testen in acht genomen, kan deze hypothese niet worden aanvaard.

Tabel 26 T-test hypothese 9

N = 75	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
%eqbased	,000	,988	-,681	73	,498	,42600	,47342

Equal variances assumed

Grouping Variable: Ambt0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 27 MWU-test hypothese 9

N = 75	Ambt0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		%eqbased
%eqbased	0	39	36,42	1420,50	Mann-Whitney U	640,500
	1	36	39,71	1429,50	Z	-,654
	Totaal	75			Asymp. Sig. (2-tailed)	,513

Grouping Variable: Ambt0_1

Bron: Eigen verwerking

4.4.2.5 Hypothesen in verband met de prestaties van de onderneming

De derde en laatste groep van hypothesen had betrekking op de resultaten van de onderneming. De testen voor deze hypothesen maakten allemaal gebruik van de Return On Equity (ROE). Deze maatstaf wordt gebruikt omdat die aangeeft in welke mate de aandeelhouders baat hebben gehad bij de prestaties van de onderneming. De gedachte achter de ROE past bovendien perfect in de geest van de voorgaande literatuurstudie. Daarnaast is er ook een andere parameter gebruikt voor dezelfde hypothesen, namelijk de groei in omzet tussen 2003 en 2004. Omdat de resultaten van de testen op de ROE tot dezelfde conclusies leiden als bij de testen op de groei, wordt slechts zeer beperkt stilgestaan bij de resultaten van laatstgenoemde parameter.

Hypothese 10: Percentage prestatiegericht loon versus bedrijfsprestaties

De tiende hypothese veronderstelde dat de bedrijfsresultaten zouden toenemen naarmate het loon procentueel gezien meer uit prestatiegericht loon bestond. Aangezien hier opnieuw een variabele met betrekking tot het loon gebruikt wordt, beperken de testen zich nog steeds tot de steekproef van 75 ondernemingen waarvoor loongegevens bekend waren. Bovendien moet één onderneming geschrapt worden omdat die een extreme waarde vertoonde voor de Return On Equity. Voor het testen van deze hypothese kunnen dus maar 74 ondernemingen worden gebruikt.

Uit de resultaten van de correlatietesten valt af te leiden dat er nauwelijks enig verband bestaat tussen het prestatiegerichte loon en de bedrijfsresultaten (zie variabelen '%eqbased' en 'ROE2004' in tabel 9 op pagina 78). Bovendien wijst de Pearson test op een negatieve correlatie, terwijl de Spearman's Rho test er een positief verband op nahoudt. Verder geven ook de testen van het gemiddelde geen aanleiding om de hypothese te aanvaarden, want de bekomen gemiddelden van de twee groepen verschillen niet significant (zie tabel 28 en 29, beide op de volgende pagina). Hier werden ondernemingen aan groep 0 toegekend indien hun loonpakket uit maximum 47,024 % prestatiegericht loon bestond en aan groep 1 als het pakket meer dan 47,024 % prestatiegericht loon bevatte. Deze evenredige verdeling gebeurt

opnieuw aan de hand van de mediaan, zoals blijkt uit tabel 2 (pagina 68). Een opvallende vaststelling bij de T-test is overigens het feit dat de assumptie van gelijke varianties niet geldig is. Voor deze assumptie wordt een betrouwbaarheid van 90 % vooropgesteld en aangezien het significantieniveau gelijk is aan 10 %, duidt dit op een significant verschil. De gevonden resultaten van de vier testen volstaan niet om de hypothese te aanvaarden. Dezelfde testen werden uitgevoerd voor het verband tussen 'Groei' en '%eqbased' (waarvan de resultaten eveneens zijn weergegeven in de tabellen 28 en 29), maar ook hier kon de hypothese niet worden aanvaard.

Tabel 28 T-test hypothese 10

N = 74	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
ROE2004	2,771	,100	,938	65,131	,352	,15278	,13041
Groei	2,023	,159	-,081	72	,936	,06330	,06661

Equal variances not assumed for ROE2004

Grouping Variable: %eqbased0_1

Equal variances assumed for Groei

Bron: Eigen verwerking

Tabel 29 MWU-test hypothese 10

N = 74	%eqbased0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		
ROE2004	0	37	37,28	1379,50	Mann-Whitney U	676,500
	1	37	37,72	1395,50	Z	-,086
	Totaal	74			Asymp. Sig. (2-tailed)	,931
Groei	0	37	38,31	1379,00	Mann-Whitney U	655,000
	1	37	36,74	1396,00	Z	-,314
	Totaal	74			Asymp. Sig. (2-tailed)	,754

Grouping Variable: %eqbased0_1

Bron: Eigen verwerking

Hypothese 11: Grootte raad van bestuur versus bedrijfsprestaties

Bij deze hypothese, die stelde dat de bedrijfsresultaten hoger zouden zijn bij een grotere raad van bestuur, kan beroep worden gedaan op de gegevens van 97 ondernemingen (aangezien de uitschieter met een ROE van -62,2 % opnieuw wordt weggelaten). De

resultaten van de correlatietesten blijken niet significant te zijn (zie tabel 9 op pagina 78, voor de variabelen 'LedenRvb' en 'ROE2004'), en deze uitkomst wordt bovendien bijgetreden door de resultaten van de T-test en de MWU-test. Beide geven aan dat de gemiddelde bedrijfsresultaten per groep niet significant van elkaar verschillen. Voor deze hypothese werden ondernemingen opgesplitst in twee groepen, namelijk groep 0 met bedrijven die een kleine raad van bestuur hebben (12 of minder leden) en groep 1 met bedrijven met een grote raad van bestuur (meer dan 12 leden). Dit verdeelpunt komt overeen met de mediaan van de variabele 'LedenRvb' uit tabel 3 op pagina 70. In tabel 30 en 31 worden de testscores van de T-test en de MWU-test weergegeven. De hypothese werd ook getest aan de hand van de variabele 'Groei', maar de bekomen resultaten waren verre van significant. De conclusie, voortvloeiend uit alle bekomen gegevens, is dat deze hypothese niet kan worden aanvaard.

Tabel 30 T-test hypothese 11

N = 97	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
ROE2004	,903	,344	-,255	95	,799	,13161	,13783
Groei	,063	,803	-,011	95	,991	,07592	,07631

Equal variances assumed

Grouping Variable: LedenRvb0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 31 MWU-test hypothese 11

N = 97	LedenRvb0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		
ROE2004	0	49	47,40	2322,50	Mann-Whitney U	1097,500
	1	48	50,64	2430,50	Z	-,566
	Totaal	97			Asymp. Sig. (2-tailed)	,571
Groei	0	49	49,16	2409,00	Mann-Whitney U	1168,000
	1	48	48,83	2344,00	Z	-,058
	Totaal	97			Asymp. Sig. (2-tailed)	,954

Grouping Variable: LedenRvb0_1

Bron: Eigen verwerking

Hypothese 12: Percentage outside bestuurders versus bedrijfsprestaties

Ook de correlaties van deze hypothese blijken volgens tabel 9 op pagina 78 niet significant te zijn. Blijkbaar heeft het percentage aan onafhankelijke outsiders in deze steekproef geen belangrijke invloed op de geleverde bedrijfsresultaten. Dit wordt in zekere zin bevestigd door de T-test en de MWU-test (onderstaande tabel 32 en tabel 33 op volgende pagina), aangezien de gemiddelden van de twee groepen niet significant verschillen. De eerste groep bestaat uit ondernemingen waarbij eerder weinig outsiders zetelen in de raad van bestuur. Dit in tegenstelling tot de tweede groep, die ondernemingen bevat met veel outside bestuurders. Het verdeelpunt is een percentage van 53,5 % outsiders, een waarde die overeenkomt met de mediaan (tabel 3, pagina 70).

De T-test geeft wel aan dat het verschil bijna significant zou zijn bij een gewenste betrouwbaarheid van 90 %, maar niet in de verwachte richting. De gemiddelde ROE van de eerste groep blijkt immers hoger te liggen dan die van de tweede groep. Dit kan, in tegenstelling tot wat verwacht werd, wijzen op een mogelijk negatief verband tussen het percentage aan outside bestuurders en de geleverde bedrijfsresultaten. Het feit dat geen enkele test significante resultaten oplevert, leidt ertoe dat de hypothese niet aanvaard wordt. Deze conclusie volgt eveneens uit de testen met de variabele 'Groei', waar de resultaten bovendien nog meer insignificant zijn.

Tabel 32 T-test hypothese 12

N = 97	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
ROE2004	,114	,736	1,551	95	,124	,15316	,11583
Groei	8,418	,005	-,735	69,021	,467	,06303	,08947

Equal variances assumed for ROE2004

Equal variances not assumed for Groei

Grouping Variable: %outsider0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 33 MWU-test hypothese 12

N = 97	%outsider0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		
ROE2004	0	49	52,19	2508,50	Mann-Whitney U	1068,500
	1	48	46,76	2244,50	Z	-,776
	Totaal	97			Asymp. Sig. (2-tailed)	,438
Groei	0	49	50,12	2456,00	Mann-Whitney U	1121,000
	1	48	47,85	2297,00	Z	-,397
	Totaal	97			Asymp. Sig. (2-tailed)	,691

Grouping Variable: %outsider0_1

Bron: Eigen verwerking

Hypothese 13: Dualiteit versus bedrijfsprestaties

De laatste hypothese ging uit van een negatief verband tussen dualiteit en de prestaties van een onderneming. Er werd namelijk gesteld dat een onderneming minder goede resultaten zou kunnen voorleggen indien sprake was van dualiteit. De resultaten van de Pearson en Spearman's Rho test (uit tabel 9 op pagina 78) tonen aan dat deze twee variabelen inderdaad negatief gecorreleerd zijn, maar de sterkte van het verband is niet significant.

Dezelfde conclusie vloeit voort uit de gegevens van de testen van het gemiddelde. Voor deze testen worden ondernemingen zonder dualiteit aan groep 0 toebedeeld en de ondernemingen met dualiteit aan groep 1. Uit de resultaten van de T-test en de MWU-test (tabel 34 en 35 op de volgende pagina) blijkt dat de gemiddelde Return On Equity van groep 0 groter is dan die van groep 1, maar net zoals bij de correlatietesten zijn de resultaten ook nu weer niet significant. Wat de resultaten van de testen met de variabele 'Groei' betreft, blijkt dat deze zich volledig aansluiten bij de voorgaande resultaten. Ondanks het vermoeden van een negatieve correlatie kan de laatste hypothese niet worden aanvaard.

Tabel 34 T-test hypothese 13

N = 97	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
ROE2004	1,965	,164	,905	95	,368	,14221	,11868
Groei	,157	,692	,164	95	,870	,07814	,07180

Equal variances assumed

Grouping Variable: Dualiteit0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 35 MWU-test hypothese 13

N = 97	Dualiteit0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		
ROE2004	0	66	50,90	3359,50	Mann-Whitney U	897,500
	1	31	44,95	1393,50	Z	-,971
	Totaal	97			Asymp. Sig. (2-tailed)	,332
Groei	0	66	50,12	3308,00	Mann-Whitney U	949,000
	1	31	46,61	1445,00	Z	-,572
	Totaal	97			Asymp. Sig. (2-tailed)	,567

Grouping Variable: Dualiteit0_1

Bron: Eigen verwerking

4.4.2.6 Bespreking overige resultaten

In deze sectie worden kort enkele opvallende resultaten uit tabel 9 (pagina 78) besproken die niet voorspeld zijn door hypothesen. Er blijkt een positief verband te bestaan tussen de grootte van de raad van bestuur ('LedenRvb') enerzijds en dualiteit ('Dualiteit') en het percentage aan insiders anderzijds ('%insiders'). Dit betekent dat bij dualiteit de bestuursraad doorgaans groter is en dat een grotere raad van bestuur meer uitvoerende bestuurders telt. Voor het percentage aan onafhankelijke bestuurders ('%outsider') blijkt juist het omgekeerde verband te bestaan, een logisch resultaat gezien de negatieve correlatie tussen de variabelen '%insiders' en '%outsider'.

Het percentage aan outside bestuurders kan verder nog aan enkele andere variabelen worden gekoppeld. Zo lijken grote ondernemingen ('Lnomzet') meer onafhankelijke bestuurders te tellen dan minder grote ondernemingen en het percentage outside

bestuurders op zich blijkt een positieve invloed te hebben op het totale bedrag aan vergoedingen ('Lnloompb') dat de leden van raad van bestuur ontvangen. Verder wordt aangetoond dat de CEO langer in dienst blijft indien hij eveneens voorzitter van de raad van bestuur is (relatie tussen 'Lnambt' en 'Dualiteit') en ten slotte keren ondernemingen procentueel gezien meer prestatiegericht loon ('%eqbased') uit naarmate het totale bedrag aan beloning hoger ligt.

Deze stellingen worden bovendien bijna allemaal bevestigd door de testen van het gemiddelde. Enkel de stellingen waarbij het percentage aan outside bestuurders gekoppeld wordt aan de grootte van de onderneming en aan het totale bedrag aan beloning, blijken niet significant te zijn bij een vooropgesteld betrouwbaarheidsinterval van 90 of 95 %. Toch worden de resultaten van de twee correlatietesten niet tegengesproken aangezien bij de testen van het gemiddelde bleek dat er wel degelijk een aanduiding was dat er een dergelijk verband bestaat. De resultaten van deze testen van het gemiddelde zijn opgenomen in bijlage 3.

4.4.3 Multivariate analyse

4.4.3.1 OLS-regressie voor totaal loon

Ondanks het feit dat in het voorgaande slechts één hypothese aandacht besteedde aan het totale loon per bestuurder, is het toch interessant om, zoals Ryan en Wiggins (2004), na te gaan of de variabelen die het prestatiegericht loon kunnen beïnvloeden ook een rol spelen bij het totale bedrag aan loon per bestuurder. Daarom worden volgende variabelen gelinkt aan de afhankelijke variabele 'Totaal loon per bestuurder': 'LedenRvb' (de grootte van de raad van bestuur), '%outsider' (het percentage aan outsiders in de raad van bestuur), 'Dualiteit', 'Ambtceo' (het aantal jaren dat de CEO in dienst is) en ten slotte 'Omzet 04' (parameter voor de grootte van de onderneming). Enkel deze laatste variabele werd bij de univariate analyse reeds gekoppeld aan de variabele 'Totaal loon' en dat leverde een significant positief verband op. Voor de variabelen 'Totaal loon', 'Ambtceo' en 'Omzet 04'

wordt overigens het logaritme gebruikt in plaats van de absolute waarde om op die manier het effect van uitschieters te reduceren. Dit leidt tot volgende nieuwe variabelen: 'Lnloonpb', 'Lnambt' en 'Lnomez'. Deze regressie baseert zich op de gegevens van de 75 ondernemingen die informatie hadden verstrekt in verband met de beloning van bestuurders. In tabel 36 worden de resultaten van de OLS-regressie weergegeven.

De tabel geeft voor elke variabele de bekomen coëfficiënten weer. Elke coëfficiënt geeft aan in welke mate de beïnvloedende variabele effect heeft op de afhankelijke variabele, in dit geval het logaritme van het totale loon per bestuurder. Uit de gegevens blijkt dat enkel de omzet een significante invloed heeft op het totale loon terwijl de overige variabelen nauwelijks een rol van betekenis spelen, zoals blijkt uit de hoge waarden in de vijfde kolom die duiden op een lage significantie. Grotere bedrijven lijken dus meer loon te betalen aan hun bestuurders in vergelijking met kleinere bedrijven.

Tabel 36 OLS-regressie Totaal loon

N = 75	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error			Tolerance	VIF
(Constant)	7,229	,596	12,123	,000		
LEDENRVB	,026	,033	,773	,442	,411	2,431
%OUTSIDER	,381	,551	,692	,491	,383	2,608
DUALITEIT	-,159	,214	-,743	,460	,644	1,552
LNAMBT	,035	,095	,366	,716	,832	1,202
LNOMZET	,387	,078	4,988	,000	,521	1,919
	Sum of Squares	df	F	Sig.	R	R Square
Regression	27,538	5	11,027	,000	,666	,444
Residual	34,464	69				
Total	62,002	74				

Dependent Variable: LNLOONPB

Bron: Eigen verwerking

Het onderste deel van de tabel toont daarnaast aan dat de regressie wel degelijk zinvol was. De waarden van de *Sum of Squares* in de tweede kolom geven aan dat ongeveer 45 % van de variantie van het totale loon kan verklaard worden door de uitgevoerde regressie. De lage p-waarde bevestigt bovendien dat de variantie die door het model verklaard wordt, niet

louter te wijten is aan toeval. De *R Square* geeft ten slotte een idee over de sterkte van het bekomen model en sluit dicht aan bij de interpretatie van de eerder vernoemde *Sum of Squares*. De bekomen waarde van 44,4 % geeft opnieuw aan dat ongeveer 45 % van de variantie in het totale loon kan worden verklaard door het regressiemodel.

Vooraleer conclusies te kunnen trekken, is het nodig om te controleren of de variabelen onderhevig zijn aan multicollineariteit, hetgeen wil zeggen dat er sprake is van correlatie tussen verklarende variabelen. Dit houdt in dat eenzelfde deel van de variantie wordt verklaard door meerdere variabelen, waardoor het uiteindelijke model een vertekend beeld geeft. Aan de rechterkant in tabel 36 op de vorige pagina staan twee parameters die hierover een aanduiding geven, namelijk de tolerantie en de *Variance Inflation Factor* (VIF). De tolerantie in de voorlaatste kolom geeft per variabele het percentage van de variantie aan dat niet door andere variabelen kan worden verklaard. De VIF toont daarnaast aan hoe de variantie van een schatter is beïnvloed door de aanwezigheid van multicollineariteit. De variabelen 'LedenRvb' en '%outsider' hebben in vergelijking met de andere variabelen een lagere tolerantiewaarde en een hogere VIF. Toch kan worden aangenomen dat multicollineariteit hier nauwelijks van beïnvloedende aard is aangezien wordt aangenomen dat daarvan pas sprake is bij een tolerantie lager dan 10 % en een VIF groter dan 10 (Gujarati, 2003).

Multicollineariteit blijkt dus geen probleem te zijn voor deze variabelen. Op basis van de uitgewerkte regressie kan geconcludeerd worden dat omzet een significante invloed heeft op het totale bedrag aan loon per bestuurder; een conclusie die reeds werd getrokken na de univariate analyse van hypothese 4.

4.4.3.2 OLS-regressie voor prestaties van een onderneming

Een andere regressie die kan worden uitgevoerd, heeft betrekking op de geleverde prestaties van een onderneming. Deze prestaties, weergegeven door de Return On Equity (ROE), komen voor in een aantal hypothesen die reeds getest werden bij de univariate analyse. Daarom

lijkt het interessant om ook de gezamenlijke invloed van een aantal variabelen op de ROE te onderzoeken aan de hand van een multivariate regressie. Voor deze analyse wordt gebruik gemaakt van de steekproef met 75 ondernemingen, maar de onderneming met een ROE van 62,2 % wordt weggelaten omdat de resultaten anders vertekend zouden kunnen zijn.

Bij deze regressie wordt de ROE gebruikt als afhankelijke variabele terwijl volgende factoren als onafhankelijke variabelen worden aangewend: '%eqbased' (het percentage aan prestatiegericht loon), 'LedenRvb' (de grootte van de raad van bestuur), '%outsider' (het percentage aan outsiders in de raad van bestuur) en 'Dualiteit'. De resultaten van de regressie staan weergegeven in onderstaande tabel.

Tabel 37 OLS-regressie ROE2004

N = 74	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error			Tolerance	VIF
(Constant)	-,009	,074	-,124	,902		
%EQBASED	-,071	,040	-1,767	,082	,907	1,103
LEDENRVB	,012	,004	3,046	,003	,556	1,797
%OUTSIDER	,073	,060	1,228	,224	,628	1,592
DUALITEIT	-,036	,028	-1,285	,203	,753	1,327
	Sum of Squares	df	F	Sig.	R	R Square
Regression	,236	4	3,731	,008	,419	,176
Residual	1,107	70				
Total	1,343	74				

Dependent Variable: ROE2004

Bron: Eigen verwerking

Uit de resultaten blijkt dat één variabele, namelijk de grootte van de raad van bestuur, een sterk significante invloed heeft op de prestaties van een onderneming. Het effect is positief, hetgeen erop wijst dat grotere raden van bestuur betere resultaten zouden voortbrengen. Daarnaast lijkt ook het percentage aan prestatiegericht loon een zekere invloed te hebben, maar dit resultaat is pas significant bij een betrouwbaarheid van 90 %. Bovendien vertoont deze variabele verrassend genoeg een negatief effect, hetgeen zou

betekenen dat meer prestatiegericht loon leidt tot minder goede resultaten. De twee andere variabelen ten slotte blijken daarentegen nauwelijks enige invloed te hebben.

Wanneer deze resultaten vergeleken worden met die van de univariate analyse, valt meteen op dat de univariate analyse geen significante relaties aan het licht bracht. Daarom moet worden nagegaan of de regressie op zich wel zinvol was en of er eventueel sprake was van een vertekend beeld, dat bijvoorbeeld veroorzaakt werd door multicollineariteit. Uit het onderste deel van tabel 37 op de vorige pagina kan alleszins al worden afgeleid dat de variantie die wordt verklaard door het regressiemodel, niet te wijten is aan toeval aangezien het significantieniveau duidelijk lager is dan 0,05. Toch geven de *Sum of Squares* en de *R Square* aan dat het model slechts een klein gedeelte van de totale variantie van ROE2004 verklaart, namelijk ongeveer 20 %. Het is duidelijk dat de grootte van de raad van bestuur slechts een klein (maar wel significant) effect heeft op de prestaties van een onderneming en dat tal van andere factoren ook een bepaalde invloed hebben. Daarnaast toont de tabel aan dat er in dit geval weinig sprake is van multicollineariteit, zodanig dat het weinig zin zou hebben om één of meerdere variabelen uit de regressie weg te laten.

De conclusie van deze OLS-regressie is dat de grootte van de raad van bestuur in elk geval een significante invloed heeft op de prestaties van de onderneming. Ondanks het feit dat deze uitkomst ingaat tegen de resultaten van de univariate analyse, zijn er weinig redenen om deze conclusie te ontkrachten.

4.4.3.3 Tobit-analyse voor percentage prestatiegericht loon

Om de invloed van variabelen op het percentage aan prestatiegericht loon na te gaan, kan een gewone regressieanalyse in sommige gevallen voldoende zijn. Omwille van de aard van de afhankelijke variabele (percentage aan prestatiegericht loon) is het echter interessant om hier een Tobit-analyse uit te voeren. Op basis van deze afhankelijke variabele kunnen de ondernemingen immers in twee categorieën worden ingedeeld, namelijk de ondernemingen die wel prestatiegericht loon uitkeren en de ondernemingen die dat niet doen. Wanneer nu

wordt gekeken naar het doel van een gewone regressie, blijkt dat deze tracht na te gaan hoe variabelen invloed hebben op de afhankelijke variabele, in dit geval de mate van prestatiegericht loon. Voor ondernemingen die geen prestatiegerelateerde elementen uitbetalen, zijn de waarden van die variabelen echter irrelevant omdat die ondernemingen de keuze hebben gemaakt om simpelweg geen prestatiegericht loon te betalen. Het probleem is dat de variabelen van dergelijke ondernemingen in de regressie gebruikt worden terwijl de waarde van de afhankelijke variabele steeds dezelfde is, namelijk nul. Door het feit dat deze steekproef relatief veel bedrijven telt die de lonen en prestaties niet met elkaar linken, zouden de variabelen van die ondernemingen een sterke invloed kunnen hebben op de regressieresultaten (Kennedy, 1998).

Concreet betekent dit dat er gegevens beschikbaar zijn van de variabelen van alle 75 ondernemingen, terwijl er maar 61 ondernemingen zijn die voor de afhankelijke variabele een waarde hebben die meer dan 0 bedraagt. Dit relatief hoge aantal 'nullen' kan een vertekend beeld opleveren, omdat het de invloed van bepaalde variabelen mogelijk afzwakt of versterkt. Dezelfde redenering gaat eveneens op voor het andere, hypothetische uiterste, namelijk indien een onderneming alleen maar prestatiegericht loon toekent aan haar bestuurders. Voor deze steekproef is dit echter minder relevant aangezien geen enkele onderneming zijn loonpakket op die manier heeft samengesteld. De Tobit-analyse kan met dit probleem rekening houden, in tegenstelling tot een gewone OLS-regressie, door waarden te 'censureren'.

Om de potentiële gevolgen van dit probleem te reduceren, wordt de steekproef links 'gecensureerd' op 0 %. De onafhankelijke variabelen zijn de variabelen waarvan de invloed reeds getest werd voor de hypothesen vijf tot en met negen, namelijk 'LedenRvb', '%outsider', 'Dualiteit', 'Lnambt' en 'Lnomzet'. Net zoals bij de OLS-regressies is er ook in dit geval weinig sprake van multicollineariteit en daarom zijn er geen aanpassingen doorgevoerd. In tabel 38 op de volgende pagina staan de resultaten van de Tobit-analyse weergegeven.

Tabel 38 Tobit-analyse Prestatiegericht loon

N = 75	Coef.	Std. Error	t	Sig.
(Constant)	-,484	,254	-1,900	,061
LEDENRVB	-,009	,014	-,640	,527
%OUTSIDER	-,590	,237	-2,500	,015
DUALITEIT	-,034	,089	-,380	,708
LNAMBT	,007	,040	,170	,863
LNOMZET	,152	,033	4,550	,000

Dependent Variable: %eqbased

Bron: Eigen verwerking

Uit de gegevens van bovenstaande tabel valt meteen op dat de omzet en het percentage outside bestuurders een significante invloed hebben op het prestatiegericht loon. De omzet blijkt een positieve invloed te hebben op de afhankelijke variabele terwijl het percentage aan outside bestuurders een negatieve invloed heeft. Dit laatste betekent dat een hoger percentage aan onafhankelijke bestuurders zou leiden tot minder prestatiegericht loon. Enerzijds is dit een verrassende bevinding die lijnrecht ingaat tegen hypothese zeven, maar anderzijds was er bij de univariate analyse reeds een aanwijzing dat er een negatief verband bestond. De multivariate analyse levert dus resultaten op die aansluiten bij de resultaten van de univariate analyse. De overige drie variabelen hebben, in tegenstelling tot de andere twee, weinig of geen invloed op het prestatiegericht loon. Dit kan worden afgeleid uit de hoge p-waarden (in de laatste kolom) voor de drie variabelen.

Na de Tobit-analyse is het interessant om dezelfde variabelen nu te onderwerpen aan een gewone regressieanalyse. Op die manier kan worden nagegaan of het hoge aantal nullen voor de variabele '%eqbased' veel invloed heeft op de resultaten en of de Tobit-analyse een andere conclusie oplevert. De uitkomsten van de OLS-regressie worden in tabel 39 op de volgende pagina weergegeven.

Tabel 39 OLS-regressie Prestatiegericht loon

N = 75	Unstandardized Coefficients		t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error			Tolerance	VIF
(Constant)	-,347	,217	-1,600	,114		
LEDENRVB	-,006	,012	-,527	,600	,411	2,431
%OUTSIDER	-,454	,201	-2,260	,027	,383	2,608
DUALITEIT	-,044	,078	-,565	,574	,644	1,552
LNAMBT	,001	,035	,039	,969	,832	1,202
LNOMZET	,129	,028	4,572	,000	,521	1,919
	Sum of Squares	df	F	Sig.	R	R Square
Regression	2,091	5	6,316	,000	,560	,314
Residual	4,569	69				
Total	6,660	74				

Dependent Variable: %eqbased

Bron: Eigen verwerking

De resultaten van de gewone OLS-regressie bieden hetzelfde uitsluitsel met betrekking tot de gebruikte variabelen. Opnieuw blijken de omzet en het percentage outsiders significante invloeden te hebben en de richting van de verbanden is eveneens hetzelfde als bij de Tobit-analyse. Bij deze analyse kan echter ook nog rekening worden gehouden met de mogelijke aanwezigheid van heteroscedasticiteit, een statistisch begrip dat reeds in 4.3.1 werd besproken. Indien daarvan sprake is, betekent dit dat de resttermen niet in dezelfde mate gevarieerd zijn waardoor mogelijk vertekende resultaten bekomen worden. In de andere regressies wordt verondersteld dat de assumptie van homoscedasticiteit geldig is en dat de varianties van de resttermen dus niet significant verschillen. Aangezien bij deze test de mogelijkheid bestaat om een correctie voor heteroscedasticiteit door te voeren, wordt daarvan gebruik gemaakt.

Na het uitvoeren van een correctie voor heteroscedasticiteit blijkt echter dat de resultaten van de nieuwe OLS-regressie bijna volledig overeenkomen met de resultaten van de vorige regressie (waarbij geen rekening werd gehouden met heteroscedasticiteit). Blijkbaar heeft heteroscedasticiteit, indien er al sprake van zou zijn, een uiterst gering effect op de betreffende variabelen. De resultaten van deze aangepaste regressie zijn opgenomen in

bijlage 4. Aan de hand van deze bevindingen kan worden besloten dat de afhankelijke variabele in sterke mate beïnvloed wordt door twee variabelen, namelijk de grootte van de onderneming en het percentage outside bestuurders. Grotere ondernemingen (gemeten aan de hand van de omzet) blijken meer prestatiegericht loon te betalen dan kleinere ondernemingen, en ondernemingen waarvan de raad van bestuur uit veel onafhankelijke bestuurders bestaat, keren minder prestatiegericht loon uit in vergelijking met ondernemingen die minder outside bestuurders in hun rangen hebben.

4.4.3.4 Logistische regressieanalyse: wel of geen prestatiegericht loon

Het laatste luik van de multivariate analyse betreft een logistische regressieanalyse, die zal nagaan welke variabelen een invloed hebben op de keuze van een onderneming om al dan niet prestatiegerichte loonelementen toe te kennen aan de leden van de raad van bestuur. Deze analyse sluit in zekere zin aan op de univariate testen in verband met prestatiegericht loon en op de Tobit-analyse, aangezien dezelfde variabelen aan bod komen. Het gaat namelijk om de invloed van de grootte van de onderneming (hypothese 5), het aantal bestuursleden (hypothese 6), het percentage aan outsiders in de raad van bestuur (hypothese 7), dualiteit (hypothese 8) en het aantal jaren dat de CEO in dienst is (hypothese 9).

Het doel van deze logistische regressie, zoals reeds gezegd, bestaat er in om een beter zicht te krijgen op welke ondernemingen prestatiegericht loon uitbetalen. De gevonden resultaten zullen uitwijzen welke kenmerken – variabelen – een bepalende invloed hebben en welke kenmerken nauwelijks meespelen. Verder zal het ook mogelijk zijn om een functie op te stellen waarmee de kans dat een bepaalde onderneming wel of geen prestatiegerichte elementen aan het loonpakket zal toevoegen, kan voorspeld worden.

Alvorens de analyse te beginnen, moet een variabele worden toegevoegd die aangeeft of een onderneming wel of geen prestatiegericht loon toekent aan haar bestuurders. Ondernemingen die dat wel doen, krijgen de waarde 1 toegewezen, terwijl de waarde voor

de overige bedrijven aan 0 wordt gelijkgesteld. Uit de steekproef van 75 ondernemingen waarvoor loongegevens bekend zijn, blijken 14 ondernemingen geen prestatiegericht loon uitgekeerd te hebben. In deze regressie werd verder, naar analogie met de Tobit-analyse, het logaritme genomen van de ambtstermijn van de CEO en de omzet.

Uit tabel 40 blijkt dat slechts twee variabelen een significante impact hebben op de keuze om prestatiegericht loon uit te keren, namelijk het percentage aan onafhankelijke, outside bestuurders en de grootte van de onderneming. Dit valt voor de betreffende variabelen af te leiden uit de hoge waarden voor de Wald-statistiek en de lage p-waarden, die beide duiden op een hoge significantie. De andere variabelen beïnvloeden de keuze ook, maar voor deze is de invloed bijna verwaarloosbaar.

Tabel 40 Coëfficiënten van de variabelen van Logistische regressie

	B	S.E.	Wald (=B/S.E.)	df	Sig.	Exp(B)
LNOMZET	0,995	0,415	5,762	1	0,016	2,705
LEDENRVB	-0,158	0,158	1,001	1	0,317	0,854
%OUTSIDER	-6,204	2,810	4,874	1	0,027	0,002
DUALITEIT	19,149	7340,071	0,000	1	0,998	2,1E+08
LNAMBT	-0,070	0,473	0,022	1	0,883	0,933
Constant	-1,470	2,466	0,355	1	0,551	0,230

Dependent Variable: Equiyorn

Bron: Eigen verwerking

De coëfficiënten in de tweede kolom geven aan op welke wijze de variabelen invloed hebben op de keuze. De negatieve coëfficiënt voor het percentage outsiders wil zeggen dat deze variabele een negatief effect heeft, hetgeen betekent dat hoe meer outsiders zetelen in de raad van bestuur, hoe minder kans er als dusdanig is dat de betreffende onderneming prestatiegericht loon zal uitkeren. Voor de omzet geldt juist het omgekeerde omwille van de positieve coëfficiënt. Opvallend is dat de variabele 'Dualiteit' een zeer hoge coëfficiënt heeft, hoewel die absoluut niet significant is. Dit kan mogelijk verklaard worden door het feit dat dualiteit slechts bij 26 ondernemingen voorkomt, zodat deze coëfficiënt voor het merendeel van de ondernemingen niet belangrijk is. In de functie die de kans berekent, moet de coëfficiënt immers vermenigvuldigd worden met een waarde voor dualiteit en

indien een onderneming geen dualiteit heeft, zal die waarde nul zijn. In het verdere verloop van deze sectie wordt uitgelegd hoe de functie kan worden opgesteld en hoe de interpretatie ervan moet gebeuren.

Na het uitvoeren van de regressie is het belangrijk om na te gaan in welke mate de schattingen van het model overeenkomen met de data. Een mogelijke parameter hiervoor is de *Chi-Square* test, waarvan de resultaten opgenomen zijn in het rechtergedeelte van tabel 41. De Chi-Square test gaat simpelweg na of het bekomen model (met variabelen) betere voorspellingen zou kunnen maken dan een model zonder variabelen (met enkel een constante). De bijhorende p-waarde (0,000) is duidelijk kleiner dan 0,05 en daaruit kan geconcludeerd worden dat het gevonden model wel degelijk zinvol is bij een gewenste betrouwbaarheid van 95 %.

Tabel 41 Classificatietabel en Chi-Square van Logistische regressie

Observed	Predicted			Percentage correct		Chi-Square	Sig.
	EQUIYORN						
	0	1					
EQUIYORN 0	4	10	28,6	Step	24,379	,000	
1	2	59	96,7	Block	24,379	,000	
Overall percentage			84,0	Model	24,379	,000	

Bron: Eigen verwerking

Daarenboven geeft de classificatietabel in het linkergedeelte van de tabel aan dat het schattingsmodel in 84 % van de gevallen correct voorspelde of een onderneming wel of geen prestatiegericht loon betaald heeft. Ten slotte geeft de logistische regressie twee equivalenten voor de bekende R Square, namelijk de *Cox & Snell R Square* en de *Nagelkerke R Square*, die respectievelijk 27,8 % en 44,9 % bedragen. Hoewel deze twee parameters minder betrouwbaar zijn dan de gewone R Square, geven ze toch een aanduiding voor het feit dat een redelijk groot deel van de variantie kan worden verklaard door de bevonden regressieresultaten.

Om de kansfunctie op te stellen, moeten eerst de B-waarden uit de tweede kolom van tabel 40 op pagina 107 worden besproken. Deze waarden vormen in feite de geschatte effecten per variabele op de logit, waarbij de logit overeenkomt met het natuurlijke logaritme van de kansverhouding om wel versus niet prestatiegericht loon uit te keren. Hoe groter deze B-waarde is, hoe groter doorgaans de invloed ervan is op de kansverhouding, al moet dit niet letterlijk worden genomen bij deze logistische regressie aangezien die redenering minder opgaat voor de variabele 'Dualiteit'. Vermits de B-waarden moeilijk te interpreteren zijn (door de aanwezigheid van het logaritme), worden deze getallen omgezet in een exponentiële functie (e^B), waardoor het gemakkelijker is om de invloed van de variabelen te begrijpen. Deze waarden staan in de laatste kolom van tabel 40 (pagina 107) weergegeven onder de noemer $\text{Exp}(B)$. Om een idee te geven van de interpretatie van deze waarden, neem de variabele 'LedenRvb' (ondanks het feit dat de invloed hiervan niet significant is). Hieruit blijkt dat de kans om wel prestatiegericht loon uit te keren versus de kans om dat niet te doen, daalt bij een groter wordende raad van bestuur. Indien de raad van bestuur met één lid toeneemt, zal de verhouding tussen deze twee kansen afnemen met 14,6 % ($1 - 0,854$). Als er sprake is van een positief effect, zal de waarde van de $\text{Exp}(B)$ groter zijn dan één, bij een negatief effect ligt die waarde tussen nul en één.

Onderstaande formules geven de kansenfuncties weer, waarbij P_{wel} overeenkomt met de kans om wel prestatiegericht loon toe te kennen en P_{niet} met de kans om dat niet te doen. Voor beide kansen worden de B-waarden van de constante (zie a in de functie) en van de vijf variabelen (b_1 tot b_5) in een exponentiële functie gezet en vervolgens moeten b_1 tot en met b_5 worden vermenigvuldigd met een waarde voor elke overeenkomende variabele.

$$P_{\text{wel}} = \frac{e^{(a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5)}}{e^{(a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5)} + 1}$$

$$P_{\text{niet}} = \frac{1}{e^{(a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5)} + 1}$$

Op basis van deze formules kan nu de kans worden voorspeld dat een onderneming prestatiegericht loon zal toekennen aan de leden van de raad van bestuur. Veronderstel een onderneming met een omzet van € 200 miljoen, een raad van bestuur die twaalf leden telt waarvan er zes onafhankelijk zijn (50 %), waarin bovendien geen sprake is van dualiteit en waar de CEO reeds vijf jaar zijn functie uitoefent. Voor de variabele 'Lnomzet' wordt het logaritme genomen van 200 – en dus niet van 200 miljoen – aangezien de regressie ook werd uitgevoerd voor omzet in miljoenen euro's. Hetzelfde wordt gedaan voor de ambtstermijn van de CEO, maar hier wordt het logaritme genomen van de volledige waarde, namelijk vijf. Ingevuld in de formule leidt dat tot volgende functie:

$$P_{\text{wel}} = \frac{e^{(-1,470 + 0,995*5,298 + -0,158*12 + -6,204*0,5 + 19,149*0 + -0,070*1,609)}}{e^{(-1,470 + 0,995*5,298 + -0,158*12 + -6,204*0,5 + 19,149*0 + -0,070*1,609)} + 1} = 0,21263$$

Uitgewerkt geeft dit een kanspercentage van slechts 21,3 %. Voor ondernemingen van die aard is er dus slechts één kans op vijf dat ze prestatiegericht loon uitkeren aan de bestuursleden. Dit is vrij logisch gezien de lage omzet van € 200 miljoen (dit blijkt uit de gemiddelden van de tabellen 2 en 3, respectievelijk op pagina 68 en 70) en het feit dat de variabele 'Omzet 04' een grote invloed heeft op deze keuze. De kans dat een dergelijke onderneming geen prestatiegericht loon uitkeert, is uiteraard 78,7 % aangezien de som van deze twee kansen gelijk moet zijn aan één.

4.5 Verklaring van de resultaten

De resultaten van het empirisch onderzoek hebben ertoe geleid dat een aantal van de gestelde hypothesen zijn bevestigd. Zo is er een positief verband ontdekt tussen de grootte van een onderneming en de grootte van haar raad van bestuur, een conclusie die eerder reeds werd bekomen in een aantal studies (Pfeffer, 1972 en Alshimmiri, 2004). Verder bleek, zoals ondermeer in studies van Finkelstein en Hambrick (1996) en Boone et al. (2004) is bewezen, dat dualiteit leidt tot een hoger percentage aan uitvoerende bestuurders. Voor de laatste hypothese in verband met de samenstelling van de raad van bestuur, die stelde dat

de duur van de ambtstermijn van de CEO positief was gerelateerd aan het aantal outsiders (Hermalin en Weisbach, 1988), werden geen significante resultaten gevonden. Hierbij moet wel worden vermeld dat het positieve verband (zij het niet significant) dat ontdekt werd, beantwoordde aan de verwachtingen van de hypothese.

Met betrekking tot de beloning van bestuurders werden eveneens significante resultaten gevonden. De grootte van de onderneming bleek, zoals verwacht, een positief effect te hebben op zowel het totale loon als het percentage aan prestatiegericht loon van de bestuurders. Wat deze hypothesen betreft, komt deze studie dus tot dezelfde conclusies als ondermeer Finkelstein en Hambrick (1996), Ryan en Wiggins (2004) en Linn en Park (2005). Verrassend was wel de conclusie in verband met outsiders en prestatiegericht loon, omdat die lijnrecht inging tegen de gestelde hypothese. Ondermeer Perry (1999) en Ryan en Wiggins (2004) voorspelden een positief verband, maar de resultaten toonden aan dat een onderneming met veel onafhankelijke bestuurders minder prestatiegericht loon uitbetaalt in vergelijking met een onderneming met weinig outside bestuurders. Een mogelijke verklaring schuilt in de toenemende invloed van corporate governance codes, die meestal richtlijnen in verband met beloningen hebben uitgevaardigd. In sectie 3.1.1 werd aangehaald dat één van de richtlijnen in de Belgische codes aanbeveelt om niet-uitvoerende bestuurders te vergoeden door middel van niet-prestatiegerelateerde loonelementen. Het gevonden resultaat geeft de indruk dat een aantal ondernemingen deze richtlijn reeds hebben geïmplementeerd.

Een andere mogelijke verklaring voor deze verrassende conclusie kan gevonden worden in tabel 9 op pagina 78. Daarin werd, hoewel niet concreet behandeld in dit werk, een significant negatief verband gevonden tussen de grootte van de raad van bestuur en het percentage aan outside bestuurders. Hoe groter de raad van bestuur is, hoe minder outside bestuurders erin blijken te zetelen. Bovendien gaf de univariate analyse aan dat er mogelijk een positief verband bestaat tussen het aantal bestuursleden en het percentage aan prestatiegericht loon, zodanig dat grotere bestuursraden meer prestatiegericht loon lijken te ontvangen. Wanneer deze twee verbanden worden samengebracht, kan hieruit logischerwijze

worden afgeleid dat er minder prestatiegericht loon zal worden betaald naarmate meer outside bestuurders zetelen in de raad van bestuur. Uit de multivariate analyse bleek echter dat het verband tussen de grootte van de raad van bestuur en het prestatiegericht loon niet bevestigd werd. De verklaring die zonet werd uiteengezet is dus in geen geval sluitend, maar het is alleszins een mogelijkheid die niet met zekerheid kan worden ontkracht.

In tegenstelling tot de reeds aangehaalde stellingen werden niet alle hypothesen over het loon aanvaard of verworpen aan de hand van de statistische testen. De verwachting was dat het percentage aan prestatiegericht loon negatief werd beïnvloed door de grootte van de raad van bestuur (Murphy, 1999 en Ryan en Wiggins, 2004), dualiteit (Ryan en Wiggins, 2004 en Brick, 2005) en de ambtstermijn van de CEO (Hermalin en Weisbach, 1988 en Ryan en Wiggins, 2004). Deze variabelen werden onderworpen aan univariate en multivariate testen, maar die hebben niet kunnen leiden tot een conclusie. Slechts éénmaal werd een significant resultaat gevonden, namelijk bij de univariate analyse van de grootte van de raad van bestuur (hier werd reeds naar verwezen in de vorige paragraaf). Het positieve verband dat daar werd gevonden, kwam echter niet overeen met de verwachtingen en werd bovendien niet bevestigd door de multivariate analyse. Hetzelfde geldt voor de twee andere variabelen, want ook daar werden tegenstrijdige, niet-significante resultaten gevonden. Wat de hypothese in verband met dualiteit betreft, valt op dat ook Ryan en Wiggins (2004) geen significante resultaten bekwamen ondanks dat ze een negatief verband verwachtten. Dualiteit blijkt doorgaans dus weinig of geen invloed te hebben op het prestatiegerichte loon.

Een verklaring voor het uitblijven van duidelijke resultaten voor de andere variabelen ligt mogelijk in het feit dat opties niet in acht zijn genomen bij de berekening van het prestatiegerichte loon. De kans bestaat immers dat sommige variabelen voornamelijk invloed hebben op de mate waarin opties worden toegekend.

Een andere potentiële verklaring kan opnieuw worden gezocht in de invloed van de verschillende corporate governance codes. De meeste hypothesen zijn namelijk gebaseerd op

studies die dateren uit de tijd dat dergelijke codes nog niet waren uitgevaardigd of nog niet werden toegepast door de ondernemingen. Het is mogelijk dat de invloed van bepaalde variabelen sterk verminderd is na de uitvaardiging ervan, omdat de codes juist tot doel hebben om bepaalde, negatieve invloeden te neutraliseren.

De laatste hypothesen die aan bod kwamen, stelden bepaalde verwachtingen met betrekking tot de prestaties van ondernemingen. Van de vier hypothesen werd er slechts één bevestigd door de testen. Uit de multivariate analyse bleek immers dat de prestaties van een onderneming positief beïnvloed worden door de grootte van de raad van bestuur, zoals ook werd bevonden in de studie van Perry (1999). Hierbij moet wel vermeld worden dat dit niet werd bevestigd door de univariate analyse, die een niet-significante invloed opleverde en die zelfs negatief bleek te zijn. Voor de hypothese die voorspelde dat dualiteit zou leiden tot minder goede prestaties werden resultaten bekomen die beantwoordden aan de verwachtingen, maar die desondanks niet van significante aard waren. Dit is analoog met een studie van Weir et al. (2002), die eveneens uitgingen van een negatief verband tussen dualiteit en bedrijfsprestaties maar geen significante resultaten vonden.

Op basis van de resultaten van de overige twee hypothesen kon ten slotte geen zinvol oordeel worden geveld. De verwachte relaties tussen de prestaties van een onderneming enerzijds en het prestatiegericht loon en het aantal outsiders anderzijds werden op geen enkel moment bevestigd door middel van significante resultaten en bovendien leverden een aantal testen het tegenovergestelde verband op. Wat de relatie tussen prestaties en prestatiegericht loon betreft, sluit deze studie zich niet aan bij recente studies van ondermeer Alshimmiri (2004) en Brick et al. (2005), die een positief verband konden bewijzen. Ook de resultaten van de tweede hypothese, die een positieve relatie stelde tussen de prestaties en het percentage aan outside bestuurders, lijken in te gaan tegen studies van Mishra en Nielsen (2000), Alshimmiri (2004) en Helland en Sykuta (2005), aangezien zij allemaal significante resultaten bekwamen. De studie van Weir et al. (2002) vond echter, net zoals deze studie, geen significant verband tussen de twee variabelen in kwestie.

Een mogelijke verklaring voor de gevonden resultaten kan opnieuw worden gezocht in het bekendmaken van corporate governance codes. Die bevelen namelijk aan dat niet-uitvoerende bestuurders enkel worden betaald met vast loon. Hierdoor betalen ondernemingen minder prestatiegericht loon en ontvangen outside bestuurders vanzelfsprekend ook minder prestatiegerichte beloningselementen. Het uiteindelijke gevolg is dat outside bestuurders minder afhankelijk zijn van de prestaties van de onderneming.

Hoofdstuk 5 Besluit

In dit laatste hoofdstuk wordt een kort overzicht gegeven van de resultaten die voortvloeien uit het verrichte onderzoek. Verder worden een aantal aanbevelingen gegeven voor toekomstig onderzoek en ten slotte worden nog enkele opmerkingen geuit over de totstandkoming van dit projectwerk.

5.1 Conclusies

Op basis van de gevonden resultaten kan de centrale onderzoeksvraag positief beantwoord worden. Aan het begin van het onderzoek werd de vraag gesteld of er een relatie bestond tussen de beloning van bestuurders, onafhankelijkheid van de raad van bestuur en barrières voor een effectieve controle. Deze laatste component verwijst in feite naar de prestaties van een onderneming want hoe minder barrières er zijn voor een effectieve controle, hoe beter de onderneming normaal gezien zal presteren. Hoewel niet alle gestelde hypothesen konden worden aanvaard of verworpen, viel toch af te leiden dat bepaalde variabelen significant aan elkaar waren gerelateerd.

Eerst en vooral werd bewezen dat de beloning van bestuurders invloed ondervindt van de mate van onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Het percentage aan prestatiegericht loon dat een bestuurder ontvangt, wordt negatief beïnvloed door het percentage aan outside bestuurders. Gezien het feit dat een raad van bestuur met weinig outside bestuurders als relatief weinig onafhankelijk wordt gezien, geeft deze relatie een aanduiding dat de onafhankelijkheid van de raad van bestuur een negatieve invloed heeft op het percentage prestatiegericht loon. Deze conclusie is verrassend omdat meestal wordt aangenomen dat het percentage aan prestatiegericht loon toeneemt naarmate de raad van bestuur meer onafhankelijk is. In de praktijk kan dit mogelijk betekenen dat onafhankelijke raden van bestuur minder prestatiegericht loon behoeven aangezien ze intrinsiek meer gemotiveerd zijn om de controle binnen het bedrijf op een correcte manier uit te voeren.

Het feit dat leden van een onafhankelijke raad doorgaans minder banden hebben met de onderneming en dat hun reputatie afhangt van de prestaties van de onderneming, leidt er blijkbaar toe dat ze geen extra stimulans nodig hebben om hun taken naar behoren uit te voeren.

Verder bleek de onafhankelijkheid van de raad van bestuur ook een zekere invloed te hebben op de prestaties van een onderneming, al werd dit slechts voor één variabele bewezen. De grootte van de raad van bestuur is positief gerelateerd aan de prestaties van een onderneming, hetgeen betekent dat een onderneming beter presteert indien meer personen zetelen in de raad van bestuur. Dit verband is niet onlogisch aangezien een grotere raad van bestuur meer mensen ter beschikking heeft om de controle uit te voeren. Anders gezegd, wanneer de raad van bestuur groter is, lijken er door het grotere aantal leden minder barrières te zijn voor een effectieve controle en kunnen daardoor betere resultaten worden behaald. Voor ondernemingen kan het dus interessant zijn om de bestaande bestuursraad uit te breiden om zo een betere controle te bekomen. Langs de andere kant biedt dit voor de wetgever perspectief om bedrijven met een bepaalde omzet een minimum op te leggen wat het aantal leden van de raad van bestuur betreft.

De laatste link die werd aangehaald door de centrale onderzoeksvraag, was die tussen de beloning van bestuurders en de prestaties van een onderneming. Een hypothese onderzocht of het prestatiegerichte loon gerelateerd was aan de prestaties van een onderneming, maar dit leverde geen duidelijke resultaten op.

In dit onderzoek werden verder nog een aantal andere relaties, die niet direct een antwoord konden geven op de centrale onderzoeksvraag, onderzocht en bewezen. Zo bleek de grootte van een onderneming een belangrijke, positieve invloed te hebben op de grootte van de raad van bestuur, het totale bedrag aan vergoedingen per bestuurder en het percentage aan prestatiegericht loon. Hoe groter de onderneming is, hoe meer bestuurders en financiële middelen nodig blijken te zijn om de controle van de onderneming in goede banen te leiden. Tot slot werd nog een positief verband bevonden tussen dualiteit en het percentage

inside bestuurders. Dit betekent dat dualiteit leidt tot een minder onafhankelijke raad van bestuur, een uitkomst die valt te verklaren door de grote macht van de CEO (die eveneens voorzitter van de raad van bestuur is).

5.2 Aanbevelingen

Dit onderzoek heeft gepoogd om een aantal relaties tussen de beloning van bestuurders, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en barrières voor een effectieve controle aan het licht te brengen. Desondanks blijven er nog een aantal mogelijkheden open die zeker en vast interessant zijn voor verder onderzoek. In de eerste plaats is het mogelijk om na te gaan wat de invloed is van de prestaties van een onderneming op de beloning van bestuurders en de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Op die manier kan worden onderzocht in welke zin de evolutie van de bedrijfsresultaten leidt tot veranderingen in de vergoedingen van bestuurders en de samenstelling van de raad van bestuur. Een mogelijke vraag die kan gesteld worden is of slechte bedrijfsresultaten leiden tot een verandering in de samenstelling van het loonpakket. Hiervoor zijn echter data nodig van enkele opeenvolgende jaren en dit is ook meteen de reden dat dergelijke relaties niet aan bod kwamen in dit onderzoek, aangezien hier slechts gegevens voor één boekjaar werden verzameld.

Verder is het ook interessant om onderzoek te doen naar verschillen tussen ondernemingen uit de drie onderzochte landen, namelijk België, Frankrijk en Nederland. In sectie 4.4.2.1 op pagina 74 werden reeds enkele verschillen aangehaald, maar hier kan in feite veel dieper op worden ingegaan. Zo kan bijvoorbeeld begonnen worden met een opsplitsing van tabel 2 (pagina 68) en tabel 3 (pagina 70) voor ondernemingen uit de drie verschillende landen. Een andere variant hierop is een onderzoek naar de verschillen tussen ondernemingen van het Angelsaksische en het Continentaal-Europese systeem. Van het eerste systeem zouden bijvoorbeeld Amerikaanse en Britse ondernemingen besproken kunnen worden, die dan vergeleken worden met ondernemingen van het tweede systeem, zoals uit bijvoorbeeld Frankrijk en Italië.

Ten slotte kan ook onderzoek worden gevoerd naar verschillen tussen ondernemingen die wel informatie verstrekken in verband met vergoedingen van bestuurders en ondernemingen die dat nauwelijks of niet doen. Het betreft hier dus eigenlijk een onderzoek over de transparantie binnen het bedrijfsleven. Deze problematiek kwam in dit werk al zeer beperkt aan bod (zie tabel 8 op pagina 76), maar hierover kan specifiek onderzoek worden gevoerd.

5.3 Opmerkingen

Bij het terugblikken naar het voorbije onderzoek kunnen een aantal opmerkingen worden gemaakt over de gebruikte handelswijzen. Eerst en vooral moet verwezen worden naar het feit dat enkel aandelen en prestatiegerelateerde bonussen in rekenschap zijn genomen bij het verzamelen van data in verband met prestatiegerichte vergoedingen. De opties die werden toegekend aan bestuurders zijn niet meegeteld en dit kan mogelijk hebben geleid tot vertekende resultaten. Het is zeker en vast een uitdaging om het onderzoek opnieuw te voeren, maar dan wel gebruik makend van de toegekende opties.

Daarnaast moet ook een opmerking worden gemaakt over de parameters die gebruikt werden voor de prestaties van een onderneming, namelijk de Return On Equity en de groei ten opzichte van het vorige boekjaar. Uit de bekomen statistieken valt op dat beide parameters weinig significante resultaten opleveren. Een mogelijkheid is dat er inderdaad weinig of geen verbanden bestaan, maar het is ook mogelijk dat de gekozen parameters niet de beste weergave zijn voor de prestaties van de ondernemingen. Misschien kan een keuze voor andere parameters tot duidelijkere inzichten leiden.

Lijst van figuren

Figuur 1	Indeling theorieën gekoppeld aan de rol van de raad van bestuur	13
Figuur 2	Indeling beslissingsproces.....	18
Figuur 3	Evolutie lonen CEO's in de VS tijdens de voorbije 30 jaar	35
Figuur 4	Evolutie samenstelling loonpakketten '92-'96	37
Figuur 5	Agency kost van de structuur van de raad van bestuur	44
Figuur 6	Conceptueel model van de raad van bestuur	49

Lijst van tabellen

Tabel 1	Vergelijking Angelsaksische en Continentaal-Europese systeem.....	31
Tabel 2	Beschrijvende statistieken op basis van steekproef met N = 75.....	68
Tabel 3	Beschrijvende statistieken op basis van steekproef met N = 98.....	70
Tabel 4	Kolmogorov-Smirnov test 1 voor steekproef met N = 75.....	71
Tabel 5	Kolmogorov-Smirnov test 2 voor steekproef met N = 75.....	73
Tabel 6	X ² -test voor verschillen in dualiteit, met kruistabel	75
Tabel 7	Kruskal-Wallis test voor verschillen in prestatiegericht loon	75
Tabel 8	MWU-test steekproef 23 versus 75	76
Tabel 9	Resultaten van de Pearson en de Spearman's Rho test.....	78
Tabel 10	T-test hypothese 1	81
Tabel 11	MWU-test hypothese 1	81
Tabel 12	T-test hypothese 2	82
Tabel 13	MWU-test hypothese 2	82
Tabel 14	T-test hypothese 3	84
Tabel 15	MWU-test hypothese 3	84
Tabel 16	T-test hypothese 4	85
Tabel 17	MWU-test hypothese 4	86
Tabel 18	T-test hypothese 5	87
Tabel 19	MWU-test hypothese 5	87
Tabel 20	T-test hypothese 6	88
Tabel 21	MWU-test hypothese 6	88
Tabel 22	T-test hypothese 7	89
Tabel 23	MWU-test hypothese 7	89
Tabel 24	T-test hypothese 8	90
Tabel 25	MWU-test hypothese 8	90
Tabel 26	T-test hypothese 9	91
Tabel 27	MWU-test hypothese 9	91
Tabel 28	T-test hypothese 10	93
Tabel 29	MWU-test hypothese 10	93
Tabel 30	T-test hypothese 11	94
Tabel 31	MWU-test hypothese 11	94

Tabel 32	T-test hypothese 12	95
Tabel 33	MWU-test hypothese 12	96
Tabel 34	T-test hypothese 13	97
Tabel 35	MWU-test hypothese 13	97
Tabel 36	OLS-regressie Totaal loon	99
Tabel 37	OLS-regressie ROE2004	101
Tabel 38	Tobit-analyse Prestatiegericht loon.....	104
Tabel 39	OLS-regressie Prestatiegericht loon	105
Tabel 40	Coëfficiënten van de variabelen van Logistische regressie.....	107
Tabel 41	Classificatietabel en Chi-Square van Logistische regressie	108
Tabel 42	Ondernemingen uit de steekproef	Bijlage 1
Tabel 43	Skewness, Kurtosis en Jarque-Bera statistiek	Bijlage 2
Tabel 44	T-test Dualiteit versus LedenRvb.....	Bijlage 3
Tabel 45	MWU-test Dualiteit versus LedenRvb	Bijlage 3
Tabel 46	T-test LedenRvb versus %insiders	Bijlage 3
Tabel 47	MWU-test LedenRvb versus %insiders	Bijlage 3
Tabel 48	T-test LedenRvb versus %outsider.....	Bijlage 3
Tabel 49	MWU-test LedenRvb versus %outsider.....	Bijlage 3
Tabel 50	T-test Omzet versus %outsider	Bijlage 3
Tabel 51	MWU-test Omzet versus %outsider	Bijlage 3
Tabel 52	T-test %outsider versus Lnloonpb	Bijlage 3
Tabel 53	MWU-test %outsider versus Lnloonpb	Bijlage 3
Tabel 54	T-test Dualiteit versus Lnambt	Bijlage 3
Tabel 55	MWU-test Dualiteit versus Lnambt	Bijlage 3
Tabel 56	T-test Loonpb versus %eqbased.....	Bijlage 3
Tabel 57	MWU-test Loonpb versus %eqbased.....	Bijlage 3
Tabel 58	OLS-regressie prestatiegericht loon - correctie voor heteroscedasticiteit	Bijlage 4

Bibliografie

Boeken

Baltussen, L., Anthonissen, P. en Verhaeghe, P. (2003), *Uitdagingen in de bestuurskamer*. Lannoo, Tielt, p 11-13, 25

Berle, A. en Means, G. (1932), *The modern corporation and private property*. McMillan, New York

Byttebier, K., Piu, P. en Roeland, S. (2003), *Corporate governance: eigendom, bestuur en controle van vennootschappen*. Maklu, Antwerpen, p 18-20, 127-129

Finkelstein, S. en Hambrick, D. (1996), *Strategic Leadership – Top executives and their effects on organizations*. West Publishing Company, St. Paul, p 223, 249, 267-270, 285

Gujarati, D. (2003), *Basic econometrics*. vierde editie, The McGraw-Hill Companies Inc., New York, p 351, 362, 387

Hull, J. (2005), *Fundamentals of Futures and Options Markets*. vijfde editie, Pearson Education, New Jersey, p 263-280

Keasey, K., Thompson, S. en Wright, M. (2005), *Corporate governance: accountability, enterprise and international comparisons*. John Wiley & Sons Ltd, West Sussex, p 5, 98

Kennedy, P. (1998), *A guide to econometrics*. vierde editie, Blackwell Publishers Ltd, Oxford, p 249-262

Mallin, C. (2004), *Corporate governance*. Oxford University Press, Oxford, p 9-15, 102

Moerland, P. (1997), *Corporate governance – Theorie en praktijk in internationaal perspectief*. Wolters-Noordhoff, Groningen, p 23-30

Monks, R. en Minow, N. (2001), *Corporate governance*. Blackwell Publishing, United Kingdom, p 83, 115, 166-170, 175, 185-191

Roediger, L., Capaldi, E., Paris, S., Polivy, J., Herman, P. en Brysbaert, M. (2001), *Psychologie*. Academia Press, Gent, p 524

Saunders, M., Lewis, P. en Thornhill, A. (2000), *Research methods for business students*. tweede editie, Prentice Hall, Londen, p 150-177, 463-465

Stata Corporation (2003), *Stata Statistical Software: Release 8*. Stata Press, Texas, p 248-263

Stoner, J., Freeman, E. en Gilbert, D. (1996), *Management – zesde editie*. Uitgeverij Academic Service, Schoonhoven, p 51

Tilleman, B. (2005), *Recht en onderneming 13: Bestuur van vennootschappen – Statuut, interne werking en vertegenwoordiging*. Die Keure, Brugge, p 114-115

Tijdschriften en wetenschappelijke werken

Alshimmiri, T. (2004), Board composition, executive remuneration, and corporate performance: The case of REITs. *Corporate Ownership & Control*, N°. 2 (1), p 105-107

Baker, G., Jensen, M. en Murphy, K. (1988), Compensation and incentives: Practice vs. theory. *Journal of Finance*, N°. 43 (3), p 596-597

Baliga, B., Moyer, R. en Rao, R. (1996), CEO duality and firm performance: what's the fuss? *Strategic Management Journal*, N°. 17 (1), p 41-42

Bebchuk, L., Fried, J. en Walker, D. (2002), Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation. *University of Chicago Law Review*, N°. 69, p 763

Becht, M., Bolton, P. en Röell, A. (2002), Corporate governance and control. *Finance Working Paper*, N°. 2, p 10

Berndt, M. (2000), Global differences in corporate governance systems. *Discussion Paper*, N°. 303, Harvard Law School, Cambridge, p 1-4, 15-16, 25-26

Boone, A., Field, L., Karpoff, J. en Raheja, C. (2004), The determinants of corporate board size and composition: An empirical analysis. *Working Paper*, p 5-7

Borokhovich, K., Parrino, R. en Trapani, T. (1996), Outside directors and CEO selection. <http://www.lens-library.com/index.html> (geraadpleegd op 28 september)

Brennan, D. (2003), Enron and failed futures. *Social Text*, N°. 21 (4), p 37-38

Brick, I., Palmon, O. en Wald, J. (2005), CEO compensation, director compensation, and firm performance: evidence of cronyism. *Working Paper*, Rutgers Business School, New Brunswick, p 2, 7-8

Brickley, J., Coles, J. en Jarrell, G. (1997), Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board. *Journal of Corporate Finance*, N°. 3, p 192-194

Cadbury Committee (1992), Report of the committee on the financial aspects of corporate governance. Londen, p 15

Clifford, P. en Evans, R. (1997), Non-executive directors: A question of independence. *Corporate Governance*, N°. 5 (4), p 224-225

Coase, R.H. (1937), The nature of the firm. *Economica*, N°. 4, p 386-405

Commissie Buysse (2005), Code Buysse, corporate governance aanbevelingen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. p 10

Commissie Corporate Governance (2004), Belgische Corporate Governance Code, p 23-24

Committee on Corporate Governance (2000), The Combined Code – principles of good governance and code of best practice, p 12

Conyon, M. (1994), Tenure and contracts: The experience of UK CEO's. *Personnel Review*, N°. 23 (5), p 25-26

Core, J., Holthausen, R. en Larcker, D. (1999), Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance. *Journal of Financial Economics*, N°. 51, p 382-383

Dahya, J., McConnell, J. en Travlos, N. (2002), The Cadbury Committee, corporate performance, and top management turnover. *Journal of Finance*, N°. 57 (1), p 461

Dahya, J. en Travlos, N. (2000), Does the one man show pay? Theory and evidence on the dual CEO revisited. *European Financial Management*, N°. 6 (1), p 85-90

Daily, C., Dalton, D. en Cannella, A. (2003), Corporate governance: decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, N°. 28 (3), p 372-373

Davis, H., Schoorman, D. en Donaldson, L. (1997), Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, N°. 22 (1), p 24-29

Dedman, E. (2002), The Cadbury Committee recommendations on corporate governance – a review of compliance and performance impacts. *International Journal of Management Reviews*, N°. 4(4), p 338-339

Donaldson, T. en Preston, L. (1995), The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, N°. 20 (1), p 65-70

- Eisenhardt, K. (1989), Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, N°. 14 (1), p 60-61
- Fama, E.F. (1980), Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, N°. 88 (2), p 288-289
- Fama, E.F. en Jensen, M.C. (1983), Agency problems and residual claims. *Journal of Law & Economics*, N°. 26, p 2
- Fama, E.F. en Jensen, M.C. (1983), Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, N°. 26, p 4, 9-15
- Fich, E. en Shivdasani, A. (2004), Are busy boards effective monitors? *Finance Working Paper*, N°. 55, p 6-7
- Finkelstein, S. en D'aveni, R. (1994), CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, N°. 37 (5), p 1079-1087
- Hallock, K. (1995), Executive pay and reciprocally interlocking boards of directors. *Working Paper*, N°. 340, Princeton University, p 2
- Hart, O. (1995), Corporate governance: some theory and implications. *Economic Journal*, N°. 105, p 678-689
- Helland, E. en Sykuta, M. (2005), Who's monitoring the monitor? Do outside directors protect shareholders' interests? *The Financial Review*, N°. 40, p 156
- Hermalin, B. en Weisbach, M. (1988), The determinants of board composition. *Rand Journal of Economics*, N°. 19 (4), p 589-590
- Hermalin, B. en Weisbach, M. (1991), The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management*, N°. 4, p 111
- Hermalin, B. en Weisbach, M. (1998), Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *American Economic Review*, N°. 88, p 97-100
- Hillman, A., Cannella, A. en Paetzold, R. (2000), The resource dependence role of corporate directors: strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of Management Studies*, N°. 37 (2), p 236-238
- Hung, H. (1998), A typology of the theories of the roles of governing boards. *Corporate Governance*, N°. 6 (2), p 101-109

- Jensen, M.C. (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, N°. 48, p 831-880
- Jensen, M.C. (2001), Value maximisation, stakeholder theory and the corporate objective function. *European Financial Management*, N°. 7 (3), p 299-305
- Jensen, M.C. en Meckling, W.H. (1976), Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, N°. 3 (4), p 305-314
- Jensen, M.C. en Murphy, K.J. (1990), CEO Incentives – it's not how much you pay, but how. *Harvard Business Review*, p 138-139
- Jensen, M.C. en Murphy, K.J. (2004), Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. *Finance Working Paper*, N°. 44, p 1, 25
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. en Shleifer, A. (1999), Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, N°. 54, p 471-517
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. en Vishny, R. (1998), Law and finance. *Journal of Political Economy*, N°. 106 (6), p 1113-1134
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. en Vishny, R. (2000), Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, N°. 58, p 3-12
- Leaptrott, J. (2005), An institutional theory view of the family business. *Family Business Review*, N°. 18 (3), p 215-228
- Linn, S. en Park, D. (2005), Outside director compensation policy and the investment opportunity set. *Journal of Corporate Finance*, N°. 11, p 681-683, 687-688, 707
- MacDonald, N. en Beattie, A. (1993), The corporate governance jigsaw. *Accounting and Business Research*, N°. 23 (91A), p 305
- Mishra, C. en Nielsen, J. (2000), Board independence and compensation policies in large bank holding companies. *Financial Management*, N°. 3, p 3-7, 14
- Murphy, K. (1999), Executive compensation. *Working Paper*, University of Southern California, p 5-7, 77-78
- OECD (1999), Corporate governance – improving competitiveness and access to global capital markets. *Corporate Governance*, N°. 7 (2), p 199
- Ornstein, M. (1984), Interlocking directorates in Canada: intercorporate or class alliance. *Administrative Science Quarterly*, N°. 29 (2), p 210

- Percy, J.P. (1995), The Cadbury report and corporate governance in the U.K.. *CPA Journal*, N°. 65 (5), p 2-3
- Perry, T. (1999), Incentive compensation for outside directors and CEO turnover. *Working Paper*, Arizona State University, p 3-6
- Pfeffer, J. (1972), Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, p 223
- Pi, L. en Timme, S. (1993), Corporate control and bank efficiency. *Journal of Banking & Finance*, N°. 17, p 515
- Romano, R. (2005), Sarbanes-Oxley: quack corporate governance. *The corporate board*, p 5
- Rosenstein, S. en Wyatt, J. (1990), Outside directors, board independence, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, N°. 26, p 175
- Rosenstein, S. en Wyatt, J. (1997), Inside directors, board effectiveness, and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, N°. 44, p 230-231, 235
- Ryan, H.E. en Wiggins, R.A. (2004), Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, N°. 73, p 497-524
- Salter, M. (2003), Notes on corporate governance. *Journal of Strategic Management Education*, p 7-9
- Shleifer, A., en Vishny, R.W. (1986), Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, N°. 94 (5), p 462
- Shleifer, A., en Vishny, R.W. (1997), A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, N°. 52 (2), p 737-741, 769-771
- Short, H., Keasey, K. en Wright, M. (2000), Corporate governance: Accountability versus enterprise. *Papers on Economic Policy: Special Issue on Corporate Governance and the Reform of Company Law*, N°. 8, p 76
- Tricker, R.I. (2000), Corporate governance: a subject whose time has come. *Corporate Governance*, p 2-9
- Turnbull, S. (1997), Corporate governance: its scope, concerns and theories. *Corporate Governance*, N°. 5 (4), p 183, 189-190

Van Hulle, C. (1998), Is het systeem van corporate governance belangrijk? Op zoek naar de impact van verschillende modellen. in: De Bondt en Veugelers, Informatie en kennis in de economie, VWEC, Universitaire Pers, p 293-295

Weidenbaum, M. en Jensen, M. (1992), Modern corporations and private property. *Society*, p 101-102

Weir, C., Laing, D. en McKnight, P. (2002), Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, N°. 29, p 583, 594-599

Williamson, O. (1988), Corporate finance and corporate governance. *Journal of Finance*, N°. 43 (3), p 567-572

Yermack, D. (2004), Remuneration, retention, and reputation incentives for outside directors. *Journal of Finance*, N°. 59, p 4

Websites

<http://bradley.bradley.edu/~arr/bsm/model.html>, geraadpleegd op 1 maart 2006

<http://corp.gov.net>, geraadpleegd op 24 november 2005

http://en.wikipedia.org/wiki/Binomial_options_model, geraadpleegd op 1 maart 2006

<http://www.balieleuven.be/nl/codex2004.htm>, geraadpleegd op 17 februari 2006

<http://www.behoorlijkbestuur.be>, geraadpleegd op 12 mei 2006

<http://www.bng.nl>, geraadpleegd op 5 september 2005

<http://www.codebuysse.be>, geraadpleegd op 12 mei 2006

<http://www.corporategovernancecommittee.be>, geraadpleegd op 6 september 2005

<http://www.ecgi.org>, geraadpleegd op 12 mei 2006

<http://www.encycogov.com/WhatIsGorpGov.asp>, geraadpleegd op 5 september 2005

<http://www.oecd.org>, geraadpleegd op 12 mei 2006

BIJLAGEN

Bijlage 1 Ondernemingen waarvoor gegevens werden verzameld

Tabel 42 Ondernemingen uit de steekproef

1	ABN AMRO HOLDING*	http://www.abnamro.com
2	ACCOR*	http://www.accor.com
3	AEGON*	http://www.aegon.com
4	AGFA-GEVAERT*	http://www.agfa.com
5	AGF-ASS.GEN.FRANCE*	http://www.agf.fr
6	AHOLD KON*	http://www.ahold.com
7	AIR FRANCE-KLM*	http://www.airfrance.fr
8	AIR LIQUIDE*	http://www.airliquide.com
9	AKZO NOBEL*	http://www.akzonobel.com
10	ALCATEL*	http://www.alcatel.com
11	ALSTOM RGPT*	http://www.alstom.com
12	APRR*	http://www.parisrhinrhone.fr
13	ARCELOR*	http://www.arcelor.com
14	ASF*	http://www.asf.fr
15	ASML HOLDING*	http://www.asml.com
16	ATOS ORIGIN*	http://www.atosorigin.com
17	AXA*	http://www.axa.com
18	BARCO	http://www.barco.com
19	BEKAERT	http://www.bekaert.com
20	BELGACOM*	http://www.belgacom.be
21	BNP PARIBAS*	http://www.bnpparibas.com
22	BOUYGUES*	http://www.bouygues.com
23	CAP GEMINI	http://www.capgemini.com
24	CARREFOUR	http://www.carrefour.com
25	CASINO GUICHARD*	http://www.groupe-casino.fr
26	CHRISTIAN DIOR	http://www.dior.com
27	COFINIMMO-SICAFI*	http://www.cofinimmo.com
28	COLRUYT	http://www.colruyt.be
29	CORIO*	http://www.corio-eu.com
30	CORUS GROUP*	http://www.corusgroup.com
31	CREDIT AGRICOLE	http://www.credit-agricole-sa.fr
32	DANONE*	http://www.groupedanone.fr
33	DASSAULT SYSTEMES*	http://www.3ds.com
34	DELHAIZE GROUP*	http://www.delhaizegroep.com
35	DEXIA*	http://www.dexia.com
36	DSM KON*	http://www.dsm.com
37	EADS	http://www.eads.net
38	EDF	http://www.edf.fr
39	ESSILOR INTERNATIONAL*	http://www.essilor.com

40	EURONEXT*	http://www.euronext.com
41	FORTIS*	http://www.fortis.com
42	FRANCE TELECOM*	http://www.francetelecom.fr
43	GAZ DE FRANCE	http://www.gazdefrance.com
44	GBL*	http://www.gbl.be
45	HEINEKEN*	http://www.heinekeninternational.com
46	HERMES INTERNATIONAL	http://www.hermes-international.com
47	IMERYS*	http://www.imerys.com
48	INBEV	http://www.inbev.com
49	ING GROEP*	http://www.ing.com
50	JC DECAUX SA.*	http://www.jcdecaux.fr
51	KBC*	http://www.kbc.com
52	KLEPIERRE*	http://www.klepierre.com
53	KPN KON*	http://www.kpn.com
54	LAFARGE*	http://www.lafarge.com
55	LAGARDERE S.C.A.*	http://www.lagardere.com
56	L'OREAL	http://www.loreal-finance.com
57	LVMH*	http://www.lvmh.fr
58	METROPOLE TV*	http://www.m6.fr
59	MICHELIN	http://www.michelin.com
60	MOBISTAR*	http://www.mobistar.be
61	NATIONALE PORTEFEUILLE	http://www.cnp.be
62	NUMICO*	http://www.numico.com
63	OMEGA PHARMA	http://www.omega-pharma.be
64	PAGESJAUNES	http://www.bienvenue.pagesjaunes.fr
65	PERNOD RICARD*	http://www.pernod-ricard.fr
66	PEUGEOT	http://www.psa.fr
67	PHILIPS KON*	http://www.philips.com
68	PPR*	http://www.pprgroup.com
69	PUBLICIS GROUPE SA	http://www.publicis.com
70	RANDSTAD*	http://www.randstad.com
71	REED ELSEVIER*	http://www.reedelsevier.com
72	RENAULT*	http://www.renault.com
73	RODAMCO EUROPE*	http://www.rodamco.com
74	ROYAL DUTCH SHELLA*	http://www.shell.com
75	SAFRAN*	http://www.safran-group.com
76	SAINT GOBAIN*	http://www.saint-gobain.com
77	SANEF	http://www.sanef.com
78	SANOFI-AVENTIS	http://www.sanofi-aventis.com
79	SCHNEIDER ELECTRIC*	http://www.schneider-electric.com
80	SES GLOBAL FDR	http://www.ses-global.com
81	SOCIETE GENERALE*	http://www.societegenerale.fr
82	SODEXHO ALLIANCE*	http://www.sodexo.com

83	SOLVAY*	http://www.solvay.com
84	STMICROELECTRONICS*	http://www.st.com
85	SUEZ*	http://www.suez.com
86	TECHNIP*	http://www.technip.com
87	TF1	http://www.tf1finance.fr
88	THALES*	http://www.thalesgroup.com
89	THOMSON (EX:TMM)	http://www.thomson.net
90	TNT*	http://www.tnt.com
91	TOTAL*	http://www.total.com
92	UCB*	http://www.ucb-group.com
93	UMICORE*	http://www.unicore.com
94	UNIBAIL	http://www.unibail.com
95	UNILEVER*	http://www.unilever.com
96	VEOLIA ENVIRONNEMENT*	http://www.veoliaenvironnement-finance.com
97	VINCI (EX.SGE)*	http://www.vinci.com
98	VIVENDI UNIVERSAL*	http://www.vivendiuniversal.com
99	VNU*	http://www.vnu.com
100	WOLTERS KLUWER*	http://www.woltersklower.com

Bron: Eigen creatie

* Onderneming waarvan alle gegevens met betrekking tot de vergoedingen zijn verzameld.

Bijlage 2 Skewness, Kurtosis en Jarque-Bera in verband met de normale verdeling

Deze drie gegevens zijn in zekere zin allemaal parameters voor de normale verdeling. Voor een normaal verdeelde variabele wordt verondersteld dat de Skewness gelijk is aan nul en de Kurtosis gelijk aan 3. Op basis daarvan kan vervolgens de Jarque-Bera (JB) statistiek worden berekend, die voor een normaal verdeelde variabele verondersteld wordt gelijk te zijn aan 0 (Gujarati, 2003). Hieronder staat de formule om de JB statistiek te berekenen:

$$JB = n \left[\frac{S^2}{6} + \frac{(K - 3)^2}{24} \right]$$

Met $n = N$ (grootte van de steekproef)

S = Skewness

K = Kurtosis

Tabel 43 Skewness, Kurtosis en Jarque-Bera statistiek

	N	Skewness		Kurtosis		Jarque-Bera
	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error	
LedenRvb	98	,172	,244	-,478	,483	49,87
%insiders	98	,872	,244	-,433	,483	60,53
%outsider	98	,102	,244	-,686	,483	55,66
%grey	98	,205	,244	-,768	,483	58,66
%eqbased	75	-,127	,277	-1,118	,548	53,19
Loonpb	75	4,602	,277	23,772	,548	1613,03
Vastpb	75	1,627	,277	3,766	,548	34,93
Eqbapb	75	4,561	,277	22,970	,548	1506,22
Ambtceo	98	1,459	,244	1,618	,483	42,55
Omzet04	98	5,324	,244	37,391	,483	5292,37
Groei	98	1,703	,244	6,802	,483	106,39
ROE2004	98	-,969	,244	9,500	,483	187,84
Lnloonpb	75	,714	,277	1,438	,548	14,00
Lnvastpb	75	-,136	,277	,439	,548	20,72
Lneqbapb	75	-1,349	,277	,287	,548	45,75
Lnambt	98	,027	,244	-1,058	,483	67,25
Lnomzet	98	-,440	,244	-,124	,483	43,01

Bron: Eigen verwerking

Uit de tabel blijkt dat een aantal variabelen ook hier sterk afwijken van de normale verdeling. Vooral de variabelen 'Loonpb', 'Eqbapb' en 'Omzet 04' lijken af te wijken van de normale verdeling aangezien ze op alle drie de statistieken een hoge waarde vertonen. Het

nemen van het logaritme zorgt telkens voor een reducerend effect. Opvallend in de tabel is dat de variabele 'Ambtceo', die bij de Kolmogorov-Smirnov test niet normaal verdeeld bleek te zijn, op alle drie de statistieken geen sterk afwijkende score heeft.

Bijlage 3 Testen van het gemiddelde van de overige resultaten

Tabel 44 T-test Dualiteit versus LedenRvb

N = 98	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
LedenRvb	5,176	,025	-4,217	83,809	,000	11,39	14,41

Equal variances not assumed

Grouping Variable: Dualiteit0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 45 MWU-test Dualiteit versus LedenRvb

N = 98	Dualiteit0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		LedenRvb
LedenRvb	0	66	41,61	2746,00	Mann-Whitney U	535,000
	1	32	65,78	2105,00	Z	-3,960
	Total	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

Grouping Variable: Dualiteit0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 46 T-test LedenRvb versus %insiders

N = 98	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
%insiders	1,257	,265	-3,208	96	,002	,08104	,16465

Equal variances assumed

Grouping Variable: LedenRvb0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 47 MWU-test LedenRvb versus %insiders

N = 98	LedenRvb0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		%insiders
%insiders	0	50	40,08	2004,00	Mann-Whitney U	729,000
	1	48	59,31	2847,00	Z	-3,459
	Total	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,001

Grouping Variable: LedenRvb0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 48 T-test LedenRvb versus %outsider

N = 98	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
%outsider	4,301	,041	4,890	91,270	,000	,6834600	,4681458

Equal variances not assumed

Grouping Variable: LedenRvb0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 49 MWU-test LedenRvb versus %outsider

N = 98	LedenRvb0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		%outsider
%outsider	0	50	62,04	3102,00	Mann-Whitney U	573,000
	1	48	36,44	1749,00	Z	-4,460
	Total	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

Grouping Variable: LedenRvb0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 50 T-test Omzet versus %outsider

N = 98	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
%outsider	,272	,603	-1,627	96	,107	,5383469	,6176531

Equal variances assumed

Grouping Variable: Omzet0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 51 MWU-test Omzet versus %outsider

N = 98	Omzet0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		%outsider
%outsider	0	49	45,14	2212,00	Mann-Whitney U	987,000
	1	49	53,86	2639,00	Z	-1,519
	Total	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,129

Grouping Variable: Omzet0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 52 T-test %outsider versus Lnlooppb

N = 75	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
Lnlooppb	,132	,717	-1,545	73	,127	11,090525	11,416472

Equal variances assumed

Grouping Variable: %outsider0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 53 MWU-test %outsider versus Lnlooppb

N = 75	%outsider0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		Lnlooppb
Lnlooppb	0	33	33,12	1093,00	Mann-Whitney U	532,000
	1	42	41,83	1757,00	Z	-1,718
	Total	75			Asymp. Sig. (2-tailed)	,086

Grouping Variable: %outsider0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 54 T-test Dualiteit versus Lnambt

N = 98	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
Lnambt	5,660	,019	-2,726	48,837	,009	1,187807	1,794546

Equal variances not assumed

Grouping Variable: Dualiteit0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 55 MWU-test Dualiteit versus Lnambt

N = 98	Dualiteit0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		Lnambt
Lnambt	0	66	43,52	2872,50	Mann-Whitney U	661,500
	1	32	61,83	1978,50	Z	-3,012
	Total	98			Asymp. Sig. (2-tailed)	,003

Grouping Variable: Dualiteit0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 56 T-test Loonpb versus %eqbased

N = 75	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means				
	F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Group0	Mean Group1
%eqbased	,018	,894	-6,503	73	,000	,27068	,63167

Equal variances assumed

Grouping Variable: Loonpb0_1

Bron: Eigen verwerking

Tabel 57 MWU-test Loonpb versus %eqbased

N = 75	Loonpb0_1	N	Mean Rank	Sum of Ranks		%eqbased
%eqbased	0	38	24,95	948,00	Mann-Whitney U	207,000
	1	37	51,41	1902,00	Z	-5,273
	Total	75			Asymp. Sig. (2-tailed)	,000

Grouping Variable: Loonpb0_1

Bron: Eigen verwerking

Bijlage 4 OLS-regressie met correctie voor heteroscedasticiteit

In onderstaande tabel wordt een OLS-regressie weergegeven waarbij een correctie voor heteroscedasticiteit werd aangebracht, een zogenaamde 'regression with robust standard errors'.

Tabel 58 OLS-regressie prestatiegericht loon - correctie voor heteroscedasticiteit

N = 75	B	Std. Error	t	Sig.
(Constant)	-,347	,264	-1,320	,192
LEDENRVB	-,006	,012	-,520	,602
%OUTSIDER	-,454	,202	-2,250	,028
DUALITEIT	-,044	,078	-,560	,576
LNAMBT	,001	,036	,040	,972
LNOMZET	,129	,030	4,260	,000
	F(5, 69)	Sig.	R ²	R
	5,94	,000	,314	,560

Bron: Eigen verwerking

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 en uw akkoord te verlenen.

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:
**Beloning van bestuurders, de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en
barrières voor een effectieve controle**

Richting: **Handelsingenieur**

Jaar: **2006**

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

Deze toekenning van het auteursrecht aan de Universiteit Hasselt houdt in dat ik/wij als auteur de eindverhandeling, - in zijn geheel of gedeeltelijk -, vrij kan reproduceren, (her)publiceren of distribueren zonder de toelating te moeten verkrijgen van de Universiteit Hasselt.

U bevestigt dat de eindverhandeling uw origineel werk is, en dat u het recht heeft om de rechten te verlenen die in deze overeenkomst worden beschreven. U verklaart tevens dat de eindverhandeling, naar uw weten, het auteursrecht van anderen niet overtreedt.

U verklaart tevens dat u voor het materiaal in de eindverhandeling dat beschermd wordt door het auteursrecht, de nodige toelatingen hebt verkregen zodat u 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 u als auteur(s) van de eindverhandeling identificeren en zal geen wijzigingen aanbrengen aan de eindverhandeling, uitgezonderd deze toegelaten door deze licentie

Ik ga akkoord,

Gert VANDEWAERDE

Datum: