

Kenmerken en effecten van bonussystemen en corporate governance

Anastasia Kazhuro

promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Woord vooraf

Deze masterproef met als onderwerp: "Kenmerken en effecten van bonussystemen en corporate governance" werd geschreven om de graad van Master in Toegepaste Economische Wetenschappen met afstudeerrichting Accountancy en Financiering te behalen en mag dus als een afsluiting gezien worden van mijn studies aan de Universiteit Hasselt.

Gedurende het voorbije jaar heb ik kunnen rekenen op zowel professionele begeleiding als op persoonlijke ondersteuning bij het schrijven van mijn masterproef. Aangezien deze verhandeling niet mogelijk was geweest zonder de hulp van een aantal personen wil ik ze graag bij deze bedanken.

Eerst en vooral gaat mijn dank uit naar mijn promotor, prof. dr. Roger Mercken, voor zijn adviezen, deskundige ondersteuning en opbouwende kritiek bij het tot stand brengen van deze masterproef.

Daarnaast wil ik ook graag mijn ouders, mijn zus en mijn vriend bedanken voor de kansen die zij mij geboden hebben en voor hun morele, materiële en financiële steun gedurende mijn hele studieloopbaan. Eveneens verdienen mijn familie en vrienden een woord van dank voor hun aanmoedigingen en steun.

Mei, 2010

Anastasia Kazhuro

Samenvatting

De internationale financiële crisis van 2008 maakte thema's zoals corporate governance, risicomanagement, prestatiebeoordeling van topmanagers en belonings- en bonussystemen weer zeer actueel. Er is opnieuw commotie ontstaan over managers en hun prestaties, en deze keer is het vooral *pay-for-performance* dat veel aandacht krijgt. Veel bedrijven hebben grote moeilijkheden gekend, andere zijn zelfs over de kop gegaan, en toch zien ze hun topmanagers soms met hoge ontslagpremies vertrekken. Ook royale bonussen voor het personeel van bedrijven die een beroep moesten doen op overheidshulp en dus op belastingsgeld, stuiten op veel weerstand. De controverse over de relatie tussen de beloning en de prestaties van topmanagers zorgt niet alleen voor vragen bij bedrijven, maar ook bij de diverse externe belanghebbenden.

Over kortetermijnbestuursbeloning, zoals bonussen, is er relatief weinig onderzoek verricht in België, hoewel dit onderwerp een zeer belangrijke plaats inneemt op het gebied van corporate governance. Het leek me daarom zeer relevant om meer inzicht te verwerven in de beloningssystemen van topmanagers in België.

De variabele vergoedingen staan ter discussie omwille van hun omvang, maar meer nog omwille van hun effectiviteit. Daarom is de doelstelling van mijn onderzoek tweedelig. Enerzijds zal ik nagaan of dergelijke beloningen beantwoorden aan de Corporate Governance Code vanuit Belgisch perspectief; anderzijds wil ik ook proberen de bedrijfseconomische rationaliteit ervan te toetsen aan theoretische modellen.

De kernvraag van dit onderzoek is: "***Zijn de beloningspraktijken van topmanagers van Belgische beursgenoteerde ondernemingen in overeenstemming met de Corporate Governance Code en zijn ze theoretisch economisch te rechtvaardigen?***"

De masterproef bestaat uit twee delen. Eerst is er een uitgebreide en gedetailleerde literatuurstudie uitgevoerd, waarin de problematiek aan de hand van een aantal deelvragen opgehelderd wordt. Er is onderzoek verricht naar corporate governance en de theorieën eromheen zoals *agency theory*, *managerial power theory* en *managerialism*. Deze werden gekoppeld aan de hoofdproblematiek omtrent beloningssystemen. Verder werden de vijf meest bekende initiatieven in het corporate governance domein toegelicht: de Belgische Corporate Governance Code, de Code Buysse, de wet van 2 augustus 2002 en de wetten op het auditcomité en het remuneratiecomité. Daarnaast zijn een aantal statistische determinanten onderzocht die volgens eerder onderzoek een effect zouden kunnen hebben op de hoogte van de variabele beloningscomponent. Nadat al de verschillende begrippen en theoretische inzichten verklaard zijn, is er overgegaan tot het empirisch onderzoek.

In de tweede stap is er een praktijkgericht onderzoek uitgevoerd waarin de relatie tussen de jaarlijkse bonussen en enkele mogelijke determinanten bestudeerd werd. Aangezien ik bonuspraktijken uit Belgisch perspectief wilde bestuderen, heb ik me dus beperkt tot Belgische bedrijven en daarbinnen enkel tot beursgenoteerde ondernemingen omdat die het meeste informatie inzake bonussen verstrekken in hun jaarverslag. Omwille van het kleine aantal beursgenoteerde ondernemingen in België zal de populatie eveneens de steekproef zijn, met die verstande dat uiteraard enkel ondernemingen met rapportering inzake bonussen kunnen opgenomen worden. De gegevens met betrekking tot de beloning van managers zijn afkomstig uit de gepubliceerde jaarverslagen van de afgelopen drie jaar, namelijk van 2006 tot en met 2008. De statistische verwerking en analyse zijn voornamelijk gebeurd via het softwarepakket SPSS.

Na het verzamelen van de gegevens en het opmaken van een databank werd er overgegaan tot het uitvoeren van de analyses. In eerste instantie werd de evolutie van de bonussen en hun *pay-out* voor de periode van 2006 tot en met 2008 bestudeerd. Een algemene conclusie hiervoor was dat de gemiddelde variabele vergoeding gedaald is voor zowel de CEO's als voor de bestuurders. Een mogelijke verklaring hiervan is de internationale financiële crisis van 2007/2008. Na het bestuderen van de evolutie werden een vijftal hypothesen getest met behulp van univariate en

multivariate testen. Uit de univariate testen blijkt dat vooral de bonus van een CEO gerelateerd is aan een aantal determinanten, die ook besproken werden in de literatuurstudie. Het gaat om de volgende drie determinanten: de grootte van de raad van bestuur, de grootte van de onderneming (het totaal der activa) en de ondernemingsprestaties (de winst).

Inhoudsopgave

Woord vooraf

Samenvatting

Inhoudsopgave

HOOFDSTUK 1: Probleemstelling	- 8 -
1.1 Praktijkprobleem: omschrijving en situering	- 9 -
1.2 Centrale onderzoeksvraag.....	- 11 -
1.3 Deelvragen	- 12 -
1.4 Besluit.....	- 15 -
HOOFDSTUK 2: Corporate Governance en het remuneratiebeleid	- 16 -
2.1 Inleiding	- 17 -
2.2 Omschrijving van het begrip corporate governance	- 18 -
2.3 Corporate governance in een internationale context	- 20 -
2.3.1 Het Angelsaksische systeem	- 22 -
2.3.2 Het Germaanse systeem	- 23 -
2.3.3 Het Latijnse systeem	- 24 -
2.3.4 Het Japanse systeem	- 24 -
2.4 Corporate governance in België	- 26 -
2.4.1 De Belgische Corporate Governance Code	- 26 -
2.4.2 De Code Buyse	- 31 -
2.4.3 De wet van 2 augustus 2002	- 32 -
2.4.4 De wet op het auditcomité.....	- 33 -
2.4.5 De wet met betrekking tot het remuneratiecomité.....	- 34 -
2.5 Besluit.....	- 37 -

HOOFDSTUK 3: De <i>agency</i>-theorie en het remuneratiebeleid.....	- 39 -
3.1 Het situeren van de principaal-agentproblematiek.....	- 40 -
3.2 De <i>agency</i> -kosten.....	- 41 -
3.3 Managerial power-theorie	- 43 -
3.3.1 De leidinggevende machtsbenadering	- 43 -
3.3.2 De optimale contractbenadering.....	- 45 -
3.4 <i>Behavior-oriented</i> en <i>outcome-oriented</i> contracten	- 45 -
3.5 Managerialisme	- 46 -
3.6 Controlemechanismen	- 47 -
3.6.1 Interne controlemechanismen.....	- 48 -
3.6.2 Externe controlemechanismen	- 48 -
3.7 Besluit.....	- 49 -
HOOFDSTUK 4: De beïnvloedende factoren van CEO-beloningssystemen.....	- 51 -
4.1 Term ' <i>Executive</i> '	- 52 -
4.2 <i>Executive</i> -compensation	- 52 -
4.2.1 Vaste vergoeding: basissalaris	- 53 -
4.2.2 Variabele vergoeding: jaarlijkse bonus.....	- 54 -
4.2.3 Variabele vergoeding: aandeelgerelateerde voordelen.....	- 55 -
4.2.4 Overige: aanwervings- en beëindigingsvergoeding	- 56 -
4.2.5 Overige: andere vergoedingen en voordelen.....	- 57 -
4.3 De beïnvloedende factoren.....	- 57 -
4.3.1 Raad van bestuur	- 57 -
4.3.2 Ondernemingsspecifieke variabelen	- 63 -
4.4 Besluit.....	- 66 -
HOOFDSTUK 5: Praktijkonderzoek	- 68 -
5.1 Dataverzameling	- 69 -
5.2 Variabelen	- 71 -

5.2.1 Afhankelijke variabelen	- 71 -
5.2.2 Onafhankelijke variabelen	- 72 -
5.3 Empirische resultaten.....	- 75 -
5.3.1 Beschrijvende statistiek	- 75 -
5.3.2 Evolutie van de bonus en de <i>bonuspay-out</i>	- 77 -
5.3.3 Normale verdeling	- 80 -
5.3.4 Univariante analyse: toetsen van de hypothesen.....	- 83 -
5.3.5 Multipale regressie	- 93 -
HOOFDSTUK 6: Conclusie	- 101 -

Lijst van tabellen

Lijst van figuren

Lijst van de geraadpleegde werken

Bijlagen

HOOFDSTUK 1: Probleemstelling

In het eerste hoofdstuk van deze masterproef wordt in paragraaf 1 de omschrijving en de situering van het praktijkprobleem besproken. Daarna wordt aandacht besteed aan het formuleren van de centrale onderzoeksvraag in paragraaf 2 en het toelichten van de deelvragen in paragraaf 3. In de laatste paragraaf zal een kort besluit van dit hoofdstuk worden opgenomen.

1.1 Praktijkprobleem: omschrijving en situering

De centrale doelstelling van de meeste beursgenoteerde ondernemingen is het maximaliseren van hun langetermijnmarktwaarde. Deze primaire doelstelling wordt tegenwoordig vooral gemeten aan de hand van de aandelenkoers, terwijl men traditionele meeteenheden, zoals omzet of winst, links laat liggen. Een optimale aandelenkoers heeft talrijke voordelen voor de onderneming. Zo kunnen de managers overnames makkelijker financieren met de uitgave van de nieuwe aandelen. Dankzij deze nieuwe aandelen zijn ook andere investeringen mogelijk. Een gunstige aandelenkoers is niet enkel goed voor de groei van de onderneming, maar ook voor de managers en bestuurders zelf. Deze kunnen genieten van een sterker imago en een hogere beloning die bepaald wordt door bonus- en optieregelingen.

In sommige gevallen worden managers sterk gedreven door hun eigenbelang en houden zij weinig rekening met ethiek. Geld, macht en status spelen meestal een belangrijke rol in dit concept. Vele strategieën met enkel kortetermijndoelstellingen behoren evenwel tot de falende strategieën. Ook zijn dergelijke managers dikwijls te opportunistisch en nemen ze daardoor teveel risico's. In de overtuiging onaantastbaar en onschendbaar te zijn, maakten een aantal topmanagers misbruik van hun positie. Het gaat van frauderen met de bedrijfsresultaten, oplichten van de fiscus tot creatieve weergave van de marktpositie van de onderneming om het beeld in een gewenste richting te sturen. Door een gebrek aan corporate governance en ook door gebrekkige interne controle komt deze fraude niet direct aan het licht. Dit kan aangetoond worden met tal van bekende voorbeelden zoals Enron en Picanol.

Een van de bekendste financiële schandalen in de wereld was natuurlijk dat van het Amerikaanse energiebedrijf Enron. Enron is ontstaan in 1986 door een fusie van twee kleinere energiebedrijven uit Texas en Nebraska. Eind twintigste eeuw werd Enron als een groot voorbeeld gezien van de nieuwe economie en stond deze onderneming als zevende grootste onderneming van de VS genoteerd. Enron haalde miljoenen binnen door het exploiteren van de kansen die er waren dankzij de deregulering van de energiemarkten in de VS. Met het verkopen van luchtkastelen bleven de

beursnoteringen stijgen. Het bedrijf bleef benadrukken hoeveel omzet en winst het haalde, maar in feite bleek het echte resultaat helemaal niet gunstig te zijn. Uit het fraudeonderzoek bleek dat de top van het bedrijf miljoenen dollars aan bonussen binnenhaalde, terwijl investeerders en personeel hun zuurverdiende spaargeld in rook zagen opgaan. De Enron-fraude is niet enkel te wijten aan een extreme vorm van Anglo-Amerikaans kapitalisme en aan een te vergaande deregulering van de energie- en financiële markten, maar vooral aan falende corporate governance (Deaken & Konzelmann, 2004).

In België ontstond in 2004 ophef over het vergoedingspakket van de topman van de beursgenoteerde familiale onderneming Picanol, Jan Coene. Uit de onthullingen bleek dat hij in drie jaar tijd ruimschoots 22 miljoen euro als vergoeding kreeg, terwijl het jaarverslag 2003 slechts 3,7 miljoen euro vermeldde voor de hele bedrijfstop (totale brutovergoeding van het 17 leden tellende managementteam, inclusief CEO, met inbegrip van alle variabele vergoedingen). In het Picanol-jaarverslag van 2003 kan men volgende bestanddelen van het oorspronkelijke vergoedingspakket vinden: een vaste jaarlijkse brutovergoeding en groepsverzekering van in totaal 1.250.000 euro en een bonusregeling (drie procent van de waardeinstijging van de Picanol Group over een driejarige periode), wat resulteert in een bonus voor de periode 2001-2003, vervroegd uitbetaald voor 2001-2002 in 2003, voor een brutobedrag van 6.130.032 euro, die neerwaarts moet worden aangepast voor 2003 in 2004 voor een brutobedrag van 348.745,98 euro. Daarnaast ontving Jan Coene ook een bruto welkomstprijmie van 6,6 miljoen euro (Picanol Group Jaarverslag 2003). Na de openbaarmaking van dit salarisschandaal moest Jan Coene ontslag nemen bij Picanol en ook bij het Belgische telefoonbedrijf Belgacom waar hij ook een topfunctie bekleedde. Met zijn buitensporige loon zou Coene naar verluid de best betaalde Belgische manager ooit zijn geweest. Naar aanleiding van dit salarisschandaal kwam het corporate governance gebeuren in België in een stroomversnelling. Op die manier wil men onder anderen vermijden dat topmanagers al te hoge lonen ontvangen zonder dat de aandeelhouders van iets weten (Dendooven, 2004).

Uit bovenstaande voorbeelden lijkt het alsof de hebzucht het heeft gewonnen van het gezonde verstand en dat er een strengere regelgeving nodig is. Hoewel dit zeker niet mag veralgemeend worden, is het duidelijk dat de verleiding voor sommigen te groot is geworden.

Om gelijkaardige problemen te voorkomen hebben veel landen een nieuwe wet- en regelgeving ingevoerd, denk aan de Sarbanes-Oxley-wet in Verenigde Staten; de Wet van 2 augustus 2002, de Code Lippens en de Code Buysse in België; de Code Tabaksblat in Nederland. Met deze regelgevingen wordt een betere corporate governance praktijk beoogd van overheidswege en vanuit de verschillende *stakeholders*, die ervoor dient te zorgen dat de geloofwaardigheid en de betrouwbaarheid van de financiële verslaggeving verbeteren.

De internationale financiële crisis van 2008 maakte thema's zoals corporate governance, risicomanagement, prestatiebeoordeling van de topmanagers en belonings- en bonussystemen weer zeer actueel. Er is opnieuw commotie ontstaan over managers en hun prestaties, maar deze keer is het *pay-for-performance* dat veel aandacht eist. Veel bedrijven hebben grote moeilijkheden gekend, andere zijn zelfs over de kop gegaan, en toch zien ze hun topmanagers soms met hoge ontslagpremies vertrekken. Een bekend voorbeeld hiervan is ex-Fortis-topman Gilbert Mittler. Deze topmanager ontving vier miljoen euro als ontslagvergoeding en werd bovendien doorbetaald voor zijn diensten als adviseur bij Fortis, terwijl de onderneming in grote moeilijkheden kwam. Ook royale bonussen voor het personeel van bedrijven die een beroep moesten doen op overheidshulp en dus op belastinggeld stuiten op veel weerstand. De controverse over de relatie tussen de beloningen en de prestaties van topmanagers zorgt niet alleen voor vragen bij bedrijven, maar ook bij de diverse externe belanghebbenden.

1.2 Centrale onderzoeksvraag

Over kortetermijnbestuursbeloning, zoals bonussen, is er relatief weinig onderzoek verricht in België, maar toch neemt dit onderwerp een zeer belangrijke plaats in op het gebied van corporate

governance. Het lijkt me daarom zeer relevant om meer inzicht te verwerven in de beloningssystemen van topmanagers. Zijn deze systemen bedrijfseconomisch verantwoord en wat denkt de buitenwereld erover? Stimuleren zij de managers trouw te zijn aan het bedrijf of vooral aan zichzelf?

De variabele vergoedingen staan ter discussie omwille van hun omvang (waarbij sommige maatschappelijke groepen dergelijke grote bedragen onethisch vinden, of bezwaren hebben tegen de manier waarop dergelijke vergoedingen worden toegekend), maar misschien meer nog omwille van hun effectiviteit. Daarom is de doelstelling van mijn onderzoek tweedelig. Enerzijds zal ik nagaan of dergelijke beloningen beantwoorden aan de Belgische Corporate Governance Code, anderzijds wil ik ook de bedrijfseconomische rationaliteit toetsen aan theoretische modellen.

De kernvraag van dit onderzoek luidt als volgt: ***“Zijn de beloningspraktijken voor topmanagers van Belgische beursgenoteerde ondernemingen in overeenstemming met de Corporate Governance Code en zijn ze theoretisch economisch te rechtvaardigen?”***

Deze vraag kunnen we ook als centrale onderzoeksvraag beschouwen.

Volgens Wetering, De Loo en Spekreijse (2003) is er sprake van economisch rechtvaardiging wanneer de bouwstenen van de beloningssystemen, de prestatiestandaarden, de prestatiemaatstaven en de beloningsvormen zodanig worden gekozen dat zij bijdragen tot de waardemaximalisatie van de onderneming. Dit doel kan bereikt worden wanneer de gekozen prestatiebeloningsstructuur de belangen van de topbestuurders koppelt aan de langetermijnbelangen van de aandeelhouders.

1.3 Deelvragen

Omwille van het feit dat de centrale onderzoeksvraag veel te complex is en daarom moeilijk direct te onderzoeken zou zijn, gaat er gewerkt worden met een aantal deelvragen met betrekking tot

enkele meer afgelijnde topics. De verwerking van deze deelvragen zal een stabielere basis leggen voor het bieden van een antwoord op de centrale onderzoeksvraag.

In het eerste topic wordt nagegaan welke rol het corporate governance stelsel speelt in het beloningssysteem van de *Chief Executive Officer* (CEO). Er zijn onder anderen in de VS en in Europa tal van wetgevende initiatieven betreffende corporate governance genomen met het oog op het organiseren van machtsverhoudingen binnen de vennootschap om na te streven dat aan elke belanghebbende een optimaal rendement wordt geboden, zonder daarbij andere belanghebbenden van de vennootschap te benadelen. De vijf meest bekende Belgische initiatieven in het corporate governance domein zijn de wet van 2 augustus 2002, de Belgische Corporate Governance Code, de Code Buysse, de wet op het Auditcomité en de wet met betrekking tot het remuneratiecomité. Het remuneratiebeleid van de *executives* en van de bestuurders komt vaak in deze regelgevende initiatieven voor. Zo bevat de Corporate Governance Code een apart principe waarin wordt nagegaan of de bestuurders en de leden van het uitvoerend management op een billijke en verantwoorde wijze door de vennootschap worden vergoed. Door het Belgische corporate governance gebeuren te plaatsen in een internationale context en door het bestuderen van de regelgevingen zal de rol van corporate governance in het beloningssysteem van de CEO duidelijker worden.

De eerste deelvraag luidt: welke rol speelt het corporate governance gebeuren in het beloningssysteem van de topmanagers van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?

In het tweede topic wordt de CEO-compensatie als onderdeel van het theoretische principaal-agentprobleem bestudeerd. In het wetenschappelijke onderzoek wordt dit model algemeen aanvaard als basis van het corporate governance gebeuren. De principaal, in ons geval aandeelhouder, stelt een agent, manager, aan om in zijn naam en voor zijn rekening aandeelhouderswaarde te creëren. Maar managers handelen niet noodzakelijk in het belang van de aandeelhouders, omdat tenslotte het 'wezen van de mens' risicoavers, begrensd-rationeel en *self-intrested* is. Hieruit kunnen we een probleem domein afleiden, namelijk de relatie waarin de

principaal en agent gedeeltelijk verschillende doelstellingen en risicopreferenties hebben en de poging hieraan tegemoet te komen door een aangepast remuneratiebeleid.

De tweede deelvraag luidt: Hoe kan het beloningssysteem van de topmanagers van Belgische beursgenoteerde ondernemingen worden gebruikt als verklaring voor het oplossen van het principaal-agentprobleem?

De derde deelvraag heeft betrekking op de praktijk. Hoe heeft het gebruik van bonussen en andere vormen van variabele beloning zoals opties en aandelen zich ontwikkeld in de Belgische situatie? Hewitt Associates B.V. heeft in 2006 een onderzoek uitgevoerd naar de beloning van topbestuurders bij Nederlandse beursgenoteerde organisaties in de periode van 2002 tot 2005. Uit dit onderzoek blijkt dat de kortetermijnbonusuitkering in 2005 sterk gestegen is ten opzichte van 2002 en 2004. Gemiddeld was de werkelijke bonusuitkering in 2005 voor de CEO € 444.660 tegenover € 243.296 in 2002 en 364.975 in 2004, wat een toename betekent van 21,8 procent. De bonusuitkering van de CEO in 2005 bedroeg 65 procent van het basissalaris. Op basis van dit onderzoek zouden wij kunnen verwachten dat ook de bonussen van de CEO van Belgische beursgenoteerde ondernemingen een stijgende lijn zullen kennen over de beschouwde jaren 2006-2008, eventueel te corrigeren voor conjuncturele factoren. Verder wil ik me toespitsen op de verhouding tussen de jaarlijkse bonus en het basissalaris.

De vierde deelvraag luidt: hoe evolueerde de gemiddelde CEO-bonus en de *bonuspay-out* voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen in de periode 2006-2008?

Met de vijfde en meest onderzoeksintensieve deelvraag zullen enkele statistische determinanten worden bestudeerd die een rol kunnen spelen bij de bepaling van de CEO-bonus. Uit een beperkte literatuurstudie bij de aanvang van mijn onderzoek zijn de volgende determinanten naar voren gekomen: het aantal externe leden in de raad van bestuur, de grootte van de raad van bestuur, de ondernemingsprestatie en de ondernemingsgrootte. Mogelijk zal ons verder onderzoek nog andere potentiële determinanten kunnen identificeren waarna de invloed ervan op de beloning van de CEO

van Belgische beursgenoteerde ondernemingen zal worden nagegaan. Het gaat hier dus om factoren die statistisch invloed kunnen uitoefenen op de hoogte van de bonus, niet om instrumentele factoren die effectief gebruikt worden in de arbeidsovereenkomsten met de managers of om factoren die effectief bewezen hebben een goede relatie tussen managementprestatie en ondernemingswaarde te bewerkstelligen. Voor dat soort onderzoek zou veel meer gedetailleerde informatie over het bonusbeleid moeten beschikbaar zijn, wat in België nog veraf lijkt te zijn.

De vijfde onderzoeksvraag luidt: welke statistische determinanten spelen een rol bij het bepalen van de bonus?

1.4 Besluit

Uit dit hoofdstuk kan worden afgeleid dat de centrale onderzoeksvraag: "***Zijn de beloningspraktijken voor topmanagers van Belgische beursgenoteerde ondernemingen in overeenstemming met de Corporate Governance code en zijn ze theoretisch economisch te rechtvaardigen?***" aan de hand van de volgende vier deelvragen zal worden beantwoord:

- Welke rol speelt het corporate governance gebeuren in het beloningssysteem van de topmanagers van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?
- Hoe kan het beloningssysteem worden gebruikt als verklaring voor het oplossen van het principaal-agentprobleem?
- Hoe evolueerde de gemiddelde CEO-bonus en de *bonuspay-out* voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen in de periode 2006-2008?
- Welke beïnvloedende factoren spelen een rol bij het bepalen van de bonus in die ondernemingen?

HOOFDSTUK 2: Corporate Governance en het remuneratiebeleid

In dit hoofdstuk zal corporate governance in zijn ruime betekenis worden besproken. In paragraaf 1 wordt een korte inleiding gegeven waarin de oorsprong van de maatschappelijke vraag naar integer ondernemingsbestuur wordt gesitueerd. Daarna volgt een wetenschappelijke omschrijving van het begrip corporate governance (paragraaf 2). In paragraaf 3 wordt corporate governance geplaatst in een internationale context, waar vooral aandacht wordt besteed aan het Angelsaksische, Germaanse, Latijnse en Japanse corporate governance systeem. Ten slotte zal de situatie betreffende corporate governance in België worden toegelicht (paragraaf 4). In de allerlaatste paragraaf, namelijk paragraaf 5, zal hoofdstuk kort worden samengevat.

2.1 Inleiding

Ondanks het feit dat de term 'corporate governance' pas eind jaren zeventig is ontstaan en als een relatief nieuw onderzoeksgebied wordt beschouwd, is het concept van corporate governance al veel langer gekend.

Zo valt de oorsprong van de maatschappelijke vraag naar integer ondernemingsbestuur vrij vroeg in onze geschiedenis te situeren. In 1602 werd 's werelds eerste quasi-beursgenoteerde onderneming opgericht, de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC), waar kapitaal werd aangebracht door particulieren, terwijl de leiding door anderen werd gevoerd. Bij deze werd de scheiding van eigendom en leiding een realiteit. Veel onderzoekers, onder wie ook Tricker (2000), stellen dat problemen betreffende corporate governance ontstaan wanneer het eigendom van een entiteit wordt gescheiden van het management van deze entiteit. Door de splitsing in de VOC van het eigendom en het bestuur kwamen de belangen van de aandeelhouders in conflict met die van de bestuurders. Het feit dat de bestuurders geen verantwoording over hun beleid aflegden aan de *shareholders* en het feit dat ze geen mededelingen over de bedrijfsresultaten deden, wekte grote ontstemming bij de aandeelhouders van de VOC. De mede-eigenaars waren ook ontevreden over de gevoerde dividendpolitiek, de onduidelijke boekhouding en het gebrek aan de transparantie. De ontevreden aandeelhouders eisten toen al het recht om de directie te benoemen en hun salarissen aan te passen. In 1622 werd de VOC verplicht volledige openheid en transparantie van de boekhouding te bieden. Er werd ook een comité van negen personen opgericht, die gekozen werden uit de belangrijkste investeerders. Dit comité had als taken het management bij te staan en de financiële informatie van de VOC te analyseren (Frentrop, 2002).

Aan de hand van het bovenstaande voorbeeld kan men besluiten dat al in de zeventiende eeuw veel aandacht werd besteed aan de integriteit van het bestuur, de transparantie van het beleid, de verantwoording van de bestuurders aan de aandeelhouders en andere *stakeholders*, de risicobeheersing en het bepalen van de beloningen voor de bestuurders.

2.2 Omschrijving van het begrip corporate governance

Zoals hierboven is uitgelegd, is corporate governance niet nieuw, maar helaas bestaat er nog steeds geen eenduidige en algemeen aanvaarde definitie. In bredere zin heeft corporate governance betrekking op een beter beheer, een betere controle en verantwoording aan de aandeelhouders en andere *stakeholders* over strategie, resultaten en risicobeheersing.

In 1999 publiceerde de Organisatie voor Europese Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) een document getiteld 'Beginselen van Corporate Governance', waarin ze een mogelijke definitie gaf wat onder corporate governance mag worden verstaan. OESO definieerde het als volgt:

"Corporate governance betreft een geheel van betrekkingen tussen het management van een onderneming, de raad van bestuur, de aandeelhouders en andere belanghebbenden. Corporate governance verschaft tevens de structuur op grond waarvan de doelstellingen van de onderneming worden bepaald en de methoden worden vastgelegd om deze doelstellingen te bereiken en om toe te zien op de resultaten."

De Belgische Corporate Governance Code (2009), de voormalige Code Lippens, omschrijft corporate governance als een reeks regels en gedragingen die bepalen hoe vennootschappen worden bestuurd en gecontroleerd. Een goed corporate governance model zal zijn doel bereiken door het juiste evenwicht te vinden tussen leiderschap, ondernemerschap en prestatie enerzijds, alsook controle en conformiteit met deze regels anderzijds.

Denis en McConnell (2003) definiëren het begrip corporate governance in hun onderzoek *International Corporate Governance* als een set van mechanismen die *self-interested* managers beslissingen doet nemen, zodat de waarde van de onderneming gemaximaliseerd wordt. Verder in hun studie verwijzen zij naar interne en externe governance mechanismen, deze komen hier later aan bod.

Verschillende auteurs trachten het begrip corporate governance te omschrijven volgens hun eigen opvattingen en ervaringen. Enkele voorbeelden hiervan zijn:

- Shleifer & Vishny (1997): The ways in which the suppliers of finance to corporations assure themselves of setting a return on their investment.
- Moerland (1995): De wijze waarop ondernemingen worden bestuurd en gecontroleerd, alsook de wijze waarop daarover verantwoording wordt afgelegd aan de kapitaalverschaffers en andere *stakeholders*.
- Tirole (2001): The design of institutions that induce or force management to internalize the welfare of stakeholders.

Uit de voorgaande voorbeelden blijkt dat er geen eenduidige definitie bestaat. Corporate governance, ook wel deugdelijk vennootschapsbestuur genoemd, is een zeer breed concept en legt de klemtoon op een aantal aspecten. Het deugdelijk vennootschapsbestuur heeft vooral tot doel de machtsverhoudingen binnen de vennootschap zo te organiseren dat elke belanghebbende een optimaal rendement wordt geboden, zonder daarbij andere belanghebbenden van de vennootschap te benadelen.

De wanprestaties van sommige ondernemingen op het gebied van corporate governance hebben het vertrouwen in de kapitaalmarkten ernstig geschaad. Verschillende landen hebben ingezien dat er wetgevende initiatieven betreffende deugdelijk vennootschapsbestuur moeten worden genomen.

Alhoewel de Verenigde Staten het oorspronkelijke land was waar voor het eerst de regelgeving omtrent corporate governance werd toegepast, zag ook Europa het belang van corporate governance in en heeft het een aantal wetgevende initiatieven omtrent dit onderwerp genomen. In hun werk *Codes of Good Governance Worldwide* besteden Aguilera en Cuervo-Cazurra (2004) veel aandacht aan het internationale debat betreffende de regelgeving rond corporate governance. Het internationale debat is vooral gebaseerd op de volgende twee vragen: moeten er wereldwijd strenge wetten, als Sarbanes-Oxley Act 2002 in de Verenigde Staten worden toegepast of moet er met de softe regelgevingen, zoals codes en richtlijnen, worden gewerkt?

Er is een grote verscheidenheid aan uitgevers van dit soort codes, niet alleen beurzen en overheden, maar ook investeerdersverenigingen, werkgeversverenigingen en beroepsorganisaties zijn begaan met het opstellen van corporate governance codes.

2.3 Corporate governance in een internationale context

Corporate governance codes bloeiden op in de hele wereld in de late twintigste en vroege eenentwintigste eeuw. De Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk waren de eerste landen die al in de jaren negentig betrokken waren bij de codificatie van de aandeelhouder-manager relatie. Aan het einde van dat decennium hadden 24 landen tenminste één corporate governance code, aan het einde van 2005 is het aantal gestegen tot meer dan 50 landen. De codes werden hierdoor snel verspreid over de hele wereld, als gevolg van de steeds toenemende mobiliteit van financieel kapitaal en de opkomst van corporate schandalen (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).

De eerste corporate governance code werd gepubliceerd door de US Business Roundtable in 1978, een periode die gekenmerkt werd door een transitie van fusies tussen conglomeraten naar vijandige overnames in het kader van de opbouw van een machtsimperium. Deze eerste code had vooral betrekking op de rol en de samenstelling van de raad van bestuur in beursgenoteerde ondernemingen. Dankzij deze code veranderde de rol van bestuurders van overwegend *rubber-stamp*-bevoegdheden naar meer formele taken: toezicht houden op het management, het controleren van de financiële prestaties, toezicht houden op *corporate social responsibility* en het verzekeren dat alles in overeenstemming is met de wet (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).

Aguilera en Cuervo-Cazurra (2004) zien de corporate governance codes als een set van *best practice* aanbevelingen betreffende het gedrag en de structuur van een raad van bestuur van een onderneming. Volgens O'Shea (2005) bevatten de meeste corporate governance codes universele basisprincipes waarop effectieve corporate governance in de meeste landen gebaseerd is. De meeste codes bevatten gelijkaardige aanbevelingen inzake de volgende zes bestuurspraktijken:

- (1) een balans van *executive* en *non-executive* bestuurders, zoals onafhankelijke *non-executive* bestuurders;
- (2) een duidelijke verdeling van verantwoordelijkheden tussen de voorzitter en de CEO;
- (3) een behoefte aan tijdige en kwalitatieve informatie door de raad van bestuur;
- (4) formele en transparante procedures voor de benoeming van nieuwe bestuurders;
- (5) evenwichtige en duidelijke financiële verslaggeving;
- (6) een correct systeem van interne controle.

De fundamentele aard van de codes in de meeste landen is dezelfde. De codes zijn aanvullend aan de nationale wetgeving. Dat wil zeggen dat de gebreken in de wetgeving heel snel kunnen worden aangevuld en opgelost. Deze codes verbeteren het governance systeem zonder de bestaande wetgeving te veranderen. De codes zijn ook gebaseerd op vrijwilligheid, dat wil zeggen dat ze werken volgens het 'pas toe of leg uit'-systeem.

Om het corporate governance systeem beter te begrijpen, zal er aan de hand van de studie van Weimer en Pape (1999) een systeemindeling worden gemaakt. Weimer en Pape (1999) maakten in hun studie *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance* een onderscheid tussen een marktgeoriënteerd en een netwerkgeoriënteerd corporate governance systeem. De systeemindeling werd op de volgende acht kenmerken gebaseerd:

- (1) het heersende concept van de onderneming;
- (2) het systeem van de raad van bestuur;
- (3) de belangrijkste belangenpartij die in staat is om invloed uit te oefenen op de besluitvorming van de managers;
- (4) het belang van de aandelenmarkt in de nationale economie;
- (5) de aanwezigheid of afwezigheid van een externe markt voor *corporate control*;
- (6) de eigendomsstructuur;
- (7) de mate waarin de vergoeding van de *executive* afhankelijk is van corporate performance en
- (8) de tijdshorizon van economische betrekkingen.

Er zijn vier grote soorten corporate governance systemen: het Angelsaksische systeem, het Germaanse systeem, het Latijnse systeem en het Japanse systeem. De laatste drie systemen mogen als netwerkgeoriënteerde systemen worden gezien, terwijl het Angelsaksische systeem als marktgeoriënteerd wordt beschouwd.

2.3.1 Het Angelsaksische systeem

Het Angelsaksische systeem kent zijn oorsprong in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, waarvan dus ook de benaming. Dit systeem mag als marktgeoriënteerd worden gezien, waar de vrije marktwerking centraal staat. Het concept van de onderneming in deze Angelsaksische landen is sterk *shareholder*gericht (vooral beursgenoteerd) en er gaat weinig aandacht uit naar andere belanghebbenden. Er heerst een sterke wettelijke bescherming van de aandeelhouders met als doel het bevorderen van de effectenmarkten. Elk aandeel heeft een stemrecht, wat de democratische kant van het systeem bevestigt.

In het Angelsaksische model heeft de raad van bestuur als voornaamste taak de financiële belangen van de aandeelhouders te behartigen en dus het creëren van aandeelhouderswaarde. Verder kent het model geen scheiding tussen uitvoerende en toezichhoudende verantwoordelijkheden. Er is dus sprake van het *'one-tier'*-systeem. Het bestuur van de onderneming wordt in de Angelsaksische landen gevormd door één *board*. In deze raad van bestuur zetelen zowel de uitvoerende managers als niet-uitvoerende controlerende bestuurders.

Aangezien het Angelsaksische bedrijfsconcept op kleine investeerders is gericht, vormen de aandeelhouders de belangrijkste belangenpartij in het Angelsaksische systeem volgens het principe *'one share, one vote'*.

De eigendomconcentratie in dit systeem is laag, slechts 20-22 procent van de aandelen is in handen van de grootste vijf aandeelhouders. Het Angelsaksische systeem staat bekend voor zijn

kortetermijntijdshorizon wat betreft economische relaties. Dit kan ook een oorzaak zijn voor de sterke prestatiegerelateerde *executive* compensatie (Weimer & Pape, 1999).

2.3.2 Het Germaanse systeem

Het tweede systeem is institutioneel gedreven en hier wordt de onderneming als een autonome economische entiteit gezien met een coalitie van verschillende *stakeholders*: aandeelhouders, managers, werknemers, leveranciers, klanten, ... De *stakeholders* staan in dit systeem centraal. Het Germaanse systeem is vooral populair in Nederland en Duitsland.

Het systeem van de raad van bestuur is hier anders dan bij het Angelsaksische systeem, het is namelijk het 'two-tier'-systeem. Bij dit soort systeem zijn uitvoerende en controlerende verantwoordelijkheden vertegenwoordigd in de verschillende organen: *management board* (*Vorstand*) en *supervisory board* (*Aufsichtsrat*). De *supervisory board* moet het management controleren vanuit juridisch standpunt, maar ook adviseren vanuit praktisch standpunt. Deze raad is niet enkel samengesteld uit aandeelhouders, maar ook uit vertegenwoordigers van de werknemers. Dus de werknemers nemen de belangrijke bedrijfsbeslissingen mee. Een andere belangrijke belangpartij zijn de banken, ze zijn niet enkel lid van *supervisory board*, maar vaak ook aandeelhouder van de onderneming.

De grootste vijf aandeelhouders hebben gemiddeld samen 40 procent van de aandelen, dus de eigendomsconcentratie kan tussen gemiddeld en hoog gezien worden. De economische relaties zijn in het Germaanse systeem langetermijngericht, wat het gevolg is van een stabiel aandeelhouderschap door banken en niet-financiële ondernemingen. *Executive* compensatie is beperkt prestatiegerelateerd (Weimer & Pape, 1999).

2.3.3 Het Latijnse systeem

Het derde systeem dat Weimer en Pape (1999) bespreken, is het Latijnse systeem. Dit systeem is onder anderen terug te vinden in België en Frankrijk. Het concept van de onderneming ligt in dit model tussen de vorige twee systemen: de aandeelhouders hebben hier meer macht dan in het Germaanse systeem, maar minder dan in het Angelsaksische systeem. Dit systeem kent ook geen algemeen '*one share, one vote*'-principe. De aandelen kunnen dus meervoudig stemrecht bezitten, zoals het bijvoorbeeld geval is in Frankrijk en Zweden, maar ook Duitsland. Dit systeem staat eveneens bekend voor de wettelijke beperking op het aandeelhouderschap door banken.

In het Latijnse systeem heeft men in principe de keuze tussen het '*one-tier*'- of '*two-tier*'-systeem. Het Belgische wettelijke systeem is een '*one-tier*' raad van bestuur, maar voor de Europese vennootschapsvorm SE kan men kiezen tussen beide. De overgrote meerderheid van de bedrijven verkiest dan het '*one-tier*'-systeem boven het '*twee-raden*'-model. Verder geniet de CEO van sterke autoriteit, terwijl de bestuurders ad nutum afzetbaar zijn (dit wil zeggen dat de algemene vergadering hen op elk moment en zonder motivering kan ontslaan). De belangrijkste *stakeholders* in dit systeem zijn de financiële holdings, de overheid, de families en de oligarchische groepen.

Dit systeem kent een hoge eigendomsconcentratie. De grootste vijf aandeelhouders hebben gemiddeld genomen samen 48-87 procent van de aandelen. De institutionele context stimuleert langetermijngerichtheid van de economische relaties, wat er ook voor zorgt dat de prestatiegerelateerde beloning als minder belangrijk wordt gezien in dit systeem (Weimer & Pape, 1999).

2.3.4 Het Japanse systeem

Dit systeem is in veel aspecten verschillend van de vorige drie systemen. Er is een sterke culturele dimensie aanwezig: familie en het bereiken van een consensus zijn erg belangrijk in dit systeem.

Er wordt ook veel aandacht besteed aan sterke netwerken tussen de bedrijven, zogenaamde *keiretsu*. Onder *keiretsu* verstaat men een groep van ondernemingen die dezelfde naam en logo's dragen. Meer dan de helft van de genoteerde ondernemingen in Japan behoren tot een *keiretsu*. Verder heeft het concept 'waarde' een andere betekenis in het Japanse systeem. Ze zien het als een som van de totale businessrelatie met een andere onderneming waarvan de stemrechten, dividenden en kapitaalwinsten slechts een bepaald onderdeel vormen.

Het systeem van de raad van bestuur is zeer complex. Er kan namelijk sprake zijn van *office of representative directors*, van *office of auditors* en van de raad van bestuur. Toch kan het systeem van de raad van bestuur als het 'one-tier'-systeem worden gezien en dit omwille van de informele substructuur van de raad van bestuur die samengesteld is uit interne en externe leden. De belangrijkste belangpartijen in het Japanse systeem zijn de werknemers en de aandeelhouders, die de aandelen houden omwille van twee redenen. Ten eerste zien ze het aandelenbezit als toegangsmogelijkheid tot een bepaald netwerk (*keiretsu*) en ten tweede omwille van strategische redenen. De Japanse banken zijn invloedrijke *stakeholders* die het centrum van een *keiretsu* vormen. Ze verlenen niet enkel de kredieten, maar ze worden ook als belangrijke aandeelhouders gezien.

De eigendomsconcentratie wordt als gemiddeld beschouwd in de vergelijking met de eerste drie systemen, de grootste vijf aandeelhouders hebben gemiddeld genomen 33 procent van de aandelen. Door stabiele langetermijnengagementsen is de tijdshorizon van de economische relatie langetermijngericht. In het Japanse model is *executive compensation* niet echt prestatiegerelateerd en dit gezien het concept van de onderneming (Weimer, & Pape, 1999).

Tabel 1: De taxonomie van de corporate governance systemen

	Markt georiënteerd	Netwerk georiënteerd		
	Angelsaksische	Germaanse	Latijnse	Japanse
Concept van de onderneming	Aandeelhouders georiënteerd	Institutioneel	Institutioneel	Institutioneel
Systeem van de raad van bestuur	One-tier	Two-tier	One of two tier (meestal one tier)	One-tier
Belangrijkste stakeholders	Aandeelhouders	Banken, werknemers	Financiële holdings, overheid, familie	Banken, andere financiële instellingen, werknemers
Eigendom concentratie	Laag	Gemiddeld tot hoog	Hoog	Laag tot gemiddeld
Prestatiegerelateerde beloning van executive	Hoog	Laag	Gemiddeld	Laag
Tijdshorizon van de economische relaties	Korte termijn	Lange termijn	Lange termijn	Lange termijn

Bron: Weimer & Pape, 1999

2.4 Corporate governance in België

2.4.1 De Belgische Corporate Governance Code

Dertig jaar na de eerste publicatie van een corporate governance code in de Verenigde Staten werden er in 2008 liefst 196 verschillende codes toegepast door 64 landen. In mei 2003 heeft de Europese Commissie een mededeling gedaan over de modernisering van het vennootschapsrecht en de versterking van het deugdelijk ondernemingsbestuur in de Europese Unie. Deze mededeling beveelt elke lidstaat aan om een nationale referentiecodelaan te wijzen, waarnaar de betrokken beursgenoteerde vennootschappen zich zouden moeten schikken of waarnaar zij zouden moeten verwijzen om uit te leggen op welke punten en om welke redenen hun handelwijze ervan afwijkt. Deze mededeling gaf aanleiding tot de ontwikkeling van verschillende codes binnen Europa. Eind 2003 publiceerde Nederland de Code Tabaksblat, terwijl de Belgische Corporate Governance

Commissie een jaar later onder het voorzitterschap van Maurice Lippens de Belgische Corporate Governance Code presenteerde.

De Belgische Corporate Governance Commissie is ontstaan op 22 januari 2004 op initiatief van de Commissie voor het Bank-, Financier- en Assurantiewezen (CBFA), Euronext Brussel en het Verbond van Belgische Ondernemingen (VBO). Voor de huidige corporate governance code kende men in 1998 drie afzonderlijke documenten met aanbevelingen voor integer en deugdelijk bestuur, die waren opgesteld door diverse instanties. Om duidelijkheid te scheppen werden deze documenten samengebracht in een geactualiseerde code, namelijk de Belgische Corporate Governance Code. Deze code wordt regelmatig herzien en bijgewerkt.

De belangrijkste doelstelling van de Belgische Corporate Governance Code is het bevorderen van waardecreatie op lange termijn. Hierbij denkt men aan het verbeteren van het bestuur en het versterken van de rechten van de aandeelhouders. De Corporate Governance Commissie geeft vijf redenen aan waarom de code doeltreffend en krachtig kan zijn. Ten eerste is de code een formele uitdrukking door de vertegenwoordigers van de bedrijfsleiders in België, van hun verbintenis normen en benchmarks op te stellen waaraan *insiders* en *outsiders* het bedrijfsgedrag en de bedrijfsstructuren kunnen toetsen. Ten tweede zal de code waarschijnlijk sneller tot meer transparantie leiden. Volgens de bepalingen van de code, rapporteren de vennootschappen in hun jaarlijkse verklaring betreffende corporate governance in welke mate ze de code hebben nageleefd en, zo niet, waarom ze besloten hebben van sommige bepalingen van de code af te wijken ('pas toe of leg uit'-systeem). Ten derde zal transparantie de naleving van de code bevorderen. Het zal immers steeds moeilijker worden om afwijkingen van de code te verantwoorden wanneer bedrijfsleiders en samenleving de code als representatief zien voor *best practices* bij de organisatie van goede corporate governance in beursgenoteerde vennootschappen. Ten vierde kan de code meer flexibiliteit bieden dan de wetgeving. Handelspraktijken en de behoeften van *stakeholders* van vennootschappen veranderen voortdurend. De code kan snel op dergelijke veranderingen anticiperen, ze registreren en aanbevelingen doen voor aangepaste actie. In die zin kan de code ook doeltreffender zijn. De wetgeving moet rekening houden met de impact van de wet op andere

aspecten. Een goed voorbeeld hiervan is de vertrekvergoeding van uitvoerende bestuurders, die zeer moeilijk door wettelijke initiatieven kan worden geregeld vanwege de inwerking ervan op andere uitkeringssystemen. Aangezien de code op vrijwillige aanbevelingen voor naleving steunt, kan de code voor dergelijke kwesties gemakkelijkere en doeltreffendere aanbevelingen doen. Ten vijfde moet de code gezien worden als een aanvulling op de bestaande wetgeving. Op die manier kunnen wettelijke initiatieven en de code hand in hand gaan en samen een kader vormen waarin beursgenoteerde vennootschappen de best mogelijke corporate governance kunnen nastreven (Belgische Corporate Governance Code 2009).

Verder kent Belgische Corporate Governance Code vooral veel flexibiliteit in het gebruik. Het 'pas toe of leg uit'-systeem geeft aan de onderneming de mogelijkheid om af te wijken van de bepalingen in de code, maar niet van het Belgisch recht. Deze code is een aanvulling op het wettelijk systeem en mag dus als complementair aan de bestaande Belgische wetgeving gezien worden.

De Belgische Corporate Governance Code is opgesteld aan de hand van negen corporate governance principes, elk principe behandelt een ander probleem domein. Deze principes worden ondersteund door de aanbevelingen en de richtlijnen (Belgische Corporate Governance Code 2009).

De principes van de Corporate Governance Code 2009 zijn:

Principe 1: De vennootschap past een duidelijke governancestructuur toe.

Principe 2: De vennootschap heeft een doeltreffende en efficiënte raad van bestuur die beslissingen neemt in het vennootschapsbelang.

Principe 3: Alle bestuurders geven blijk van integriteit en toewijding.

Principe 4: De vennootschap heeft een rigoureuze en transparante procedure voor de benoeming en de beoordeling van haar raad en zijn leden.

Principe 5: De raad van bestuur richt gespecialiseerde comités op.

Principe 6: De vennootschap werkt een duidelijke structuur uit voor het uitvoerend management.

Principe 7: De vennootschap vergoedt de bestuurders en de leden van het uitvoerend management op een billijke en verantwoorde wijze.

Principe 8: De vennootschap gaat met de aandeelhouders en de potentiële aandeelhouders een dialoog aan, gebaseerd op een wederzijds begrip voor elkaars doelstellingen en verwachtingen.

Principe 9: De vennootschap waarborgt een passende openbaarmaking van haar Corporate Governance.

In het zevende principe wordt nagegaan of de bestuurders en de leden van het uitvoerend management op een billijke en verantwoorde wijze door de vennootschap worden vergoed. Volgens bepaling 7.2 is de vennootschap verplicht om een remuneratieverslag op te stellen en dit bekend te maken in Corporate Governance Charter. Zulk verslag bestaat uit een beschrijving van de interne procedure voor de ontwikkeling van een remuneratiebeleid en uit een verklaring over het gehanteerde remuneratiebeleid voor de leden van het uitvoerend management. Volgens bepaling 7.1 is de remuneratie voldoende voor het aantrekken, behouden en motiveren van bestuurders en leden van het uitvoerend management die voldoen aan het profiel bepaald door de raad van bestuur. Daarnaast mag niemand over zijn eigen remuneratie beslissen (bepaling 7.5) (Belgische Corporate Governance Code 2009).

Volgens bepaling 7.7 ontvangen niet-uitvoerende bestuurders noch prestatiegebonden remuneraties zoals bonussen of aandelengerelateerde incentiveprogramma's op lange termijn, noch voordelen in natura of voordelen die verbonden zijn aan pensioenplannen. Bij de leden van het uitvoerend management is het anders. Het uitvoerend management kan in aanmerking komen voor bonussen gebaseerd op de prestaties van de vennootschap of van haar dochterondernemingen (bepaling 7.11). In dit geval moet het remuneratieverslag de criteria voor de evaluatie van de bereikte prestaties ten opzichte van de doelstellingen, alsook de evaluatieperiode vermelden (Belgische Corporate Governance Code 2009, bepaling 7.12).

Het remuneratieverslag vermeldt, op individuele basis, het bedrag van de remuneratie en andere voordelen die, rechtstreeks of onrechtstreeks, door de vennootschap of haar dochterondernemingen aan de niet-uitvoerende bestuurders, aan de CEO en aan de andere leden van het uitvoerend management werden toegekend (bepaling 7.14 en 7.15). Bij de openbaarmaking van de informatie over de CEO-renumeratie wordt een opsplitsing gemaakt tussen:

- (1) het basissalaris;
- (2) de variabele remuneratie: voor alle bonussen met vermelding van de vorm waarin deze variabele remuneratie werd betaald;
- (3) pensioen: de bedragen die tijdens het door het jaarverslag behandelde boekjaar werden betaald, met een toelichting over de toepasselijke pensioenregelingen;
- (4) overige componenten van de remuneratie, zoals de kosten of de waarde van verzekeringen en voordelen in natura, met een toelichting van de bijzonderheden over de belangrijkste onderwerpen.

Bepaling 7.17 schrijft ook voor dat de contracten van CEO's en andere leden van het uitvoerend management goedgekeurd dienen te worden door de raad van bestuur. De laatste bepaling behandelt de vertrekpremies van de CEO en andere leden van het uitvoerend management. De vertrekvergoeding die bij een vervroegde beëindiging van het contract wordt toegekend mag niet meer dan 12 maanden basis- en variabele remuneratie bedragen. Op advies van het remuneratiecomité kan de raad van bestuur een hogere vertrekvergoeding toekennen. Dergelijke hogere vertrekvergoeding wordt beperkt tot maximaal 18 maanden basis- en variabele remuneratie. Het contract vermeldt wanneer dergelijke hogere vertrekvergoeding kan worden toegekend. De raad van bestuur verantwoordt dergelijke hogere vertrekvergoeding in het remuneratieverslag (Belgische Corporate Governance Code 2009).

Volgens het vijfde principe van Belgische Corporate Governance Code 2009 moet de raad van bestuur gespecialiseerde comités oprichten om specifieke aangelegenheden te analyseren en de raad hierover te adviseren. De besluitvorming blijft natuurlijk in handen van de raad van bestuur. Zo moet de raad een remuneratiecomité oprichten dat in overeenstemming moet zijn met de

bepalingen uit Bijlage E van Belgische Corporate Governance Code. Een van deze bepalingen is dat het comité zal worden samengesteld uitsluitend uit niet-uitvoerende bestuurders, waarvan op zijn minst een meerderheid van de leden van dit comité onafhankelijk is. De taak van dit comité is het voorstellen doen aan de raad van bestuur omtrent het remuneratiebeleid voor niet-uitvoerende bestuurders en leden van het uitvoerend management, met inbegrip van variabele remuneratie en langetermijnincentives. Verder moet het comité een remuneratieverslag aan de raad van bestuur voorleggen. Het remuneratiecomité komt op zijn minst tweemaal per jaar samen en herziet regelmatig zijn intern reglement (Belgische Corporate Governance Code 2009).

2.4.2 De Code Buysse

Aangezien in België meer dan 99 procent van alle ondernemingen niet-beursgenoteerde ondernemingen zijn, kent België ook een code met een reeks aanbevelingen inzake corporate governance voor niet-beursgenoteerde ondernemingen, de zogenaamde Code Buysse. Deze code was volgens de opstellers een unicum in de wereld. In september 2005 werd voor de eerste keer in de geschiedenis een corporate governance code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen gepubliceerd, en dit in België. Sinds deze publicatie in 2005 hebben verschillende landen het voorbeeld van België gevolgd (Code Buysse II).

De corporate governance code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen wordt als een professionele verzameling van richtlijnen en aanbevelingen gezien die de eigenaars of de bedrijfsleiders moeten helpen in het optimaliseren van hun toekomstige successen. De code omvat vooral specifieke aanbevelingen voor familiale ondernemingen en aanbevelingen voor de goede praktijk voor kleinere niet-beursgenoteerde ondernemingen. Deze code geeft vooral aanbevelingen over de rol, de functie en de samenstelling van de raad van bestuur; de benoeming, de evaluatie en de beloning van het senior management; de externe controle, de betrokkenheid en de rol van de aandeelhouders (Code Buysse II).

Zoals eerder vermeld, omvat de code ook specifieke aanbevelingen voor familiale ondernemingen, de zogenaamde familiale governance. Van Der Elst (2006) maakt in zijn werk een opsomming van

de aanbevelingen voor deze familiale ondernemingen: 'familiale ondernemingen krijgen de aanbeveling om een familieforum in te richten, een familiaal charter op te stellen, ten minste tweemaal per jaar overleg te organiseren met de aandeelhouders, tijdig de opvolgingsprocedure in gang te zetten en conflicten tussen familieleden professioneel aan te pakken.'

Het toepassen van de aanbevelingen uit de Code Buysse werkt volgens de opstellers imagobevorderend. Het dynamiseert het bestuur van de onderneming, bevordert de duurzame ontwikkeling, waarborgt de continuïteit van de onderneming, draagt bij tot een verhoogde rentabiliteit van de onderneming en is een troef naar de rekruteringsmarkt toe. In deze masterproef die enkel om beursgenoteerde ondernemingen gaat, blijft deze code verder buiten beschouwing.

2.4.3 De wet van 2 augustus 2002

Verder kent België de wet van 2 augustus 2002, ook wel wet Corporate Governance genoemd of wet inzake behoorlijk vennootschapsbestuur. Deze wet is van toepassing op zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde vennootschappen. De wet van 2 augustus 2002 heeft een aantal wijzigingen aangebracht in het Wetboek van Vennootschappen, namelijk over vier thema's: het bestuursorgaan, de wettelijke erkenning van het directiecomité, de werking van de algemene vergadering en de controle. Door deze wet is er een verplichting ontstaan voor de bestuurder/rechtspersoon om een vaste vertegenwoordiger aan te stellen die zich bezig moet houden met het bestuur en die hiervoor medeaansprakelijk is. Daarnaast is er ook een mogelijkheid ontstaan om in elke naamloze vennootschap een directiecomité te benoemen met eigen aansprakelijkheden dat naast de raad van bestuur functioneert (artikel 523 bis en ter van het Wetboek van Vennootschappen). De raad van bestuur kan een aantal van zijn niet-voorbehouden verantwoordelijkheden overdragen. Voorts zijn er ook veranderingen betreffende de algemene vergadering. Dit zijn vooral regels inzake schriftelijk vergaderen en inzake oproeping van de aandeelhouders in de genoteerde vennootschappen (wet van 2 augustus 2002).

De Wet Corporate Governance heeft ook een aantal wijzingen aangebracht in de Transparantiewet, voornamelijk in de verplichting om bepaalde documenten ter kennis te geven aan de Commissie voor het Bank- en Financiewezen (wet van 2 augustus 2002).

2.4.4 De wet op het auditcomité

Sinds kort zijn de beursgenoteerde ondernemingen, de kredietinstellingen, de verzekeringsondernemingen, de beleggingsondernemingen en de beheersvennootschappen van instellingen voor collectieve belegging verplicht om een auditcomité op te richten binnen hun wettelijke bestuursorgaan. Deze verplichting volgt uit de wet inzonderheid tot oprichting van een auditcomité in de genoteerde vennootschappen en de financiële ondernemingen (wet van 17 december 2008).

De wet van 17 december 2008 voegt artikel 526 bis toe in het Wetboek van Vennootschappen dat verplicht tot de samenstelling van een auditcomité uit niet-uitvoerende bestuurders, zoals ook aangeraden door de Belgische Corporate Governance Code (bijlage C). Verder moet auditcomité minstens één onafhankelijk lid van het wettelijk bestuursorgaan tellen met de nodige deskundigheid op het gebied van boekhouding en audit. In dit standpunt is de wet op het auditcomité verschillend van de Belgische Corporate Governance Code. Volgens de code moet minstens de meerderheid van de leden van het comité onafhankelijk zijn. Daarnaast moeten de leden van het auditcomité over een collectieve deskundigheid beschikken op het gebied van de activiteiten van de betrokken vennootschap en op het gebied van boekhouding en audit.

Het auditcomité is belast met minstens de volgende taken:

- (1) de monitoring van het financiële verslaggevingproces;
- (2) de monitoring van de doeltreffendheid van de systemen voor interne controle en risicobeheer van de vennootschap;

- (3) de monitoring van de interne audit, de desbetreffende activiteiten en zijn doeltreffendheid;
- (4) de monitoring van de wettelijke controle van de jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening, inclusief opvolging van de vragen en aanbevelingen geformuleerd door de erkende commissaris;
- (5) de beoordeling en de monitoring van de onafhankelijkheid van de erkende commissarissen, waarbij met name wordt gelet op de verlening van bijkomende diensten aan de gecontroleerde entiteit.

Dit takenpakket komt overeen met de aanbevelingen uit de Belgische Corporate Governance Code. Dankzij het definiëren van een aantal belangrijke opdrachten van het auditcomité wil de wetgever de kwaliteit van informatie, die noodzakelijk is om de financiële markten efficiënt te doen werken, verbeteren. Door de kwaliteit van de financiële verslaggeving te versterken, hoopt men ook het vertrouwen van het publiek te vergroten. De deskundigheid en de onafhankelijkheid van het auditcomité moet een positief effect hebben op de kwaliteit van de financiële informatie. Nochtans kan het verstrengen van de onafhankelijkheidscriteria de benoeming van de onafhankelijke leden bemoeilijken. De ondernemingen waarop de wet van 17 december 2008 van toepassing is, moeten nagaan of hun statuten, hun intern reglement en hun corporate governance charter conform zijn aan de nieuwe bepalingen. Als het niet het geval is, moeten er wijzigingen aangebracht worden. De ondernemingen die al een auditcomité bezitten moeten nagaan of dit auditcomité belast is met de taken die het wetboek voorschrijft (wet van 17 december 2008 inzonderheid tot oprichting van een auditcomité in de genoteerde vennootschappen en de financiële ondernemingen).

2.4.5 De wet met betrekking tot het remuneratiecomité

Op 18 maart 2010 werd het volgende wetsontwerp door de Senaat goedgekeurd: wetsontwerp tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome

overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector.

Deze wet bestaat uit drie onderdelen:

- TITEL 1: Algemene bepalingen
- TITEL 2: Versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven
- TITEL 3: Wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector

De tweede titel van het wetsontwerp bevat in het totaal drie hoofdstukken waarvan twee het remuneratiebeleid in de genoteerde ondernemingen toelichten.

Het eerste hoofdstuk behandelt de invoering in het Wetboek van Vennootschappen van bepalingen houdende een verklaring inzake deugdelijk bestuur en bepalingen tot oprichting van een remuneratiecomité. Volgens de wetgeving moeten alle vennootschappen waarvan de aandelen verhandelbaar zijn op de aandelenmarkt, een jaarverslag opmaken. Elk jaarverslag moet een verklaring inzake deugdelijk bestuur bevatten, die op zijn beurt een remuneratieverslag inhoudt.

Het remuneratieverslag behandelt de gehanteerde procedure om

- een remuneratiebeleid te ontwikkelen voor de bestuurders, de leden van het directiecomité, de andere leiders en de personen belast met het dagelijks bestuur van de vennootschap;
- de remuneratie te bepalen van individuele bestuurders, leden van het directiecomité, andere leiders en personen belast met het dagelijks bestuur van de vennootschap.

In het remuneratiebeleid worden vooral de principes waarop de remuneratie is gebaseerd, het relatieve belang van de verschillende componenten van de vergoeding, de informatie over het remuneratiebeleid voor de komende twee boekjaren en de kenmerken van prestatiepremies in aandelen, opties of andere rechten om aandelen te verwerven toegelicht. Verder moet het

remuneratieverslag het bedrag van de remuneratie en andere voordelen op individuele basis bevatten die aan de hoofdvertegenwoordiger van de uitvoerende bestuurders, aan de voorzitter van het directiecomité, aan de hoofdvertegenwoordiger van de andere leiders of aan de hoofdvertegenwoordiger van de personen belast met het dagelijks bestuur werden toegekend door de vennootschap of een vennootschap die tot de consolidatiekring van deze vennootschap behoort. Deze remuneratie moet worden opgesplitst in het basissalaris, de variabele remuneratie, het pensioen en de overige componenten van de remuneratie. Daarnaast moet ook het bedrag van de van de remuneratie en andere voordelen die rechtstreeks of onrechtstreeks aan de andere uitvoerende bestuurders, leden van het directiecomité, andere leiders en personen belast met het dagelijks bestuur werden verstrekt door de vennootschap of een vennootschap die tot de consolidatiekring van deze vennootschap behoort. Dit mag gebeuren op globale basis, maar tevens met een uitsplitsing naar het basissalaris, de variabele remuneratie, het pensioen en de overige componenten van de remuneratie.

Zoals andere wetgevende initiatieven inzake corporate governance, verplicht ook deze wet de beursgenoteerde ondernemingen een remuneratiecomité te hebben. Het comité moet worden samengesteld uit niet-uitvoerende leden van de raad van bestuur, waarvan de meerderheid onafhankelijke bestuurders zijn die de nodige deskundigheid op het gebied van remuneratiebeleid hebben.

In het tweede hoofdstuk wordt de wijziging van het Wetboek van Vennootschappen betreffende de vermelding van de criteria voor de toekenning van een vergoeding en van de verplichting tot spreiding van de variabele vergoeding in de tijd toegelicht. De wet verplicht elke beursgenoteerde onderneming de criteria die de toekenning van een vergoeding aan een uitvoerend bestuurder variabel maken, uitdrukkelijk op te nemen in de contractuele of andere bepalingen. Ten minste een vierde van de variabele remuneratie voor een uitvoerend bestuurder moet gebaseerd zijn op vooraf vastgelegde en objectief meetbare prestatiecriteria over een periode van minstens twee jaar, en dient ten minste een ander vierde gebaseerd te zijn op vooraf vastgelegde en objectief meetbare prestatiecriteria over een periode van minstens drie jaar. De uitbetaling van de variabele

remuneratie mag ook enkel gebeuren indien de criteria over de aangeduide periode werden bereikt (Wet tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector, 6 april 2010).

2.5 Besluit

Uit paragraaf 1 kon worden afgeleid dat corporate governance niet nieuw is. Helaas bestaat er nog steeds geen eenduidige en algemeen aanvaarde definitie. In bredere zin heeft corporate governance betrekking op een beter beheer, een betere controle en verantwoording aan de aandeelhouders en andere *stakeholders* over strategie, resultaten en risicobeheersing.

Na de publicatie van de eerste corporate governance code in 1978 door de *US Business Roundtable*, is het aantal Codes in 2008 gestegen tot liefst 196 verschillende codes die in 64 landen worden toegepast. Om het gebeuren rond corporate governance beter te begrijpen, werd er in 1999 een systeemindeling gemaakt. Er werden vier grote soorten corporate governance systemen gedefinieerd: het Angelsaksisch systeem, het Germaans systeem, het Latijns systeem en het Japans systeem. Het Latijnse systeem is het systeem dat in België gebruikt wordt. In dit systeem heeft men in principe de keuze tussen de '*one-tier*'- of '*two-tier*'-systeem (bv. bij de rechtsvorm SE). De overgrote meerderheid van de bedrijven verkiest dan het '*one-tier*'-systeem boven het 'twee-raden'-model. De institutionele context stimuleert langetermijngerichtheid van de economische relaties wat er ook voor zorgt dat de prestatiegerelateerde beloning als minder belangrijk wordt gezien in dit systeem (Weimer & Pape, 1999). Deze informatie kan bruikbaar zijn in het verdere onderzoek.

België kent een aantal regelgevingen rond corporate governance, namelijk: de wet van 2 augustus 2002, de Belgische Corporate Governance Code, de Code Buysse, de wet op het Auditcomité en de wet met betrekking tot het remuneratiecomité. Elk van deze regelgevingen schenkt aandacht aan

het remuneratiebeleid van de *executives* en van de bestuurders. In de Belgische Corporate Governance Code 2009 zijn tientallen richtlijnen te vinden over de bepaling en toewijzing van de variabele remuneratie. Daarnaast is er sinds kort een juridisch bindende regelgeving, de wet met betrekking tot het remuneratiecomité, die elke beursgenoteerde onderneming verplicht een remuneratieverslag op te stellen waarin het bedrag van de remuneratie, zowel variabel als vast, moet bekend gemaakt worden.

HOOFDSTUK 3: De *agency*-theorie en het remuneratiebeleid

In dit hoofdstuk wordt in de eerste plaats aandacht besteed aan het beschrijven en het situeren van de principaal-agentproblematiek. Er is veel onderzoek uitgevoerd rond dit onderwerp, vaak vanuit verschillende standpunten. In dit werk is er vooral belangstelling voor de eigenaar-manager relatie (paragraaf 1). Vervolgens wordt er in paragraaf 2 dieper ingegaan op de *agency*-kosten die bestaan uit drie componenten: de *monitoring*-kosten (*monitoring expenditures by the principal*), de *bonding*-kosten (*bonding expenditure by the agent*) en het restverlies (*residual loss*). In dezelfde paragraaf worden drie belemmeringen toegelicht die mogelijk zijn bij het reduceren van *agency*-kosten. In het derde onderdeel van dit hoofdstuk worden twee benaderingen besproken die de beloning van de topmanagers aan de principaal-agentproblematiek koppelen. Deze zijn de leidinggevende machtsbenadering en de optimale contractbenadering (paragraaf 3). Vervolgens wordt er kort ingegaan op de gedraggebaseerde (*behavior-oriented*) en op de uitkomstgebaseerde (*outcome-oriented*) contracten (paragraaf 4). Paragraaf 5 neemt de formulering van het 'managerialisme' op zich. In de voorlaatste paragraaf worden de interne en de externe controlemechanismen beschreven (paragraaf 6). Dit zijn de mechanismen die de belangen van de principaal en de agent aan elkaar proberen te koppelen. In de laatste paragraaf vinden we weer een korte samenvatting van de belangrijkste bevindingen (paragraaf 7).

3.1 Het situeren van de principaal-agentproblematiek

De *agency*-problematiek is geen nieuw begrip in de bestuurskunde. Zoals eerder aangegeven, was deze problematiek al actueel bij het ontstaan van de Verenigde Oost-Indische Compagnie (VOC) in 1602, waar kapitaal werd aangebracht door de privé-investeerders en het bestuur werd uitgevoerd door de verkozen leden (Frentrop, 2002) . Al in de zeventiende eeuw was er dus sprake van de problematiek van de scheiding van het eigendom en de leiding, waardoor de belangen van de aandeelhouders in conflict kwamen met die van de bestuurders.

In 1776 verwees ook Adam Smith naar de mogelijke *agency*-problemen tussen het management en de aandeelhouders. In zijn boek *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* schreef Adam Smith: "the directors of such (joint-stock) companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own".

Later in de geschiedenis kende men een verspreiding in het aandeelhouderschap. Een vroege studie van deze verspreiding dateert van 1932. Adolpf Berle en Gardiner Means beschreven in hun historisch werk *The Modern Corporation and Private Property* de verschuiving in het aandeleigendom van een kleine groep investeerders, meestal familieleden, naar een groot aantal kleine beleggers. Volgens hen kenden beursgenoteerde ondernemingen vroeger meer een familiale moraal en hadden ze daarnaast omvangrijke participanten in hun aandeelkapitaal en vreemd vermogen, zoals banken of andere grote investeerders. Dit familiaal karakter is geleidelijk verloren gegaan doordat het aandelenkapitaal wordt gefinancierd door een groot aantal investeerders, zoals pensioenfondsen en institutionele beleggers, die steeds meer in aandelen beleggen om hun eigen rendement te verhogen. In deze studie bestudeerden ze ook de machtsgreep van het management en de machteloosheid van de aandeelhouders in een *modern corporation*. Door het verspreide aandelenbezit en door de complexiteit van de onderneming kunnen de managers genieten van een

machtsgreep op de organisatie, terwijl de individuele aandeelhouder geen macht meer heeft voor het controleren en het sturen van het management.

De traditionele principaal-agentproblematiek omvat in het algemeen drie betrokken partijen: eigenaars, managers en schuldeisers. In de literatuur wordt meestal het probleem per twee besproken: eigenaar-manager en/of eigenaar-schuldeiser (Harvey & Shrieves, 2001). Jensen en Meckling (1976) definiëren deze problematiek als volgt: "a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision-making authority to the agent". De principaal, in ons geval aandeelhouder, stelt een agent, manager, aan, aan wie hij zijn rechten delegeert om in zijn naam en voor zijn rekening aandeelhouderswaarde te creëren. In hun artikel beweren Jensen en Meckling dat beide partijen opportunistisch zijn en hun eigen nut willen maximaliseren. Er wordt dus aangenomen dat de manager misbruik kan maken van zijn beslissingsbevoegdheden omdat het wezen van de mens risicoavers, begrensd-rationeel en *self-intrested* is. In het onderzoek van Tosi et al. (2000) werd ook aangenomen dat agenten egocentrisch zijn en dat ze risico's proberen te vermijden, terwijl de principaal risiconeutraal is. Hieruit kunnen we een probleemdomain afleiden, namelijk de relatie waarin de principaal en agent gedeeltelijk verschillende doelstellingen en risicopreferenties hebben. Verder beweren Jensen en Meckling (1976) dat er een verband bestaat tussen de *managerial* eigendom en de ondernemingswaarde. Zij suggereren dat wanneer de welvaart van de managers niet rechtstreeks gebonden is aan het aandeleneigendom, managers geneigd zijn om hun eigen doelen voorop te stellen boven de primaire aandeelhoudersbelangen en deze eigen doelen ten koste van de onderneming willen behalen.

3.2 De *agency*-kosten

Wanneer de belangen van de principaal en de agent niet met elkaar overeenstemmen, kan dit leiden tot het ontstaan van *agency*-kosten (Tosi et al., 2000). Ook Jensen en Meckling (1976) tonen aan dat aan elke vertegenwoordigingsrelatie *agency*-kosten verbonden zijn. Deze *agency*-

kosten worden gezien als een som van *monitoring*-kosten (*monitoring expenditures by the principal*), *bonding*-kosten (*bonding expenditure by the agent*) en het restverlies (*residual loss*).

Zoals aangegeven is het uitgangspunt van Jensen en Meckling dat de agent en de principaal beide opportunistisch zijn en hun eigen nut willen maximaliseren. Hierdoor is de agent niet altijd bereid om de belangen van de principaal (opdrachtgever) te behartigen. Om zich te verzekeren dat de agent in het belang van de principaal zal handelen, onderneemt de opdrachtgever een aantal acties. De kosten die door principaal worden gemaakt om zich ervan te verzekeren dat de agent in het belang van de principaal handelt, noemt men *monitoring*-kosten of *monitoring expenditure by the principal*. De principaal kan de agent prikkels geven om de belangenbehartiging te optimaliseren, hierbij denkt men aan winstafhankelijke beloningsvormen, zoals opties en bonussen. Het toezicht kan eveneens leiden tot een optimale belangenbehartiging. Daarnaast kan het nuttig zijn voor agent de principaal te overtuigen dat hij in het belang van de principaal handelt. De *bonding*-kosten of *bonding expenditures by the agent* zijn de kosten die door agent worden gemaakt. De agent zendt bepaalde prikkels uit naar de principaal om aan te tonen dat de belangen van de principaal optimaal worden bekrachtigd. Zelfs wanneer de hiervoor omschreven kosten zijn gemaakt, stemmen de doelstellingen en beslissingen van de agent en de doelstellingen en beslissingen van de principaal niet altijd overeen. Het verlies dat hiermee gepaard gaat, noemen Jensen & Meckling het restverlies of *residual loss*. Het restverlies is de mate waarin de agent erin slaagt de doelstellingen te behalen die anders zijn dan de doelstellingen van de principaal (Jensen & Meckling, 1976).

De aandeelhouders komen in conflict met drie belemmeringen bij het reduceren van *agency*-kosten. De eerste belemmering is een gevolg van het feit dat de afwezige eigenaars (aandeelhouders) de activiteiten van de topmanagers niet gemakkelijk kunnen structureren en nauwkeurig controleren. Het tweede obstakel is de informatieasymmetrie tussen de managers en de aandeelhouders. De managers hebben nu eenmaal meer informatie over de organisatieprocessen en de geschiktheid van de businessbeslissingen dan de verspreide aandeelhouders. Verder bevinden managers zich in een positie waarin ze de mogelijkheid hebben

de organisatiemiddelen zo te gebruiken, dat hun persoonlijke doelen worden bereikt. Deze doelen zijn niet altijd compatibel aan de doelen van de aandeelhouders. Bijvoorbeeld door het investeren van de cash flow in projecten die beperkt rendabel zijn voor de aandeelhouders, kunnen managers streven naar macht en het prestige (Tosi et al., 2000).

3.3 Managerial power-theorie

In de academische literatuur worden er twee grote benaderingen besproken die de compensatie van de topmanagers aan de principaal-agentproblematiek koppelen. Deze zijn de leidinggevende machtsbenadering en de optimale contractbenadering.

3.3.1 De leidinggevende machtsbenadering

De eerste benadering, de leidinggevende benadering, wordt ook wel *managerial power* theorie genoemd. Deze benadering ziet de beloning van de managers niet als een mogelijke oplossing, maar eerder als een onderdeel van de principaal-agentproblematiek. Volgens deze benadering heeft de CEO heel wat controle over de raad van bestuur die hij kan uitoefenen om een groot deel van zijn eigen beloning te bepalen.

Finkelstein definieerde in 1992 *managerial power* als de bekwaamheid van de managers hun compensatiecontracten zo te beïnvloeden, dat het hen voordelen oplevert ten koste van de aandeelhouders. Uit onderzoek is gebleken dat de leidinggevende machtsbenadering voorspelt dat *managerial power* het grootst zal zijn naarmate het bestuur relatief zwak of ineffectief is, het aandeelhouderschap te verspreid is en in het geval als managers beschermd worden door anti-overnamecontracten.

De eerste bron van *managerial power* zit in de structuur van raad van bestuur. Uit diverse onderzoeken is gebleken dat de samenstelling en de werking van een raad van bestuur de beloning van de CEO en van het topmanagement kan beïnvloeden. Zo beweren onder anderen Core, Holthausen en Larcker (1999) dat de grootte van raad van bestuur, de benoeming van de leden van deze raad door CEO, de CEO dualiteit en de aanwezigheid van externe bestuurders in de raad een effect hebben op de beloning van topbestuurders. Deze determinanten worden nader besproken in hoofdstuk vier van deze masterproef.

De volgende bron kan worden gezocht in de verspreiding van het aandelenbezit. Volgens het artikel *Executive as an agency problem* van Bebchuck en Fried (2003) hebben managers te veel inspraak in de compensatieplannen wanneer de aandeelhoudersrechten zwak zijn, dat wil zeggen wanneer het aandelenbezit over veel aandeelhouders is verdeeld. Ook een zwakke kwaliteit van corporate governance kan ervoor zorgen dat managers te grote inspraak in het beloningsbeleid krijgen. Het is te wijten aan het feit dat door gebrekkige corporate governance private benefits aan de onderneming worden onttrokken en is er van een op prestatie gebaseerde beloning nauwelijks sprake (Bebchuk & Fried, 2004). Volgens een aantal andere onderzoekers bestaat er ook een verband tussen aandelenbezit door CEO en de *managerial power*. De CEO kan zijn macht vergroten door het verschaffen van eigen vermogen van de onderneming. De *managerial power* is positief gerelateerd aan het persoonlijke aandeel van de manager in het eigen vermogen van de onderneming (Zald, 1969; Tosi, & Gomez-Mejia, 1989; Finkelstein, & Hambrick, 1989; Finkelstein, 1992). Deze machtspositie zal ook stijgen wanneer externe partijen vrij onbelangrijke eigendomsbelangen bezitten.

Een andere mogelijke bron van *managerial power* vloeit voort uit de positie die de manager bekleedt in de bedrijfshiërarchie. De positie in een organisatie brengt verschillende formeel overeengekomen activiteiten en verantwoordelijkheden met zich mee, elk met een eigen belangrijkheid en status. De CEO's hebben de controle en de leiding over verscheidene activiteiten die plaatsvinden in hun hiërarchische laag.

De managers hebben ook macht in de vorm van informatiecontrole. Deze bron van macht wordt gecreëerd door de toegang tot omvangrijke informatie en door de controle van de informatiestromen die de managerpositie passeren vooraleer ze de raad van bestuur bereiken. Dankzij deze controle over de informatiestromen kan de manager beslissingsprocessen beïnvloeden en in die richting sturen die voor manager voordelig is (Lambert et al., 1993).

In het algemeen geniet de leidinggevende machtsbenadering slechts bij een beperkte groep van de onderzoekers de voorkeur. Volgens deze benadering is de *executive* compensatie geen oplossing voor de principaal-agentproblematiek (Bebchuk & Fried, 2003).

3.3.2 De optimale contractbenadering

De tweede benadering is de optimale contractbenadering en wordt gezien als een gedeeltelijke oplossing van de principaal-agentproblematiek. Volgens deze benadering moet de raad van bestuur de beloningscontracten zo opstellen dat de belangen van de aandeelhouders optimaal gewaarborgd worden en dat de aandeelhouderswaarde gemaximaliseerd wordt (Bebchuk & Fried, 2004). Zulke beloningscontracten moeten prikkels bevatten die de managers aansporen om goed werk te leveren en die de managers aan de onderneming zullen binden (Jensen & Meckling, 1976). Met goed werk leveren wordt er bedoeld dat de belangen van de aandeelhouders voorop worden gesteld boven het eigenbelang van de manager. Alleen zo zullen de compensatiecontracten de *agency*-kosten terugdringen en de managers stimuleren de belangen van de aandeelhouders voorop te plaatsen (Jiraporn et al., 2005). In het werkstuk van 1990 beweren Jensen en Murphy zelfs dat de compensatie niet voldoende hoog aangedreven kan worden omwille van de politieke beperkingen.

3.4 Behavior-oriented en outcome-oriented contracten

De relatie tussen de aandeelhouder(s) en de agent wordt als een contract gezien, waarin de aandeelhouder zijn eisen delegeert aan de manager. Het soort contract dat wordt toegepast kan

echter verschillen per situatie, mede doordat een leidinggevende niet altijd het gedrag van een medewerker kan verifiëren (Conlon & Parks, 1990). In zulke contracten worden zeker volgende punten opgenomen:

- een systeem dat het gedrag en de besluitvorming van de agent controleert om te vermijden dat de agent van de aandeelhoudersbelangen gaat afwijken;
- de vaststelling van de compensatie die de agent krijgt voor bepaalde resultaten die als belangrijk worden gezien in de ogen van de principaal, bijvoorbeeld winstgevendheid (Tosi & Gomez-Mejia, 1989).

Globaal kunnen de soorten afspraken worden verdeeld in gedraggebaseerde (*behavior-oriented*) en uitkomstgebaseerde (*outcome-oriented*) contracten (Eisenhardt, 1989). Wanneer de principaal over voldoende informatie beschikt wat betreft de inspanningen die door de agent worden uitgevoerd om aandeelhouderswaarde te maximaliseren, is het meest efficiënte contract datgene wat zich baseert op het gedrag van de manager, namelijk *behavior-oriented*. Wanneer de acties en de inspanningen van de agent onvolledig waarneembaar zijn of in het geval van informatieasymmetrie, kan een contract dat gebaseerd is op de waargenomen prestatie-uitkomsten het meest efficiënt zijn (Tosi & Gomez-Mejia, 1989).

3.5 Managerialisme

Berle en Means (1932) hebben zeventig jaar geleden de volgende stelling over managerialisme geformuleerd: "The separation of ownership from control produces a condition where the interests of owner and of ultimate manager may, and often do, diverge, and where many of the checks which formerly operated to limit the use of power disappear". Uit andere studies (Kroll, Simons & Wright, 1990; Tosi et al., 2000) over het managerialisme kan men besluiten dat CEO's meer geïnteresseerd zijn in het vergroten van de ondernemingsgrootte dan in het maximaliseren van de winsten. Want het vergroten van de bedrijfsomvang leidt tot een verhoging van de lonen, macht en prestige voor de manager, ook al resulteert dit in minder winst of zelfs verlies voor de aandeelhouders.

De recente uitbreidingen van het managerialistperspectief hebben zich op andere verwante aspecten van de ondernemingsgrootte en de CEO-compensatie relatie gericht. Ten eerste kunnen de CEO's meer invloed uitoefenen op de ondernemingsgrootte dan op de prestaties. Daarom zullen CEO's de ondernemingsgrootte verkieszen als criterium voor het bepalen van het loon (Kroll, Simons & Wright, 1990). Daarnaast kan een grotere ondernemingsgrootte gebruikt worden om het CEO-loon te verantwoorden, aangezien managers in grotere ondernemingen een hogere graad van organisatieverantwoordelijkheid dragen (Kostiuk, 1990; Posner, 1987). Deze grotere ondernemingen vereisen ook meer *human capital* om de zaken te doen draaien (Agarwal, 1981). De hiërarchische satisfactie speelt ook een rol bij het legitimeren van de CEO-beloning, daar grotere ondernemingen meer lagen hebben en daardoor een hogere beloning voor de top zullen moeten hebben (Mahoney, 1979; Peck, 1987; Simon, 1957). Ten tweede zijn CEO's risicoavers. Zij proberen de blootstelling aan risico in hun compensatiepakketten te vermijden of te verminderen door hun compensatie te ontkoppelen van de prestatie en hun loon te linken aan een stabielere factor, zoals ondernemingsgrootte (Dyl, 1988; Kroll, Wright, & Theorathorn, 1993; McEachern, 1975). Ten derde zijn de aandeelhouders meestal te verspreid om betrokken te geraken bij de samenstelling van het portfolio van een bepaalde onderneming (Tosi et al., 2000).

Er zijn een aantal redenen waarom de CEO's hun loon kunnen loskoppelen van de prestaties en deze kunnen linken aan de schaal van de activiteiten.

- De raad van bestuur heeft er veel belang bij zich aan te passen aan de managers. Crystal (1991) besluit uit zijn onderzoek: whenever you find highly paid CEOs, you will find highly paid directors.
- Het is moeilijk voor de organisaties om de CEO effectief te controleren, waardoor de ondernemingsgrootte als criterium wordt genomen voor de beloning en niet de prestatie van de onderneming (Tosi et al., 2000).

3.6 Controlemechanismen

Er bestaan een aantal mechanismen in de principaal-agentproblematiek die de belangen van de principaal en de agent proberen aan elkaar te koppelen. Zulke controlemechanismen kunnen

worden verdeeld in interne en externe mechanismen. Onder interne mechanismen verstaat men de werking van de raad van bestuur en de eigendomsstructuur, terwijl externe controlemechanismen de overnamemarkt, het wettelijke systeem, *proxy fights* en de financiële structuur inhouden. Hieronder worden, aan de hand van het onderzoek van Dennis en McConnel (2003), eerst de interne controlemechanismen besproken en daarna de externe.

3.6.1 Interne controlemechanismen

De raad van bestuur wordt beschouwd als een intern controlemechanisme dat de belangenconflicten tussen aandeelhouders en het management moet beheersen. De hoofdtaak van de raad van bestuur is het vertegenwoordigen van de aandeelhouders en het aanstellen, ontslaan, belonen en controleren van het management met als doel de aandeelhouderswaarde te maximaliseren. De raad van bestuur heeft als hoofddoel de belangen van beide partijen op een lijn te houden, maar dit is niet altijd het geval. Er zijn een aantal factoren die de doeltreffendheid van de raad van bestuur bevorderen. De omvang, de samenstelling (proportie interne/externe/onafhankelijke bestuurders) en het feit of de voorzitter al dan niet ook de CEO is (CEO-dualiteit). Eveneens de beschikbaarheid van de nodige informatie voor bestuurders en de leiderschapstijl die er wordt toegepast beïnvloeden de werking van raad van bestuur (Dennis & McConnel, 2003).

De eigendomsstructuur is potentieel een belangrijk element van corporate governance. Het is zelden zo dat eigendom en controle volledig gescheiden zijn, meestal hebben de bestuurders een aandeel in de eigendomsstructuur. Door een aandeel te hebben in het eigen vermogen van de onderneming is er meer kans dat de *executive bestuurder* rationele besluiten zal nemen, omwille van zijn aandeelhouderschap in het bedrijf (Dennis & McConnel, 2003).

3.6.2 Externe controlemechanismen

Externe controlemechanismen zijn de overnamemarkt, de *proxy fights*, de financiële structuur van de onderneming en het wettelijke stelsel. Wanneer er een grote kloof bestaat tussen de actuele

waarde van de onderneming en de potentiële waarde van de onderneming zal er een incentive ontstaan voor de externe partijen om de controle over de onderneming te verwerven. Deze gedachte zorgt ervoor dat de managers er alles aan doen om de onderneming haar potentiële waarde te doen bereiken, zodat de kans op een overname verkleind wordt. Verder bestaat er een mogelijkheid voor de dissidente aandeelhouder om eventueel de raad van bestuur of het management te vervangen, door stemmen te verzamelen, dit noemt men met *proxy fights*. Het volgende controlemechanisme is de financiële structuur van de onderneming. Uit onderzoeken is gebleken dat schulden een disciplinerende werking hebben op het management. Door het aangaan van schulden ontstaat er een contractuele verplichting ten opzichte van de onderneming: het aflossen van het geleende bedrag. Door het aangaan van zulke verplichtingen daalt de vrij beschikbare cash flow in de onderneming, waardoor de agenten er voorzichtiger mee zullen omgaan. Het verspillen van de free cash flow en het investeren in projecten die slechts een klein voordeel voor de aandeelhouders opleveren, wordt drastisch beperkt (Dennis & McConnel, 2003). Het laatste externe controlemechanisme is het wettelijke systeem. Bij dit mechanisme komen de volgende twee vragen naar boven:

- In welke mate beschermen de wetten van een land de rechten van de aandeelhouders? In welke mate zijn deze wetten afdwingbaar?
- Bestaat er één optimaal corporate governance systeem?

3.7 Besluit

De aandeelhouder, de principaal, stelt een manager, agent, aan. De principaal delegeert de rechten aan de manager om in zijn naam en voor zijn rekening aandeelhouderswaarde te creëren. Helaas zijn beide partijen opportunistisch en willen hun eigen nut maximaliseren. Aangezien de doelstellingen en risicopreferenties van de principaal en agent gedeeltelijk verschillend zijn, ontstaan er *agency*-kosten.

Verder zijn de leidinggevende machtsbenadering en de optimale contractbenadering besproken geweest, deze koppelen de compensatie van de topmanagers aan de principaal-agentproblematiek.

Volgens de eerste benadering is de beloning van de managers eerder een onderdeel van de principaal-agentproblematiek, dan een oplossing ervan. Deze benadering beweert dat de CEO heel wat controle over de raad van bestuur heeft die hij kan uitoefenen om een groot deel van zijn eigen beloning te bepalen. Er zijn een aantal bronnen van deze *managerial power*:

- de structuur van de raad van bestuur: de grootte, de CEO-dualiteit en de aanwezigheid van externe bestuurders (dit wordt getoetst in het empirisch onderzoek)
- de verspreiding van het aandelenbezit: de aandeelhoudersrechten zijn zwak
- de positie die de manager bekleedt in de bedrijfshiërarchie
- de toegang tot omvangrijke informatie en door de controle van de informatiestromen

De tweede benadering is de optimale contractbenadering en wordt gezien als een gedeeltelijke oplossing van de principaal-agentproblematiek. De beloningscontracten moet zo worden opgesteld dat de belangen van de aandeelhouders optimaal gewaarborgd worden en dat de aandeelhouderswaarde gemaximaliseerd wordt.

Na het bestuderen van het managerialisme in paragraaf 5 kan men besluiten dat CEO's meer geïnteresseerd zijn in het vergroten van de ondernemingsgrootte dan in het maximaliseren van de winsten. Want het vergroten van de bedrijfsomvang leidt tot een verhoging van de lonen, de macht en het prestige voor de manager, ook al resulteert dit in minder winst of zelfs verlies voor de aandeelhouders. In het empirisch onderzoek zal worden onderzocht of de ondernemingsgrootte en de ondernemingsprestatie verschillende invloed hebben op de hoogte van de bonus.

Verder werden er in paragraaf 6 een aantal mechanismen besproken die de belangen van de principaal en de agent aan elkaar proberen te koppelen. Het gaat om interne mechanismen: de werking van de raad van bestuur en de eigendomsstructuur en de externe controlemechanismen: de overnamemarkt, het wettelijk systeem, *proxy fights* en de financiële structuur.

HOOFDSTUK 4: De beïnvloedende factoren van CEO-beloningssystemen

In dit hoofdstuk zal er worden ingegaan op factoren die invloed hebben op het beloningspakket van een *executive*, met de nadruk op de meest variabele component ervan, namelijk de jaarlijkse bonus. De beloning van de CEO is gerelateerd aan een aantal factoren, zoals de omvang van verantwoordelijkheden, de door de CEO geleverde inspanningen, de complexiteit en de risico's van de operationele activiteiten (Cordeiro, 2003). Nochtans zijn er nog een aantal andere factoren die een rol spelen bij het bepalen van de jaarlijkse bonus. Deze factoren zullen worden besproken in paragraaf 3.

Vooraleer de statistische determinanten van de bonus worden besproken, is het nuttig om de terminologie rond de '*executive*' duidelijk te formuleren en de samenstelling van het "compensatiepakket" te onderzoeken (paragraaf 1 en paragraaf 2).

4.1 Term 'Executive'

Na het doorzoeken van verschillende literatuurbronnen is gebleken dat er geen eenduidige definitie bestaat rond de exacte omschrijving wie de topmanager nu precies is. Uit de Belgische Corporate Governance Code kan men wel afleiden dat vaak het uitvoerend management als 'executive' wordt gezien. Er is wel sprake van een zekere flexibiliteit wat betreft de invulling ervan, maar onder uitvoerend management wordt op zijn minst gedacht aan alle uitvoerende bestuurders en alle leden van het directiecomité. De andere Belgische Code, namelijk Code Buysse, ziet het senior management, de CEO, de gedelegeerde bestuurder en zaakvoerder als mogelijke "executives". Volgens het Wetboek van Vennootschappen (artikel 524bis.) kunnen de leden van het directiecomité als 'executive' worden beschouwd.

4.2 Executive-compensation

De bezoldigingspolitiek die door verschillende ondernemingen en industrieën wordt toegepast kent een substantiële heterogeniteit. Toch bestaan de meeste *executive* beloningspakketten uit de volgende drie componenten: een vaste component, een variabele component en overige. Het basissalaris wordt als een vaste component van de beloning gezien. De bonus vormt samen met de aandeelgerelateerde en de langetermijnvergoeding het variabele gedeelte van de compensatie. Naast de vaste en de variabele vergoeding zijn er ook overige compensatiemogelijkheden. Hierbij denkt men aan de aanwerving- en beëindigingvergoeding en aan andere vergoedingen en voordelen, zoals het pensioenplan, de levensverzekering... (Murphy, 1999). Hierbij moet men wel opmerken dat pensioenplan en verzekeringen eventueel in de vaste component kunnen worden inbegrepen.

Tabel 2: *Executive* totale vergoeding

Salaris	Vast	Totale vergoeding
Bonus	Variabel	
Aandeelgerelateerde en langetermijnvergoeding		
Aanwervings- en beëindigingvergoeding	Overige	
Andere vergoeding en voordelen		

Bron: Eigen verwerking adhv literatuuronderzoek

De Belgische Corporate Governance Code spreekt eveneens over een uitsplitsing van de totale beloning van de CEO en het uitvoerende management.

"Bij de openbaarmaking van deze informatie (bedrag van de remuneratie en andere voordelen) wordt een uitsplitsing gemaakt tussen: (a) het basissalaris; (b) de variabele remuneratie: voor alle bonussen met vermelding van de vorm waarin deze variabele remuneratie werd betaald; (c) pensioen: de bedragen die tijdens het door het jaarverslag behandelde boekjaar werden betaald, met een toelichting over de toepasselijke pensioenregelingen; en (d) overige componenten van de remuneratie, zoals de kosten of de waarde van verzekeringen en voordelen in natura, met een toelichting van de bijzonderheden over de belangrijkste onderwerpen. "

4.2.1 Vaste vergoeding: basissalaris

Het basissalaris van de CEO en het uitvoerend management wordt meestal bepaald aan de hand van een competitieve benchmarking, gebaseerd op algemene industrieonderzoek en aangevuld met een gedetailleerde analyse van de geselecteerde industrie (bedrijfstak). De grootte van de onderneming speelt een belangrijke rol bij het bepalen van de hoogte van het vaste loon. De ondernemingsgrootte wordt traditioneel gemeten aan de hand van de ondernemingsomzet, hoewel ook de marktkapitalisatie van een bedrijf (de totale beurswaarde van een onderneming), steeds vaker wordt toegepast of ook nog de oudere maatstaf aantal personeelsleden.

De meeste *executives* besteden veel aandacht aan het basissalaris omwille van drie redenen. Ten eerste wordt het basissalaris als een belangrijk bestanddeel van de arbeidsovereenkomst gezien,

deze overeenkomst waarborgt meestal ook minimumverhogingen van de vaste component voor de komende vijf jaar. Ten tweede verkiezen risicoaverse managers een stijging van de vaste component, basissalaris, boven de stijging van de variabele component. De laatste reden is het feit dat andere componenten van de managersbeloning vaak worden gemeten aan de hand van de vaste component. Zo worden de bonussen vaak als een percentage van het basissalaris uitgedrukt. Ook het pensioenplan en andere voordelen zijn afhankelijk van de hoogte van de vaste component. Dus elke verhoging van het basissalaris heeft vaak een positieve invloed op de andere compensatiecomponenten (Murphy, 1999).

4.2.2 Variabele vergoeding: jaarlijkse bonus

Vaak wordt er in de ondernemingen gewerkt met een systeem van een jaarlijkse bonus. Zulke bonus is gebaseerd op de prestaties van de onderneming in een bepaald jaar. En zoals de Belgische Corporate Governance Code het voorschrijft, komen enkel de leden van het uitvoerend management in aanmerking voor bonussen gebaseerd op de prestaties van de vennootschap of van haar dochterondernemingen.

De Belgische Corporate Governance Code raadt aan de criteria voor de evaluatie van de bereikte prestaties ten opzicht van doelstellingen, alsook de evaluatieperiode te vermelden in het remuneratieverslag. Deze gegevens worden zo vermeld dat zij geen vertrouwelijke informatie leveren omtrent de strategie van de onderneming. De maatstaven die het meest worden gebruikt om de prestatie van de onderneming te meten zijn boekhoudkundige maatstaven, zoals omzet, winst, resultaat voor belastingen, EBIT. De bonussen worden ook vaak gebaseerd op EPS, ROA of ROE. De meest gebruikte niet-financiële prestatie maatstaf voor de jaarlijkse bonusplannen is de individuele prestatie. Deze maatstaf wordt gemeten ten opzichte van vooraf vastgestelde doelstellingen, almede de subjectieve beoordeling van individuele prestaties. Andere niet-financiële prestatie maatstaven zijn de klantentevredenheid, de operationele en/of strategische doelstellingen (zoals stijging van bedrijfscapaciteit) en de veiligheid van het bedrijf (Murphy, 1999).

De bonus focust zich meestal op de boekhoudkundige opbrengsten van jaar tot jaar, waardoor enkel de kortetermijnoriëntatie bevorderd kan worden. Deze compensatiecomponent moet worden aangevuld met de langetermijnprikkels die de risico-averse managers gaan stimuleren de gewaagde projecten met potentieel voor het behalen van langetermijnprestatiedoelen, aan te durven. Enkel op deze manier kan de langetermijnaandeelhouderswaarde gemaximaliseerd worden (Cordeiro, 2003).

4.2.3 Variabele vergoeding: aandeelgerelateerde voordelen

Zoals eerder vermeld vormen de aandeelgerelateerde beloningen vaak een deel van het vergoedingspakket van de managers. Deze vorm van beloning is variabel en zo goed als altijd meer langetermijngeoriënteerd. Enkele voorbeelden van aandeelgebonden beloningen zijn *restricted stock*, *performance share*, *stock options* (werknemersopties), *phantom stock*, *employee stock* en *purchase rights*.

Onder de eerste variabele beloningsvorm, *restricted stocks*, verstaat men de toekenning van de juridische en economische eigendom van de aandelen. Via deze toekenning werft de manager het stemrecht en het recht op dividenduitkering. Deze beloningsvorm heeft wel een *restricted* karakter wat betekent dat *stocks* verloren kunnen gaan na het intreden van een ontbindende voorwaarde (Van Gijzen & Rietveld, 2009).

Het *performance share* is een alternatief voor *restricted stock*, hier moet men wel bepaalde vooraf opgelegde langetermijndoelstellingen behalen alvorens men van het economisch voordeel van het aandeel mag genieten. Deze doelstellingen moeten meestal bijdragen tot de aandeelhouderswaardemaximalisatie (Bruggeman & Slagmulder, 2001,).

De volgende beloningsvorm, *stock options*, staat bekend als werknemersopties. Het is een recht dat wordt toegekend aan de werknemers om in een bepaalde periode tegen een vooraf vastgelegde prijs een bepaald aantal aandelen te mogen kopen (Van Gijzen & Rietveld, 2009).

Phantom stocks worden als spook aandelen beschouwd, aangezien er geen effectieve effecten aan de begunstigde overhandigd worden. Nochtans hebben deze fictieve aandelen de normale marktwaarde. Het voordeel aan deze variabele beloningsvorm is het feit dat er geen echte aandelen moeten worden uitgegeven. Wanneer de waarde van de aandelen op de beurs in de toekomst zal stijgen, ontvangt de eigenaar de meerwaarde in dezelfde periode (Bruggeman & Slagmulder, 2001).

Employee stock purchase rights worden als een aandelenaankoopplan gezien dat de managers toestaat om aandelen tegen een vooropgestelde prijs te kopen. Deze prijs zal waarschijnlijk een lichte korting bevatten (de Bruin, Blankemeijer & de Rooij, 2005).

Systemen op basis waarvan de leden van het uitvoerend management worden vergoed in de vorm van aandelen, aandelenopties of elk ander recht om aandelen te verwerven, worden vooraf door de aandeelhouders goedgekeurd via een resolutie op de algemene vergadering. Deze goedkeuring dient te slaan op het systeem zelf maar niet op de individuele toekenning van aandelengebonden vergoedingen onder het plan (Belgische Corporate Governance Code 2009).

4.2.4 Overige: aanwervings- en beëindigingsvergoeding

Onder het zevende principe van de Belgische Corporate Governance Code vindt men volgende richtlijn:

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

Er mag dus een geldelijke aansporing aan CEO, managers en bestuurders worden aangeboden om ze de functie van CEO, manager of bestuurder aan te laten nemen. Het kan gebeuren in de vorm van aandelen of cash.

De Belgische Corporate Governance Code heeft ook een richtlijn voorzien voor de vertrekvergoedingen van de CEO of andere leden van het uitvoerend management. De vertrekvergoedingen zijn de compensaties aan het management in geval van een vervroegde beëindiging van het contract. Dergelijke beëindiging van het contract kan plaats vinden bij overnames, fusies, herstructurering of bij onvoldoende overeenstemming over het voeren van beleid tussen de CEO en de aandeelhouders. Deze *exitbenefit* mag niet meer bedragen dan 12 maanden basis- en variabele remuneratie. Er kan eventueel een hogere vertrekvergoeding worden toegekend, en dat alleen op advies van het remuneratiecomité en beperkt tot maximaal 18 maanden basis- en variabele remuneratie.

4.2.5 Overige: andere vergoedingen en voordelen

Naast vaste en variabele vergoedingen kennen managers vaak ook andere vergoedingen zoals pensioensparen en tal van verzekeringen. De pensioenplannen bestaan in verschillende vormen, afhankelijk van de bezoldigingspolitiek van de onderneming. Buiten deze geldelijke beloningen bestaan er tal van niet-financiële voordelen voor de managers. De uitdagingen en de voldoening die de functie met zich meebrengt, de macht en het prestige vormen een deel van niet-geldelijke beloningen (Finkelstein & Hambrick, 1996).

4.3 De beïnvloedende factoren

4.3.1 Raad van bestuur

In het verleden zijn er een aantal wetenschappelijke studies uitgevoerd waarbij de relatie tussen de raad van bestuur en de vergoeding van CEO en/of het uitvoerend management werd bestudeerd. Uit deze studies is het gebleken dat de samenstelling van de raad van bestuur de

effectiviteit en de werking van de beloningspraktijken kan bepalen (Boyd, 1994; Conyon & Peck, 1998; Mangel & Singh, 1993).

Door de nauwe relatie tussen de CEO en de raad van bestuur heeft de CEO de mogelijkheid om invloed uit te oefenen op het doen en het denken van de raad. Hierdoor wordt aangenomen dat de raad niet altijd in staat is om de beloning van de CEO of van het uitvoerend management zo op te stellen dat de aandeelhouderswaarde gemaximaliseerd wordt (Core et al., 1999). Volgens Jensen (1993) zijn er nog andere redenen waarom de raad van bestuur ineffectief handelt. Hierbij verwijst hij naar het feit dat de CEO meestal de agenda samenstelt en het feit dat de CEO de mogelijkheid heeft om de informatie te filteren die aan de raad wordt verstrekt.

Uit andere onderzoeken is gebleken dat de raad van bestuur een belangrijke determinant is binnen het creëren van CEO-beloningspraktijken. De onderzoekers beweren dat de CEO-beloning hoger zal zijn indien:

- de CEO-dualiteit aanwezig is;
- de raad van bestuur groot is;
- de raad uit een kleiner percentage externe bestuurders bestaat.

4.3.1.1 CEO-dualiteit

Volgens Finkelstein en Hambrick (1996) kent de raad van bestuur twee bevoegdheden die direct en indirect invloed hebben op de ondernemingsprestatie.

Een ervan is het controleren en het disciplineren van het topmanagement, de opvolging en de beloning ervan. Ook de Belgische Corporate Governance Code is het hiermee eens. Volgens deze code is het aan de raad van bestuur om beslissingen te nemen omtrent de structuur van het uitvoerend management en omtrent de bevoegdheden en de plichten die aan het uitvoerend management zullen worden toevertrouwd (Belgische Corporate Governance Code bepaling 1.4). Verder moet de raad van bestuur toezicht houden op de prestaties van het uitvoerend management (Belgische Corporate Governance Code bepaling 1.3) en het bezoldigingsbeleid

opstellen in de vorm van een formele en transparante procedure. De raad van bestuur kan een remuneratiecomité oprichten dat voorstellen omtrent het remuneratiebeleid zal doen (Belgische Corporate Governance Code bepaling 5.4; bijlage E; bepaling 6.3).

De tweede bevoegdheid van de raad van bestuur, en waarschijnlijk de meest belangrijke, is het formuleren van de ondernemingsstrategie. Hierbij kan men denken aan het nemen van beslissingen omtrent diversificatie, resource management en de strategische veranderingen (Finkelstein en Hambrick, 1996). De Belgische Corporate Governance Code bekrachtigt deze bewering. Belgische Corporate Governance Code, bepaling 1.2, beveelt de raad van bestuur aan beslissingen te nemen over de waarden en de strategie van de onderneming, over haar bereidheid om risico's te nemen en over de voornaamste beleidslijnen.

Terwijl de raad van bestuur zich bezig houdt met het ratificeren en het controleren van de strategie, moet het uitvoerend management deze strategie eerst initiëren en erna implementeren (Fama & Jensen, 1983; Shleifer & Vishny, 1997). De twee corporate governance codes van België bevestigen deze redenering. Het uitvoerend management is verantwoordelijk voor het uitvoeren van de ondernemingsstrategie, het leiden van de vennootschap, alle informatie ten gepaste tijde te bezorgen aan de raad van bestuur en het afleggen van verantwoording en rekenschap aan de raad van bestuur (Belgische Corporate Governance Code en Code Buysse: bepaling 6.5).

Aan de hand van het bovenstaande kan worden geconcludeerd dat de raad van bestuur geleid door een voorzitter en het uitvoerend management onder de leiding van de CEO of onder de leiding van de gedelegeerde bestuurder over verschillende bevoegdheden beschikken. Daarom moet er aan het hoofd van de vennootschap een duidelijk onderscheid worden gemaakt tussen enerzijds de verantwoordelijkheid voor het leiden van de raad van bestuur en anderzijds de uitvoerende verantwoordelijkheid voor het leiden van de ondernemingsactiviteiten (Belgische Corporate Governance Code en Code Buysse: bepaling 1.5). De leiderschapsstructuur waarbij de CEO-functie en het voorzitterschap van de raad van bestuur door één individu worden uitgeoefend (CEO-dualiteit) moet worden vermeden.

Zoals eerder al werd beschreven hoort de raad van bestuur de belangen van de aandeelhouders optimaal te waarborgen en dus staat de raad van bestuur in voor de maximalisatie van de aandeelhouderswaarde. Om dit doel te bereiken delegeert de raad van bestuur de bevoegdheden aan de managers en oefent toezicht uit op het management. Wanneer het voorzitterschap van de raad van bestuur door de CEO wordt uitgeoefend is het risico groot dat de efficiëntie van de raad van bestuur dalen. En dit omwille van het feit dat de CEO over te veel macht beschikt over de raad van bestuur en zo de kans krijgt om eigen belangen na te streven. (Finkelstein & D'Aveni, 1994). Dit kan de principaal-agentproblematiek verscherpen. Core, Holtausen en Larcker (1999) zien CEO-dualiteit als een belangrijke aanduiding van zwakke corporate governance binnen een onderneming.

In het geval van CEO-dualiteit bestaat er dus kans dat de CEO zijn macht gaat gebruiken voor het nastreven van eigen belangen in plaats van die van de aandeelhouders (Finkelstein & D'Aveni, 1994). Volgens Cordeiro & Veliyath (2003) beschikt de CEO in zulke situatie over voldoende macht om zijn beloningspakket te beïnvloeden. Hieruit kan men afleiden dat CEO-dualiteit in een onderneming positief gerelateerd is aan het compensatieniveau van de CEO. Volgens Core et al. (1999) zal de beloning van de CEO 20 à 40 procent hoger zijn als de CEO tevens de voorzitter is van de raad van bestuur.

Er moet wel worden opgemerkt dat niet alle onderzoekers tot de conclusie zijn gekomen dat CEO-dualiteit een significante relatie heeft met de managementvergoeding (Canyon & Peck, 1998; Pukthuanthong et al., 2004).

Hypothese 1: De bonus is positief gerelateerd aan CEO-dualiteit.

4.3.1.2 Grootte raad van bestuur

Uit onderzoek is het gebleken dat naarmate de groepen groter worden, de effectiviteit van de samenwerking in deze groep of de productiviteit van deze groep zal afnemen. Er is dan namelijk

sprake van een procesverlies, dat het gevolg kan zijn van het gebrek aan motivatie of coördinatie binnen deze groep (Steiner, 1972; Hackman, 1990).

Omwille van de bovenstaande bevindingen bekritisieren verscheidene wetenschappers de prestaties van een grote raad van bestuur. Ze bevelen aan de grootte ervan te limiteren om gebrekkige communicatie en trage besluitvorming tegen te gaan en zo de effectiviteit van de raad te bevorderen. Lipton en Lorsch (1992) bevelen een raad van bestuur van maximaal zeven of acht bestuurders aan. Ook Jensen (1993) raadt een kleine raad van bestuur aan. In zijn ogen is een raad van bestuur die samengesteld is uit meer dan zeven of acht personen minder functioneel en gemakkelijker manipuleerbaar door de CEO. Firstenberg en Malkiel (1994) volgen Lipton en Lorsch (1992) en Jensen (1993) in hun redenering. Er bestaat wel een keerzijde van de medaille: de raad van bestuur met een beperkte grootte heeft een kleinere variëteit aan expertise, mening en deskundigheid.

De Belgische Corporate Governance Code heeft geen concrete aanbeveling over de grootte van de raad van bestuur, maar wel een richtlijn:

‘De raad van bestuur is klein genoeg met het oog op een efficiënte besluitvorming. De raad van bestuur is groot genoeg opdat zijn leden ervaring en kennis uit diverse domeinen kunnen bijdragen en opdat wijzigingen in de samenstelling van de raad van bestuur ongehinderd kunnen worden opgevangen’.

Yermack (1996) heeft in zijn onderzoek een relatie ontdekt tussen de grootte van de raad van bestuur en de *executive* compensatie. Verder onderzochten Core, Holthausen en Larcker (1999) deze relatie. Ze kwamen tot de conclusie dat er een positieve samenhang bestaat tussen de twee variabelen. Wanneer de raad van bestuur met één bestuurder toeneemt, stijgt het totale compensatiepakket van de CEO met 30.601 dollar. Ook Holthausen en Larcker (1993) merkten een positief verband op tussen de beloning van de CEO en de grootte van de raad.

Men kan uit die onderzoeken dus concluderen dat er mogelijk een relatie bestaat tussen het aantal bestuurders in een raad van bestuur en de compensatie van een CEO. Dit omwille van de macht die de CEO verwerft bij te grote raden van bestuur waarbij hij dus ook de mogelijkheid verkrijgt om de besluitvorming van de raad betreffende zijn compensatie, te manipuleren. Ondersteunend aan de bovenstaande bevindingen zal er worden onderzocht naar een mogelijke relatie tussen de grootte van de raad van bestuur en de jaarlijkse bonus van CEO bij Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Hypothese 2: De bonus is positief gerelateerd aan de grootte van de raad van bestuur.

4.3.1.3 Externe bestuurders

Een raad van bestuur bestaande uit een groot aantal interne bestuurders blijkt meer gevoelig te zijn voor een nauwe relatie met de CEO. Omwille van deze nauwe relatie is de kans groot dat het compensatieniveau van de CEO disproportioneel hoog en niet overeenstemmend zal zijn aan de ondernemingsprestaties (Boyd, 1994). Theoretisch gezien kan een raad van bestuur bestaande uit vooral externe bestuurders zich verzetten tegen de invloed die wordt uitgeoefend door de CEO of door de andere interne bestuurders. Zulke raden zullen de managers objectiever belonen (Fama, 1980; Mizruchi, 1983; Singh and Harianto, 1989). In extreme gevallen zullen deze raden de slecht presterende managers zelfs vervangen.

De Belgische Corporate Governance Code beveelt aan dat het benoemingscomité en het remuneratiecomité uit een meerderheid van onafhankelijke bestuurders moet bestaan (De Belgische Corporate Governance Code: bijlage D en F), om zo de rechtvaardige benoeming en remuneratie van de bestuurders, van de CEO en van de andere leden van het uitvoerend management te bevorderen.

De externe bestuurders zorgen dus dat het beloningsniveau van de CEO en het uitvoerend management getemperd wordt en in overeenstemming gebracht wordt met de arbeidsmarkt en de industriële normen (Mangel & Singh, 1993). Uit de bovenstaande bevindingen kan dus worden

geconcludeerd dat er een negatieve relatie bestaat tussen de proportie aan externe bestuurders in een raad van bestuur en de *executive* compensatie.

Hypothese 3: De bonus is negatief gerelateerd aan het aantal externe leden in de raad van bestuur.

Er zijn nochtans studies die het tegenovergestelde beweren, namelijk een positieve relatie tussen de CEO-compensatie en het percentage van de externe bestuurders in de raad van bestuur Lambert et al. (1993) en Boyd (1994). Vaak zijn de externe bestuurders zelf CEO's van andere ondernemingen wat een band schept met de CEO, die hierdoor de mogelijkheid krijgt om meer invloed uit te oefenen op de raad van bestuur (O'Reilly *et al.*, 1990). De CEO's kunnen ook de externe bestuurders manipuleren door ze lucratieve contracten en adviesopdrachten aan te bieden. (Singh and Harianto, 1989).

4.3.2 Ondernemings specifieke variabelen

4.3.2.1 Ondernemingsgrootte

De ondernemingsgrootte is een ondernemings specifieke variabele die de compensatie van het uitvoerend management beïnvloedt. De reden hiervan kan worden uitgelegd aan de hand van het managerialistperspectief, dat al eerder werd toegelicht in hoofdstuk drie.

Dit perspectief veronderstelt dat de *executives* meer geïnteresseerd zijn in het doen toenemen van de ondernemingsgrootte dan in het maximaliseren van de winsten. Dit doet zich voor omwille van het feit dat de ondernemingsgrootte sneller zal leiden tot een verhoging van het loon, de macht en het prestige (Marris 1964, Williams 1985, Herman 1981, Aoki 1984). De recentere onderzoeken richten zich op een aantal aspecten die het managerialistperspectief nader toelichten. CEO's verkiezen de ondernemingsomvang als een criterium voor hun compensatie, omwille van de invloed die ze kunnen uitoefenen op de ondernemingsgrootte (Kroll Simons & Wright 1990).

Daarnaast wordt de ondernemingsgrootte vaak gebruikt als een verantwoordingsmiddel voor het CEO-loon, aangezien in grote ondernemingen een hogere graad van organisatieverantwoordelijkheid moet worden gedragen (Kostiuk, 1990; Posner, 1987). Deze grotere ondernemingen vereisen ook meer *human capital* om de zaken draaiend te houden (Agarwal, 1981).

Tosi et al. (2000) hebben een meta-analyse uitgevoerd om de resultaten uit de vorige onderzoeken te kunnen vergelijken. Deze studie testte de relaties tussen de ondernemingsgrootte, ondernemingsprestatie en de beloning van de CEO. De onderzoekers hebben aan de hand van deze studie aangetoond dat de ondernemingsgrootte voor 40 procent de totale CEO-beloning verklaart. Ook Cordeiro en Veliyath (2003) vonden een positief verband tussen de CEO-beloning en de ondernemingsomvang. Een grotere verantwoordelijkheid lag ook hier aan de basis van deze positieve relatie.

Hypothese 4: De bonus is positief gerelateerd aan de ondernemingsgrootte.

4.3.2.2 Ondernemingsprestaties

Praag (2005) heeft een literatuuronderzoek uitgevoerd naar de relatie tussen de beloning van de topbestuurders en de bedrijfsprestaties. Zo concludeerde ze dat de relatie tussen de cashbeloning (het vaste salaris en de bonus) en de bedrijfsprestaties laag is, maar dat deze relatie wel een stijgende lijn laat zien. Ook onderzoekers als Jensen & Murphy (1990) beweren dat de relatie tussen de twee variabelen laag, maar zeker aanwezig is. Men kan eveneens deze zwakke relatie afleiden uit de meta-analyse van Tosi et al. (2000).

Pay-for-performance beloningen verlenen aan de CEO de nodige prikkels om de strategieën zo in werking te zetten dat de aandeelhouderswaarde toeneemt. Men kan dus concluderen dat door het koppelen van de beloning aan de prestatie, het belangenconflict verkleind zal worden. Deze redenering werd al eerder uitgelegd, namelijk in hoofdstuk drie.

Zoals eerder vermeld zijn de bonussen gekoppeld aan de vooropgestelde doelstellingen en worden ze gebaseerd op de behaalde prestaties. Ze worden vaak gebaseerd op de backwardlooking-boekhoudkundige maatstaven. De bonussen bevatten vaak een discretionair deel zodat op basis van subjectieve beoordeling van de prestaties en de omstandigheden waaronder ze tot stand zijn gekomen aanpassingen kunnen worden gedaan (Praag 2005).

Hypothese 5: De bonus is positief gerelateerd aan de ondernemingsprestatie.

De literatuur bevat nog twee beïnvloedende factoren die wij in het empirische deel van deze masterproef niet verder zullen behandelen daar zij moeilijk empirisch te testen zijn op basis van de beperkte informatie die in het jaarverslag gegeven wordt. Het gaat om ondernemingsdiversificatie en ondernemingsrisico. Hieronder worden deze kort besproken.

4.3.2.3 Ondernemingsdiversificatie

Een van de aspecten uit de ondernemingsstrategie die een positieve impact kunnen hebben op de compensatie van het uitvoerend management (Balkin et al., 2000) is diversificatie, omwille van het ontstaan van een hogere complexiteit in de functie van de CEO. Opereren in verschillende industrieën vereist vakkennis van diverse productmarkten en een juiste bepaling van de prioriteiten bij het alloceren van de middelen (Rose & Shepard, 1997). Daarnaast vergen *multiple productlines* inzicht in verschillende soorten klanten en concurrenten. Al deze factoren zorgen voor moeilijkheden bij het coördineren en controleren van de operationele acties in de onderneming, wat de complexiteit binnen de CEO-functie doet stijgen. Hieruit leidt men af dat de totale diversificatie een positieve relatie heeft met de CEO-compensatie (Cordeiro & Veliyath, 2003).

4.3.2.4 Ondernemingsrisico

Om de aandeelhouderswaarde te kunnen maximaliseren moeten topmanagers soms grotere risico's durven nemen. Het aangaan van bepaalde risico's kan een deuk veroorzaken in het presteren van de organisatie, waardoor de compensatie van de CEO verlaagd kan worden. Er is zijn twee soorten risico's: het systematische en het niet-systematische risico. Het eerste risico is verbonden aan de

algemene omgeving. Men denkt hierbij aan de energieprijzen en aan de wetgeving. Deze soort risico's kan niet worden gediversifieerd door stockholders. Het niet-systematische risico kan wel gediversifieerd worden door stockholders, die in goed gediversifieerde portefeuilles beleggen. Dit soort risico is uniek aan de onderneming: stakingen, gerechtelijke vervolgingen. De combinatie van systematische en niet-systematische risico's geven het totale risico (Cordeiro & Veliyath, 2003).

Tijdens hun tewerkstelling in de onderneming investeren managers *human capital* in deze onderneming. De waarde van hun *human capital asset* is verbonden met de prestatie van de onderneming. Als managers te veel risico's nemen en deze niet goed inschatten, kan de ondernemingsprestatie afzakken. Door een slechte prestatie van de onderneming kunnen de managers hun baan verliezen, en dus ook hun inkomsten, maar ook hun reputatie (Cordeiro & Veliyath, 2003). Al deze factoren maken managers risicoavers aangaande beslissingen die een bepaalde graad van verhoogd risico inhouden. Anderzijds zal een hoger totaal risico een positieve invloed hebben op de complexiteit van de CEO-functie, wat op zijn beurt een positieve invloed kan hebben op de beloning van de CEO (Cordeiro & Veliyath, 2003).

4.4 Besluit

In dit hoofdstuk werd de compensatie van de *executives* toegelicht. De meeste *executive* beloningspakketten bestaan uit de volgende drie componenten: een vaste component, een variabele component en overige. Het basissalaris wordt als een vaste component gezien. De bonussen en de aandeelgerelateerde voordelen vormen samen de variabele component. Daarnaast is er een derde component, overige: aanwervings- en beëindigingsvergoeding, andere vergoedingen en voordelen.

Verder in het hoofdstuk werden er statistische determinanten besproken die een invloed kunnen hebben bij het bepalen van de bonus. Zo bleek de samenstelling van de raad van bestuur de effectiviteit en de werking van de beloningspraktijken te bepalen; CEO-dualiteit, de grootte van de

raad van bestuur en het aandeel van externe bestuurders spelen hier een rol. Aangezien in ondernemingen waar CEO-dualiteit aanwezig is de kans groter is dat de CEO het beloningspakket kan beïnvloeden, luidt hypothese 1: CEO-dualiteit is positief gerelateerd aan het compensatieniveau van de CEO. Ook in ondernemingen met een te grote raad van bestuur bestaat de kans dat de CEO het beloningspakket gaat beïnvloeden, dus luidt de tweede hypothese: de bonus is positief gerelateerd aan de grootte van de raad van bestuur. Volgens een aantal onderzoekers zal de aanwezigheid van de externe bestuurders in de raad van bestuur een negatieve relatie hebben met de bonus, aangezien de externe bestuurders zorgen dat het beloningsniveau van de CEO en het uitvoerend management getemperd wordt en in overeenstemming gebracht wordt met de arbeidsmarkt en de industriële normen (Mangel & Singh, 1993). Uit de bovenstaande bevindingen volgt hypothese drie: de bonus is negatief gerelateerd aan de proportie van externe bestuurders in een raad van bestuur en de *executive* compensatie. Ook determinanten als de ondernemingsgrootte en de ondernemingsprestatie spelen een rol bij het vastleggen van de bonus. Deze variabelen kennen een positieve relatie met de variabele component, de bonus. Dit zijn hypothese vier en vijf. De bovenstaande vijf hypothesen zullen worden getest in het empirische gedeelte van dit onderzoek.

HOOFDSTUK 5: Praktijkonderzoek

In dit hoofdstuk wordt het feitelijke empirisch onderzoek uitgevoerd rond het analyseren van de kortetermijnbeloning, de bonus, van topmanagers in Belgische beursgenoteerde bedrijven. In paragraaf 1 wordt de verzameling van data toegelicht. De gegevens voor dit onderzoek werden verworven met behulp van het doorzoeken van jaarverslagen van Belgische beursgenoteerde ondernemingen en het raadplegen van de BEL-FIRST databank. Daarna werd een database opgesteld. Paragraaf 2 bespreekt de variabelen die betrekking hebben op de hypothesen. Er wordt een onderscheid gemaakt tussen afhankelijke en onafhankelijke variabelen. Na het bespreken van de variabelen wordt het empirisch onderzoek uitgevoerd, dit gebeurt in paragraaf 3. Deze paragraaf bespreekt de beschrijvende statistiek van de gegevens en de evolutie van de bonus. In dezelfde paragraaf worden ook de hypothesen getoetst met behulp van de T-test en wordt er ook een meervoudig regressiemodel opgesteld.

5.1 Dataverzameling

Voor de analyse van de kortetermijnbeloning van het topmanagement werd de gehele populatie van beursgenoteerde ondernemingen in België onderzocht. Onder Belgische beursgenoteerde bedrijven worden alle bedrijven verstaan die een toelating hebben om hun aandelen te verhandelen op de Eurolist by Euronext Brussels. Er werd geen opsplitsing gemaakt tussen de bedrijven waarvan de effecten verhandeld worden op continuummarkt en op fixingmarkt. De bedrijven uit deze twee segmenten werden dus allemaal opgenomen in het onderzoek. De lijst van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen is bekomen na het raadplegen van de site van Euronext (www.euronext.com). Volgens de gegevens van deze site zijn er honderdtal bedrijven genoteerd op deze Belgische beurs.

Vervolgens werden de jaarverslagen van de beursgenoteerde ondernemingen bestudeerd en werd er een database in Excel opgemaakt met de volgende variabelen:

- naam van de onderneming;
- basissalaris en jaarlijkse bonus van de CEO;
- basissalaris en jaarlijkse bonus van het *executive management* exclusief CEO;
- aantal leden van het *executive management*;
- aanwezigheid/ afwezigheid van de CEO-dualiteit;
- grootte van de raad van bestuur;
- aantal externe bestuurders in de raad van bestuur.

Het jaar 2008 was op het moment van het onderzoek het laatste boekjaar waarvoor volledige boekhoudgegevens ter beschikking waren gesteld. Hierdoor zijn alle gegevens in dit onderzoek gebaseerd op de jaren 2006, 2007 en 2008.

Verder werd de database aangevuld met andere variabelen (ondernemingsgrootte en ondernemingsprestatie) die werden verworven door de BEL-FIRST databank te raadplegen. BEL-FIRST staat voor 'Financial Reports and Statistics on Belgian and Luxembourg Companies' en bevat

gedetailleerde financiële informatie over meer dan 300.000 ondernemingen, gepubliceerd door het Bureau Van Dijck Electronic Publishing (BVDEP). Bij het opzoeken van de gegevens via BEL-FIRST is er een onderscheid gemaakt tussen de data uit de enkelvoudige jaarrekeningen en de data uit geconsolideerde jaarrekeningen. Aangezien bij de meeste beursgenoteerde ondernemingen de kortetermijnbonus gebaseerd is op de prestaties van de totale geconsolideerde groep en aangezien alle beursgenoteerde ondernemingen sinds 2005 verplicht zijn te rapporteren volgens IFRS (International Financial Reporting Standards), is er beslist geweest om rekening te houden met de geconsolideerde cijfers. Daar de IFRS-jaarrekeningen niet volgens een vast schema worden opgesteld bevat de BEL-FIRST databank veel ontbrekende gegevens, soms konden wij dit aanvullen met gegevens uit het jaarverslag maar ook dat was niet altijd even informatief. Daardoor vielen er nogal wat ondernemingen af.

Na het verzamelen van alle benodigde gegevens uit de jaarverslagen van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen en uit de BEL-FIRST databank telt de opgestelde database 44 ondernemingen. In eerste instantie werden uit het honderdtal beursgenoteerde ondernemingen slechts die geselecteerd welke informatie over hun kortetermijnbeloningspolitiek bekend maakten. Sinds 2008 zijn er aantal zaken veranderd omtrent het remuneratiebeleid in België. Zo is er sinds kort een nieuw wet, de wet met betrekking tot het remuneratiecomité. Deze regelgeving verplicht elke beursgenoteerde onderneming een remuneratieverslag op te stellen waarin het bedrag van de remuneratie, zowel variabel als vast, moet bekend gemaakt worden. Daarnaast werd Corporate Governance Code (2004) aangepast. De Code 2009 bevat een aantal belangrijke wijzingen. Deze wijzingen betreffen volgende punten: de scheiding tussen de functie van voorzitter van de raad van bestuur en de functie van CEO, de rol van de raad van bestuur, de remuneratie van de topmanagers en de volledige transparantie van de remuneratie en de vertrekkingsvergoedingen. In dit onderzoek werden alle entiteiten die geen informatie beschikbaar stelden over de bonussen van de CEO of de bonussen van het topmanagement geëlimineerd uit het bestand. In tweede instantie werd er gezocht naar informatie met betrekking tot de onafhankelijke variabelen en dit aan de hand van de BEL-FIRST databank. Na het verzamelen van deze gegevens, werd de database tenslotte aangevuld met de data uit het jaarverslag van de desbetreffende ondernemingen. De

organisaties waarover te weinig informatie beschikbaar was werden verwijderd uit de database. In bijlage 1 bevindt zich de volledige lijst van alle Belgisch beursgenoteerde ondernemingen die in dit onderzoek worden geanalyseerd.

Er werd bij de analyse rekening gehouden met zogenoemde *outliers* (ook uitschieters of uitbijters genoemd). Het gaat om een of meer buitengewoon grote of kleine waarden in een gegevensverzameling. Er zijn drie redenen waarom zulke uitbijter zich kan voordoen. Ten eerste kan het gaan om een gegeven dat onjuist is overgenomen of, ten tweede, om een verkeerd gegeven dat in de gegevensverzameling opgenomen is. In zulke situaties moet het gegeven gecorrigeerd of verwijderd worden vooraleer de analyse start. Ten slotte kan het zijn dat een outlier niets anders is dan een ongebruikelijke waarde is, dat goed is weergegeven en moet dus blijven staan in de gegevensverzameling (De Vocht, 2007). In elk geval worden de outliers onderzocht.

5.2 Variabelen

In dit paragraaf worden alle variabelen toegelicht die voorkomen in de hypothesen. Deze variabelen worden opgedeeld in twee soorten: afhankelijke variabelen en onafhankelijke variabelen. De variabele die wordt verklaard of voorspeld, wordt in regressieterminologie de afhankelijke variabele genoemd, terwijl de variabele die gebruikt wordt om de waarde van de afhankelijke variabele te voorspellen, de onafhankelijke variabele wordt genoemd (Anderson et al., 1998).

5.2.1 Afhankelijke variabelen

In het vorige hoofdstuk werd toegelicht dat het *executive* beloningspakket uit de volgende drie componenten bestaat: een vaste component, een variabele component en overige (Murphy, 1999). In dit praktijkgericht onderzoek wordt enkel de kortetermijnvariabele component bestudeerd,

namelijk de jaarlijkse bonus van de *executives*. Na het bestuderen van de jaarverslagen bleek dat benaming 'bonus' veel synoniemen kent, onder anderen: jaarlijkse incentive, variabele bezoldiging...

In deze masterproef werd er een opsplitsing gemaakt tussen de bonus van een CEO en de bonus van het uitvoerende management (exclusief CEO) om zo de relatie met de onafhankelijke variabelen beter te kunnen bestuderen. Bij het onderzoeken van de bonus van het uitvoerende management wordt er gewerkt met een gemiddelde individuele bonus, dus bonus per hoofd.

5.2.2 Onafhankelijke variabelen

Elk van de vijf hypothesen bevat minstens een variabele die invloed zou moeten uitoefenen op de onafhankelijke variabele, de bonus. Vooraleer er wordt overgegaan tot het toetsen van de hypothesen, worden de maatstaven van de afhankelijke variabelen besproken.

5.2.2.1 CEO-dualiteit

Door CEO-dualiteit bestaat er kans dat CEO zijn macht gaat gebruiken voor het nastreven van eigen belangen in plaats van die van de aandeelhouders (Finkelstein & D'Aveni, 1994). In zulke leiderschapstructuur beschikt de CEO over voldoende macht om zijn beloningspakket te beïnvloeden (Cordeiro, 2003). Hieruit kan men afleiden dat CEO-dualiteit in een onderneming positief gerelateerd is aan het compensatieniveau van de CEO.

De onafhankelijke variabele, CEO-dualiteit wordt omgezet naar een dichotome variabele, ook wel *dummy* genoemd, met de waarden van '0' en '1'. Wanneer leiderschapstructuur als CEO-dualiteit in een onderneming van toepassing is, bedraagt de waarde van een dergelijke dummy '1' en wanneer dit niet het geval is, bedraagt de waarde '0'.

5.2.2.2 Grootte raad van bestuur

Aan de hand van de bevindingen uit hoofdstuk vier kan men concluderen dat er een relatie bestaat tussen de grootte van de raad van bestuur en de compensatie van een CEO. De grootte van de raad van bestuur zal worden gemeten aan de hand van het aantal bestuurders die de raad telt. Zowel natuurlijke als rechtspersonen werden hiertoe gerekend.

5.2.2.3 Externe bestuurders

Een extern iemand wordt gedefinieerd als een persoon die geen vroegere werknemer, vroegere manager of vroeger kaderlid van het bedrijf is en geen relatie heeft met één van deze personen. Een onafhankelijke bestuurder is een externe persoon die geen andere link heeft met het bedrijf buiten deze van aandeelhouder of bestuurder (Blair, 1995).

In het kader van dit onderzoek wordt er onder externe bestuurder elke bestuurder verstaan die:

- naast zijn bestuursmandaat geen andere actieve functie opneemt binnen het bedrijf;
- benoemd is op voordracht van de houders van aandelen (vertegenwoordiger);
- onafhankelijk bestuurslid is.

Deze onafhankelijke variabele wordt gebruikt om een aandeel externen in een onderneming te koppelen aan de hoogte van de bonus. Er zal dus worden gewerkt met de verhouding tussen het aantal externe bestuurders en de grootte van de raad van bestuur.

5.2.2.4 Ondernemingsgrootte

Zoals uit het literatuuronderzoek is gebleken, wordt vaak de remuneratie van *executives* gekoppeld aan de grootte van de onderneming. Daarom zal de ondernemingsgrootte in het empirische onderzoek bestudeerd worden. Deze onafhankelijke variabelen zal worden gemeten aan de hand van het balanstotaal van de onderneming.

5.2.2.5 Ondernemingsprestatie

De ondernemingsprestatie kan een belangrijke rol spelen bij het bepalen van de bonus van het topmanagement en de CEO. Deze beïnvloedbaar factor wordt gemeten aan de hand van

boekhoudkundige maatstaven: omzet, winst van het boekjaar en rendabiliteit. Aangezien de bonussen vaak worden gekoppeld aan de ondernemingsprestatie van de voorbije jaar, hebben de juist opgenoemde maatstaven betrekking op het voorgaande boekjaar, namelijk boekjaar 2007.

De tabel hieronder geeft een overzicht van de afkortingen en de maatstaven van alle variabelen, zowel afhankelijke als onafhankelijke, weer.

Tabel 3: Lijst van afkortingen - variabelen

Determinant	Afkorting	Betekenis
<i>Afhankelijke variabelen</i>		
Bonus van de CEO	BonusCEO	De bonus van een CEO, 2008
Bonus van het topmanagement	BonusExeCo	De bonus van een lid van het <i>executive team</i> , exclusief CEO, 2008
<i>Onafhankelijke variabelen</i>		
CEO-dualiteit	CEODualiteit	De CEO-dualiteit, 2008
Grootte van de raad van bestuur	GrRvB	De grootte van de raad van bestuur, 2008
Externe bestuurders	EXT	Het aantal externe bestuurders, 2008
	aandeelEXT	Verhouding tussen het aantal externe bestuurders en de grootte van raad van bestuur, 2008
Ondernemingsgrootte	TA	Totale activa, 2008
Ondernemingsprestatie	OMZET	Omzet, 2007
	WINST2007	Winst van het boekjaar na belastingen, 2007
	WINST2008	Winst van het boekjaar na belastingen, 2008
	RTA	Brutorendabiliteit van totale activa, 2007
	REV	Rendabiliteit van eigen vermogen, 2007

Bron: Eigen verwerking

5.3 Empirische resultaten

5.3.1 Beschrijvende statistiek

In de onderstaande tabel wordt er een overzicht gegeven van de belangrijkste beschrijvende statistieken van de afhankelijke en onafhankelijke variabelen. Deze gegevens zijn berekend op basis van data uit 44 ondernemingen waarvan de informatie beschikbaar was . Uit de tabel kan per variabele het aantal geldige gegevens, het aantal *missing values*, het gemiddelde, de mediaan, de standaardafwijking, het minimum en het maximum worden afgelezen.

Tabel 4: Beschrijvende statistiek

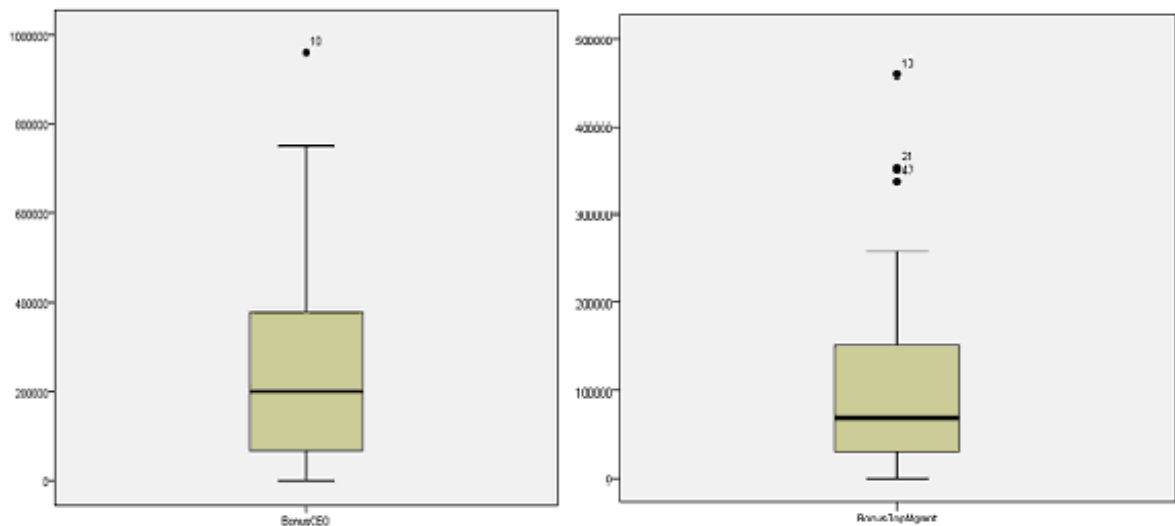
	N		Gemiddelde	Mediaan	Std. afwijking	Min.	Max.
	Val	Mis					
BonusCEO	41	3	249.153,41	200.000	240.668,050	0	960.000
BonusExeCo	42	2	100.294,32	67.849,61	106.371,96	0	448.009
CEODualiteit	44	0	0,07	0	0,26	0	1
GrRvB	44	0	10,70	10	4,13	5	25
EXT	43	1	6,30	5	3,52	2	20
Enkelvoudige jaarrekening							
TA	41	3	470.000.000	141.000.000	573.400.000	1.967.871	1.825.869.281
WINST2007	37	7	46.731.000	2.425.600	85.467.500	-18.097.403	286.000.000
WINST2008	41	3	8.311.217,10	256.349	101.900.000	-202.816.354	3.432.85.523
OMZET	37	7	147.000.00	6.911.500	296.311.000	1.845,00	1.530.000.000
RTA	39	5	6,88	7,6500	37,33	-198,63	93,06
REV	39	5	6,28	1,6	56,08	-320,78	53,48
Geconsolideerde jaarrekening							
TA	42	2	3.147.600.000	1.138.600.000	5.494.290.000	15.895.000	28.700.000.000
WINST2007	44	0	229.770.000	48.098.000	569.632.000	-7.671.000	3.050.000.000
WINST2008	42	2	105.000.000	19.518.000	364.000.000	-595.000.000	2.099.000.000
OMZET	35	9	1.282.600.000	4,5700E8	2,19061E9	3.832.000	9.570.000.000
RTA	42	2	0,04	0,048	0,097	-0,48	0,25
REV	43	1	0,27	0,107	01,24	-1,38	8,07

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Het gemiddelde van een jaarlijkse bonus voor een CEO bedroeg in 2008 €249.153, terwijl de incentive van andere leden van het *executive team* per hoofd slechts €100.294 was. Wij kunnen dus besluiten dat de bonus van een CEO ongeveer twee keer hoger ligt dan die van de andere leden van het uitvoerend management. Dit kan worden verklaard door de verdeling van het takenpakket en de verantwoordelijkheden tussen deze twee functies. De CEO is nu eenmaal het gezicht van de onderneming en moet vaak belangrijke beslissingen nemen in verband met het beleid en de sturing van de organisatie.

Er moet wel worden opgemerkt dat de mediaan (67.849,61) van de variabele 'bonus' van het topmanagement sterk afwijkt van het gemiddelde (100.294) van dezelfde variabele. Dit kan wijzen op het bestaan van uitschieters. Na het tekenen van de boxplots is te zien dat BonusCEO een uitschieter heeft met waarde van 960.000, het gaat hier om onderneming CMB. Daarnaast heeft eveneens BonusEXeCO uitschieters, namelijk vier. Het gaat hier om cases 10, 21 en 42, respectievelijk om volgende bedrijven CMB, Hamon & Cie en UCB.

Figuur 1: Boxplot BonusCEO en BonusExeCO



Verder kan men vaststellen dat de afhankelijke variabelen een grote spreiding kennen. Dit kan worden afgeleid uit de standaarddeviatie die 240.668 en 106.371, resp. voor de bonus van de CEO en de bonus van het topmanagement, bedraagt en uit de grote spreiding tussen het minimum (0)

en het maximum. De spreidingsbreedte voor de bonus van de CEO bedraagt 960.000 en die van het *executive management* 448.009.

Van de 44 onderzochte beursgenoteerde ondernemingen zijn er slechts drie ondernemingen waar de voorzitter van de raad van bestuur ook de functie van CEO bekleedt. CEO-dualiteit komt dus voor in slechts zeven procent van de gevallen, wat niet verwonderlijk is daar het wordt afgeraden door de corporate governance code.

Volgens Lipton en Lorsch (1992), Firstenberg en Malkiel (1994) en Jensen (1993) is een raad van bestuur het meest efficiënt als die samengesteld is uit zeven of acht personen. De raad van bestuur van de onderzochte beursgenoteerde ondernemingen telt hier gemiddeld 10 à 11 personen. Voor deze variabele bedroeg de mediaan 10. In 2008 bestond de raad van bestuur van de onderzochte ondernemingen uit minstens vijf en maximaal uit 25 bestuurders. Verder zijn er gemiddeld zes externe bestuurders die zetelen in het bestuur. De Belgische raden van bestuur zijn dus eerder groot te noemen wat theoretisch tot grotere CEO-bonussen zou leiden hoewel dat voor de groep als geheel zeker niet waar is.

5.3.2 Evolutie van de bonus en de *bonuspay-out*

Om de derde deelvraag van deze masterproef te kunnen beantwoorden, werd er met behulp van Microsoft Excel de evolutie van de bonus, het basissalaris en de *bonuspay-out* (verhouding tussen de bonus en het basissalaris) onderzocht. De resultaten hiervan zijn te vinden in de onderstaande tabellen en in bijlage 2.

Uit tabel 5 kan worden afgeleid dat in 2008 de gemiddelde bonus van een CEO ongeveer twee keer groter is dan de gemiddelde bonus van de rest van het topmanagement. In 2006 was dat ongeveer 2,6 keer meer. Verder bestond de gemiddelde bonus van een CEO in 2008 uit 44,52 procent van het basissalaris, terwijl dat in 2006 90,12 procent was. De *bonuspay-out* van het overige

topmanagement was iets minder hoog, namelijk 38,83 procent in 2008 en 62,54 procent in 2006. De *bonuspay-out* daalde door de daling van de bonus enerzijds en de merkelijke stijging van het basissalaris anderzijds. In bijlage 2 zijn de figuren te vinden. Aan de hand van deze figuren kunnen de verschillen tussen de beloningen van de CEO en van het topmanagement visueel worden bestudeerd. In het conjunctureel slechte jaar 2008 zijn de CEO-bonussen duidelijk sterk gedaald, terwijl 2007 slechts een lichte stijging ten opzichte van 2006 laat zien. Voor de rest van het topmanagement is de trend dezelfde maar veel minder uitgesproken.

De resultaten uit het onderzoek van Hewitt Associates B.V lieten zien dat de werkelijke bonusuitkering van de CEO een stijgende lijn kende door de beschouwde jaren heen. In 2002 bedroeg de bonus € 243.296 en in 2005 was dit €444.660, dit is een stijging van 45 procent. De bonus in de Belgische beursgenoteerde ondernemingen evolueerde in de periode 2006-2008 in tegenovergestelde richting. De gemiddelde bonus van de CEO daalde in die periode met 44,01 procent en de bonus van het topmanagement daalde met 31,84 procent. Het ligt voor de hand dit toe te schrijven aan is de internationale financiële crisis die ontstond vanaf de late zomer van 2007. Aangezien de ondernemingsprestaties in die periode zwakker waren dan de jaren voordien ontvingen een aantal CEO's geen of een veel lagere bonus dan gewoonlijk. Door de zware financiële druk moesten de ondernemingen gaan besparen, hoewel het gemiddelde basissalaris verder toenam.

Tabel 5: Het gemiddelde van de bonus, het basissalaris en de *bonuspay-out*

	2008	2007	2006
Gemiddelde bonus			
CEO	€ 249.153	€ 445.035,22	€ 410.346,78
TOP	€ 100.294,36	€ 147.154,28	€ 158.138,10
Gemiddelde basissalaris			
CEO	€ 617.785,00	€ 580.603,97	€ 505.467,36
TOP	€ 294.497,50	€ 287.849,11	€ 249.393,28
Gemiddelde <i>bonuspay-out</i>			
CEO	44,52%	84,41%	90,12%
TOP	38,83%	50,41%	62,54%

Bron: Eigen verwerking mbv Microsoft Excel

Tabel 6: De evolutie van de bonus, het basissalaris en de bonuspay-out

	2008-2007	2007-2006	2008-2006
Evolutie gemiddelde bonus			
CEO	-44,01%	8,45%	-39,28%
TOP	-31,84%	-6,95%	-36,58%
Evolutie gemiddelde basissalaris			
CEO	6,40%	14,86%	22,22%
TOP	2,31%	15,42%	18,09%
Evolutie gemiddelde bonuspay-out			
CEO	-47,26%	-6,34%	-50,60%
TOP	-32,83%	-19,40%	-45,86%

Bron: Eigen verwerking mbv Microsoft Excel

Door het beperkt aantal ondernemingen kunnen uitzonderlijke evoluties in enkele ondernemingen natuurlijk een grote invloed op het geheel hebben. De gemiddelde bonus van de leden van het topmanagement wordt sterk beïnvloed door de volgende bedrijven: CMB, UCB en Hamon & Cie. Bij een vergelijking van deze bonussen met de gemiddelde bonus van een lid van 100.294 euro, zijn de verschillen direct te zien. Daarom zal er later onderzocht worden of we deze waarden al dan niet moeten uitsluiten bij het toetsen van de hypothesen.

Tabel 7: Extreme waarden bij topmanagement-bonussen

		Onderneming	Waarde	Ond. grootte (Totaal der activa)
Hoogste	1	CMB	458.009	871.424.160
	2	UCB	336.337	5.991.430
	3	Hamon & Cie	351.667	117.233.652

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Ook de bonussen van de CEO hebben zoals al aangegeven extreme waarden. Ook deze zullen verder in het onderzoek nader bestudeerd worden en indien nodig uit de verdere analyse worden weggelaten. De grootste CEO-bonussen werden toegekend door CMB, UCB, Telenet Group, Delhaize Group en Realdolmen.

Tabel 8: Extreme waarden bij de CEO-bonussen

		Onderneming	Waarde	Ond. grootte (Totaal der activa)
Hoogste	1	CMB	960.000	871.424.160
	2	UCB	751.119	5.991.430
	3	Telenet Group	745.500	1.574.707.298
	4	Delhaize Group	700.000	6.334.868
	5	Realdolmen	578.035	206.616.692

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

5.3.3 Normale verdeling

Vooraleer de werkelijke analyse van de hypothesen wordt aangevat, zal er worden nagegaan of de verzamelde data al dan niet normaal verdeeld zijn. Als dit duidelijk niet het geval is kunnen bepaalde testen, zoals parametrische testen en regressieanalyses, vertekende resultaten opleveren. Het is dus van belang om na te gaan of er sprake is van normale verdeling om te kunnen beslissen of parametrische dan wel niet-parametrische toetsen moeten worden gebruikt. Deze vereiste is hier verplicht omwille van de relatief kleine omvang van de steekproef (Gujarati, 2003). De binaire variabele "CEO-dualiteit" zal niet worden getoetst, vermits de waarden van deze variabele slechts nul en één kunnen aannemen.

Er zijn een aantal testen die de normaliteit van de variabelen testen, zoals de Kolmogorov-Smirnov test, de Skewness- en de Kurtosiscoëfficiënt of de Jarque-Bera statistiek. In dit onderzoek zal de normale verdeling worden getoetst door de Kolmogorov-Smirnov test. Deze test gaat na of de verdeling van de data significant verschillend is van de normale verdeling:

Ho: er is geen verschil tussen de verdeling van de variabele en de normale verdeling

Ha: er is een verschil tussen de verdeling van de variabele en de normale verdeling

Indien de p-waarde (significantieniveau) lager is dan vijf procent, is de verdeling van de variabele significant verschillend van de normale verdeling en mag de nulhypothese verworpen worden. Het aanvaarden van de alternatieve hypothese betekent dat er geen sprake is van normale verdeling.

Tabel 9: Kolmogorov-Smirnov test 1

	Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
BonusExeCo	,221	,000
BonusCEO	,193	,001
GrRvB	,181	,001
EXT	,178	,001
aandelEXT	,119	,134
Enkelvoudige jaarrekening		
TA	,234	,000
WINST2007	,335	,000
WINST2008	,351	,000
OMZET	,320	,000
RTA	,399	,000
REV	,359	,000
Geconsolideerde jaarrekening		
TA	,284	,000
WINST2007	,338	,000
WINST2008	,299	,000
OMZET	,335	,000
RTA	,298	,000
REV	,408	,000

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Uit de bovenstaande tabel blijkt dat enkel de variabele "aandelEXT" normaal verdeeld is. Een mogelijke verklaring hiervoor is de aanwezigheid van uitschieters. In onderstaande tabel wordt er een overzicht gegeven van de aanwezige uitschieters van alle variabelen.

Tabel 10: Uitschieters

Variabele	Onderneming	Waarde	Ond.grootte (Totaal der Activa)
BonusCEO	CMB	960.000	871.424.160
BonusExeCo	UCB	458.009	871.424.160
	CMB	336.337	5.991.430
	Hamon & Cie	351.667	117.233.652
GrRvB	KBC Group	25	14.141.694

	Fluxys	24	2.603.919
EXT	KBC Group	24	14.141.694
Enkelvoudige jaarrekening			
TA	-	-	-
Winst2007	Mobistar	286205050,00	1.176.906.546
	Sofina	267590664,00	1.620.538.261
	Omega Pharma	224981520,00	1.289.829.517
	CMB	157379766,00	871.424.160
Omzet	Mobistar	1526560750,00	1.176.906.546
	Tessenderlo Chemie	643817474,00	1.016.370.028
	Bakaert NV	607999080,00	1.781.263.064
REV	Keyware Technologies NV SA	-320,78	9.896.718
RTA	CMB	93,06	871.424.160
	Keyware Technologies NV SA	-198,63	9.896.718
Geconsolideerde jaarrekening			
TA	Anheuser-Busch InBev	28.699.000.000	28.699.000.000
	GBL	19.382.000.000	19.382.000.000
Winst2007	Anheuser-Busch InBev	3.048.000.000	28.699.000.000
	GBL	2.273.000.000	19.382.000.000
Omzet	Solvay	9.572.000.000	11.180.000.000
	Umicore	8.309.909.000	3.285.323.000
RTA	MObistar	0,25	1.181.328.000
	Umicore	0,20	3.285.323.000
REV	CMB	8,07	Niet gegeven

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Om te zien of het elimineren van deze uitschieters iets verandert aan de verdeling van de variabelen, werd er een nieuwe Kolmogorov-Smirnof test uitgevoerd, deze keer zonder de outliers. Na het bestuderen van de bekomen resultaten, bleek dat weglating van de uitschieters de verdeling niet veranderde en dat alle variabelen nog steeds geen normale verdeling kenden. Om deze reden werd er beslist om de outliers in dit onderzoek te behouden.

Om vertekende resultaten uit de weg te gaan zullen deze variabelen getransformeerd worden naar natuurlijke logaritmen om zo de impact van de outliers te beperken (Abraham & Cox, 2007).

Tabel 11: Kolmogorov-Smirnov test na de transformatie in Ln

	Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
Ln(BonusExeCo)	,232	,200
Ln(BonusCEO)	,092	,200
Ln(GrRvB)	,119	,127
Ln(EXT)	,116	,173
Enkelvoudige jaarrekening		
Ln(TA)	,153	,017
Ln(WINST2007)	,119	,200
Ln(OMZET)	,102	,200
Ln(RTA)	,099	,200
Ln(REV)	,122	,200
Geconsolideerde jaarrekening		
Ln(TA)	,094	,200
Ln(WINST2007)	,077	,200
Ln(OMZET)	,154	,055
Ln(RTA)	,124	,125
Ln(REV)	,121	,138

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Na de transformatie blijken alle variabelen niet meer significant af te wijken van een normale verdeling. Het testen van de hypothesen gebeurt dus aan de hand van de Ln van desbetreffende variabele.

5.3.4 Univariate analyse: toetsen van de hypothesen

Bij het toetsen van de hypothesen wordt een betrouwbaarheid van 95 procent vooropgesteld, wat overeenkomt met een p-waarde van vijf procent. Door een significantieniveau van 0,05 te kiezen, loopt men vijf procent de kans dat de nulhypothese ten onrechte zal verworpen worden (De Vocht, 2006).

Eerst zal bij elke hypothese de correlatie tussen de betreffende variabelen worden onderzocht met behulp van de parametrische Pearson Test. Aan de hand van de hieruit vloeiende gegevens kan de sterkte en de richting van een verband tussen twee variabelen worden bestudeerd. De

correlatiecoëfficiënt geeft de richting van een relatie weer, dit kan ofwel positief ofwel negatief zijn. Indien de p-waarde kleiner of gelijk is aan 0,05 dan is de correlatiecoëfficiënt significant.

Het effectief testen van de hypothesen gebeurt aan de hand van een Student's T-test. Deze test onderzoekt of de twee gemiddelden aan elkaar gelijk zijn. De bijhorende hypothesen hierbij zijn:

Ho: het gemiddelde van groep 1 = het gemiddelde van groep 2

Ha: het gemiddelde van groep 1 \neq het gemiddelde van groep 2

Om van bepaalde gegevens twee groepen te kunnen maken werd er gewerkt met de mediaan van de desbetreffende variabele. Groep 1 met de gegevens onder de mediaan en groep 2 met de gegevens boven de mediaan.

Hypothese 1a: De bonus van een CEO is positief gerelateerd aan de CEO-dualiteit

Uit de Kolmogorov-Smirnov test is gebleken dat de bonus van een CEO niet normaal verdeeld is. Hierdoor zal de correlatie tussen de twee variabelen worden getest aan de hand van het logaritme van de variabele "bonusCEO".

Tabel 12: Pearson correlatie hypothese 1a

		BonusCEO
CEO-dualiteit	Correlationcoefficient	,252
	Sig. (2-tailed)	,144

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Uit de bovenstaande gegevens kan worden afgeleid dat er geen statistisch significante correlatie bestaat tussen de CEO-bonus en de CEO-dualiteit.

Dit zal ook worden getest aan de hand van een T-test. Volgende hypothesen werden getoetst:

Ho: het gemiddelde van groep 1 (geen dualiteit) = het gemiddelde van groep 2 (wel dualiteit)

Ha: het gemiddelde van groep 1 \neq het gemiddelde van groep 2

Tabel 13: T-test voor hypothese 1a

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means	
	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)
CEO-dualiteit	3,048	,090	-1,496	,144

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Ook de resultaten van de T-test concluderen dat er geen significant verband bestaat tussen CEO-dualiteit en de bonus van de CEO.

Hypothese 1b: De bonus van het topmanagement is positief gerelateerd aan de CEO-dualiteit.

Tabel 14: Pearson correlatie hypothese 1b

BonusExeCo		
CEO-dualiteit	Correlationcoefficient	-,537
	Sig. (2-tailed)	,001

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Deze parametrische test laat een negatief verband zien tussen de bonus van het topmanagement en CEO-dualiteit met een significantieniveau van 0,01. De bovenstaande bevindingen spreken de literatuurstudie tegen. De reden hiervan is mogelijk een te beperkte beschikbaarheid van de gegevens in dit onderzoek. Aangezien in slechts drie van de 44 ondernemingen sprake is van CEO-dualiteit zouden de uitkomsten in tabel 14 vertekend kunnen zijn.

Evenzo werd een T-test uitgevoerd. Uit tabel 15 kan worden afgeleid dat er een significant verband bestaat tussen de CEO-dualiteit en de bonus die het topmanagement ontvangt.

Tabel 15: T-test voor hypothese 1b

	Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means	
	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)
CEO-dualiteit	94,988	0,000	3,763	,001

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Hypothese 2a: De bonus van de CEO is positief gerelateerd aan de grootte van de raad van bestuur.

Tabel 16: Pearson correlatie hypothese 2a

BonusCEO		
GrRvB	Correlationcoefficient	,364
	Sig. (2-tailed)	,032

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Uit de bovenstaande tabel blijkt dat de Pearson Test een significante relatie aangeeft tussen de grootte van de raad van bestuur en de bonus van de CEO. Verder wordt er een T-test uitgevoerd. Om deze test te kunnen uitvoeren, is het logaritme van de variabele "grootte van de raad van bestuur" opgesplitst in twee groepen en dit met behulp van de mediaan (2,3026).

Tabel 17: T-test voor hypothese 2a

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means	
	F	Sig.	T	Sig. (2-tailed)
GrRvB	1,672	,205	3,022	,005

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

De resultaten uit de T-test bevestigen een significante relatie tussen de grootte van de raad van bestuur en de bonus van een CEO. Uiteraard kan het zijn dat deze relatie in werkelijkheid tot stand komt op basis van de grootte van de onderneming: als een grote raad van bestuur een kenmerk van een grote onderneming zou zijn, zou de grote CEO-bonus afhankelijk kunnen zijn van de grootte van de onderneming. Dit wordt verder getoetst.

Hypothese 2b: De bonus van het topmanagement is positief gerelateerd aan de grootte van de raad van bestuur.

Ook de correlatie tussen de bonus van het topmanagement en de grootte van de raad van bestuur werd onderzocht met behulp van een parametrische test, Pearson correlatie.

Tabel 18: Pearson correlatie hypothese 2b

Bonus topmanagement		
GrRvB	Correlationcoefficient	-,124
	Sig. (2-tailed)	,463

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Bovenstaande gegevens laten geen significant verband zien tussen de grootte van de raad van bestuur en de hoogte van de bonus. Om dit te bevestigen wordt eveneens de T-test uitgevoerd.

Tabel 19: T-test voor hypothese 2b

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means	
	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)
GrRvb	0,942	,338	-,343	,734

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Hypothese 3a: De bonus van de CEO is negatief gerelateerd aan het aantal externe bestuurders in de raad van bestuur.

Zoals eerder uitgelegd staat, zal de aanwezigheid van externe bestuurders worden getest op basis van de "aandeelEXT" variabele. Deze variabele geeft de verhouding weer tussen het aantal externe bestuurders en de grootte van de raad van bestuur. Deze variabele is normaal verdeeld en er zal dus geen logaritme van getrokken worden. Uit de resultaten van Pearson-test en de t-test blijkt dat de hoogte van de bonus niet beïnvloed is door het aantal externe bestuurders (sig.>0,05).

Tabel 20: Pearson correlatie hypothese 3a

BonusCEO		
aandeelEXT	Correlationcoefficient	,023
	Sig. (2-tailed)	,899

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Tabel 21: T-test voor hypothese 3a

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means	
	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)
aandeelEXT	,229	,636	,743	,463

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Hypothese 3b: De bonus van het topmanagement is negatief gerelateerd aan het aantal externe bestuurders in de raad van bestuur.

Zowel de resultaten van de Pearson-test als de T-test geven weer dat er geen statistisch significante relatie bestaat tussen de externe bestuurders en de bonus van het *executive team*.

Tabel 22: Pearson correlatie hypothese 3b

BonusExeCo		
aandeelEXT	Correlationcoefficient	,293
	Sig. (2-tailed)	,082

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Tabel 23: T-test voor hypothese 3b

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means	
	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)
aandeelEXT	,931	,342	1,285	,207

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Hypothese 4a: De bonus van de CEO is positief gerelateerd aan de ondernemingsgrootte

De grootte van de onderneming kan worden gemeten aan de hand van verschillende factoren. In dit onderzoek is er voor de volgende variabele gekozen: het balanstotaal.

De Kolmogorov-Smirnov test liet zien dat deze variabele geen normale verdeling heeft. De relatie tussen de bonus en de ondernemingsgrootte is met volgende twee testen onderzocht: Pearson correlatie en de T-test. Aangezien de variabele niet normaal verdeeld is, werd ze eerst omgezet naar natuurlijke logaritme.

Tabel 24: Pearson correlatie hypothese 4a

		BonusCEO
<i>Enkelvoudige jaarrekening</i>		
TA	Correlationcoefficient	-,027
	Sig. (2-tailed)	,886
<i>Geconsolideerde jaarrekening</i>		
TA	Correlationcoefficient	,525
	Sig. (2-tailed)	,002

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Tabel 25: T-test voor hypothese 4a

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means	
	F	Sig.	T	Sig. (2-tailed)
<i>Enkelvoudige jaarrekening</i>				
TA	1,098	,303	-,014	,989
<i>Geconsolideerde jaarrekening</i>				
TA	,028	,869	2,348	,025

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Na het bestuderen van de correlatie tussen de variabele "BonusCEO" en het totaal der activa, kan worden geconcludeerd dat er de uitkomsten uit de enkelvoudige en uit de geconsolideerde jaarrekening elkaar tegenspreken. Volgens de gegevens afkomstig van enkel de moederonderneming is er geen statistisch significant verband, terwijl de gegevens uit de geconsolideerde jaarrekening wel een significante positieve relatie laat zien. Zo kan dus worden geconcludeerd dat de bonus van de CEO samenhangt met de grootte van de ondernemingsgroep gemeten in functie van het balanstotaal.

Hypothese 4b: De bonus van het topmanagement is positief gerelateerd aan de ondernemingsgrootte

De resultaten uit de onderstaande twee tabellen (tabel 26 en tabel 27) laten zien dat er geen significante relatie bestaat tussen de individuele bonus van het topmanagement en de ondernemingsgrootte (balanstotaal), noch op enkelvoudige noch op geconsolideerde basis.

Tabel 26: Pearson correlatie hypothese 4b

		BonusExeCo
Enkelvoudige jaarrekening		
TA	Correlationcoefficient	,024
	Sig. (2-tailed)	,889
Geconsolideerde jaarrekening		
TA	Correlationcoefficient	-,117
	Sig. (2-tailed)	,503

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Tabel 27: T-test voor hypothese 4b

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means	
	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)
Enkelvoudige jaarrekening				
TA	1,289	,264	,080	,937
Geconsolideerde jaarrekening				
TA	1,280	,266	,016	,987

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Hypothese 5a: De bonus is positief gerelateerd aan de ondernemingsprestatie

De ondernemingsprestatie bij deze hypothese zal getoetst worden met behulp van de volgende variabelen: OMZET, WINST2007, WINST2008, RTA en REV. Deze variabelen zijn afkomstig uit financiële verslagen van 2007 (behalve WINST2008), aangezien de bonussen vaak gekoppeld worden aan de voorgaande prestaties van de onderneming. Deze variabelen zijn telkens omgezet in hun logaritme.

In de eerste tabel werd de correlatie getoetst tussen de bonus van de CEO en de onafhankelijke variabelen. Hieruit kan worden afgeleid dat volgens de gegevens afkomstig uit de enkelvoudige jaarrekening geen enkele onafhankelijke variabele significant in relatie staat met de afhankelijke, de bonus van de CEO. Dit wordt bevestigd door de resultaten van de T-testen.

Anderzijds tonen de gegevens afkomstig uit de geconsolideerde jaarrekening van de Groep dat er wel degelijk een positieve relatie bestaat tussen de bonus en de ondernemingswinst. Dit kan worden afgeleid uit tabel 28 waar de winst van 2007 en de winst van 2008 positief gecorreleerd zijn met de bonus van de CEO. Ook uit tabel 29 blijkt dat de bonus en de winst van 2007 significante relatie hebben. De relatie van de bonus en de winst van 2008 is volgens de T-test slechts significant op het niveau van tien procent. Hierdoor besluiten we dat hoe hoger de geconsolideerde winst van het voorbije jaar is, hoe groter de huidige CEO-bonus zal zijn. Verrassend is er geen verband met de rendabiliteitsratio's en evenmin met de omzet.

Tabel 28: Pearson correlatie hypothese 5a

BonusCEO		
<i>Enkelvoudige jaarrekening</i>		
WINST 2007	Correlationcoefficient	-,252
	Sig. (2-tailed)	,215
WINST 2008	Correlationcoefficient	,313
	Sig. (2-tailed)	,157
OMZET	Correlationcoefficient	-,014
	Sig. (2-tailed)	,942
RTA	Correlationcoefficient	,040
	Sig. (2-tailed)	,838
REV	Correlationcoefficient	,017
	Sig. (2-tailed)	,936
<i>Geconsolideerde jaarrekening</i>		
WINST 2007	Correlationcoefficient	,428
	Sig. (2-tailed)	,013
WINST 2008	Correlationcoefficient	,553
	Sig. (2-tailed)	,003
OMZET	Correlationcoefficient	,272
	Sig. (2-tailed)	,170

REV	Correlationcoefficient	,230
	Sig. (2-tailed)	,205
RTV	Correlationcoefficient	-,029
	Sig. (2-tailed)	,875

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Tabel 29: T-test voor hypothese 5a

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means	
	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)
Enkelvoudige jaarrekening				
WINST2007	,026	,874	-1,067	,297
WINST2008	1,585	,223	1,729	,099
OMZET	,026	,872	-,017	,986
RTA	,087	,770	,105	,917
REV	,772	,388	-,652	,521
Geconsolideerde jaarrekening				
WINST 2007	,283	,599	2,236	,033
WINST 2008	,013	,910	1,767	,090
OMZET	,000	,987	1,087	,288
REV	,458	,504	1,010	,320
RTV	,044	,835	-,676	,504

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Hypothese 5b: De bonus van het topmanagement is positief gerelateerd aan de ondernemingsprestatie

Uit de onderstaande tabellen blijkt dat de gemiddelde bonus van het uitvoerend management geen relatie heeft met de ondernemingsprestatie.

Tabel 30: Pearson correlatie hypothese 5b

BonusExeCo		
Enkelvoudige jaarrekening		
WINST2007	Correlationcoefficient	,018
	Sig. (2-tailed)	,928
WINST2008	Correlationcoefficient	-,101
	Sig. (2-tailed)	,645
OMZET	Correlationcoefficient	,244
	Sig. (2-tailed)	,178

NRTA	Correlationcoefficient	,076
	Sig. (2-tailed)	,680
NREV	Correlationcoefficient	,135
	Sig. (2-tailed)	,484
Geconsolideerde jaarrekening		
WINST 2007	Correlationcoefficient	-,122
	Sig. (2-tailed)	,487
WINST 2008	Correlationcoefficient	,36
	Sig. (2-tailed)	,06
OMZET	Correlationcoefficient	,171
	Sig. (2-tailed)	,366
REV	Correlationcoefficient	,156
	Sig. (2-tailed)	,379
RTV	Correlationcoefficient	-,098
	Sig. (2-tailed)	,587

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Tabel 31: T-test voor hypothese 5b

	Levene's Test for Equality of Variances		T-test for Equality of Means	
	F	Sig.	t	Sig. (2-tailed)
Enkelvoudige jaarrekening				
WINST2007	3,114	,090	,367	,717
WINST 2008	1,244	,277	-,086	,933
OMZET	1,961	,172	,091	,928
NTA	1,651	,209	1,180	,247
REV	1,763	,195	,919	,366
Geconsolideerde jaarrekening				
WINST 2007	1,251	,271	,080	,937
WINST 2008	,071	,792	1,104	,280
OMZET	2,163	,153	1,187	,245
RTV	,566	,458	-,516	,609
REV	,746	,394	-,151	,881

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

5.3.5 Multipele regressie

In dit gedeelte zal er een regressieanalyse worden uitgevoerd. Aan de hand van een multipele (meervoudige) regressie is het mogelijk een lineair regressiemodel te maken tussen een

afhankelijke variabele en meerdere onafhankelijke variabelen. Gujarati (2003) definieert een regressie als een studie die de gemiddelde waarde van een variabele (afhankelijke) probeert in te schatten of te voorspellen op basis van de vaste waarden van andere variabelen (onafhankelijke variabelen).

Met behulp van multipele regressie zal er worden nagegaan of er een verband bestaat tussen de bonus en de onafhankelijke variabelen: CEO-dualiteit, grootte van raad van bestuur, aandeel externe bestuurders in de raad van bestuur, ondernemingsgrootte en -prestatie. Er zal dus worden onderzocht welke variabelen een invloed uitoefenen op de hoogte van de bonus, zowel bij de CEO als bij het *executive management*.

5.3.5.1 Bonus van de CEO

Bij de eerste regressie wordt er nagegaan of er een relatie bestaat tussen de CEO-bonus en de vijf onafhankelijke variabelen: CEO-dualiteit, grootte van de raad van bestuur, aandeel van externe bestuurders, ondernemingsgrootte en -prestatie. Deze zijn reeds afzonderlijk getest tijdens de univariate analyse, nu zal er worden nagegaan of er een gemeenschappelijke relatie in groep bestaat. Aan de hand van de standaardmethode van meervoudige regressie is volgende output ontstaan:

Tabel 32: ANOVA– bonusCEO (standaard methode)

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	6,848	6	1,141	1,362	,285
Residual	14,249	17	,838		
Totaal	21,097	23			

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

De ANOVA-tabel geeft de uitkomsten weer van de variantie-analyse. Aan de hand van deze analyse kan worden nagegaan of het hele model van regressie significant is. Helaas blijkt uit de F-toets dat het model niet als statistisch significant gezien mag worden (sig.>0,05).

Tabel 33: Coefficients

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
Constant	5,333	2,987		1,786	,092
CEO	,791	,991	,169	,798	,436
aandeelEXT	-,064	1,115	-,013	-,057	,955
GrRvB	,122	,627	,045	,195	,847
TA	,240	,346	,368	,693	,498
WINNST2008	,192	,187	,346	1,029	,318
WINNST2007	-,101	,282	-,186	-,359	,724

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17

Tabel 33 geeft telkens weer dat er geen significante meervoudige relatie bestaat tussen de afhankelijke variabele en de onafhankelijke variabelen.

5.3.5.2 Bonus van het topmanagement

Na het onderzoeken van een causaal verband tussen de CEO-bonus en de onafhankelijke variabelen, is het nu de beurt om de relatie tussen de bonus van het directiecomité en de regressors te onderzoeken. Zoals bij de vorige regressie, wordt eerst aandacht besteed aan de ANOVA-tabel. Uit deze tabel kan worden afgeleid dat het regressiemodel eveneens niet significant is en dit op basis van een F-test.

Tabel 34: ANOVA – bonusExeCO (standaard methode)

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	5,831	6	,972	1,144	,376
Residual	16,138	19	,849		
Totaal	21,969	25			

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Tabel 35: Coefficients

	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
Constant	6,890	2,891		2,384	,028
CEO	-,592	,989	-,124	-,598	,557
aandeelEXT	-,438	,985	-,099	-,445	,662
GrRvB	-,364	,631	-,128	-,576	,571

TA	,059	,323	,095	,181	,858
WINNST2008	-,030	,180	-,056	-,167	,870
WINNST2007	,270	,252	,535	1,072	,297

Bron: Eigen verwerking mbv SPSS 17.0

Tabel 35 laat zien dat er geen enkele van de variabelen een significante coëfficiënt heeft.

5.4 Interpretatie van de resultaten

In deze masterproef werd er gewerkt met data afkomstig uit de BEL-FIRST databank en de jaarverslagen van de beursgenoteerde ondernemingen. De eerste stap was het selecteren van alle Belgische beursgenoteerde ondernemingen die de informatie omtrent de variabele vergoeding van hun topmanagers bekend maakten. Er werd dus geen steekproef getrokken, maar alle beursgenoteerde ondernemingen werden onderzocht. Na het opmaken van een database van de bonussen van de CEO's en de bestuurders, konden nu de onafhankelijke variabelen worden onderzocht. De variabelen, zoals de grootte van de raad van bestuur, de CEO-dualiteit en het aantal externe bestuurders, zijn gehaald uit de jaarverslagen van de entiteiten. De andere variabelen, zoals de winst, de omzet, de rendabiliteit en het totaal der activa, werden in eerste instantie opgezocht in de BEL-FIRST databank, ontbrekende data werden aangevuld met de gegevens uit de jaarverslagen van de desbetreffende onderneming. Bij het verzamelen van de financiële data is er een onderscheid gemaakt tussen de enkelvoudige jaarrekening en de geconsolideerde jaarrekening. Een geconsolideerde jaarrekening geeft een jaarlijks overzicht weer van de financiële situatie van een groep, opgesteld door het moederbedrijf, waarin alle dochterondernemingen worden opgenomen. Aangezien het grootste deel van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen een groep vormt met hun dochterondernemingen en omdat alle beursgenoteerde ondernemingen verplicht zijn een jaarrekening op te maken die voldoet aan de IFRS-normen, leek het me relevant om een onderscheid te maken tussen de twee soorten jaarrekeningen.

Na het uitvoeren van de beschrijvende statistiek zijn een aantal interessante bevindingen naar voren gekomen. Zo bleek de gemiddelde jaarlijkse bonus van een CEO in 2008 €249.153 te bedragen, wat ongeveer twee keer hoger is dan de gemiddelde individuele bonus van een ander lid van het directiecomité, €100.294. Dit kan worden verklaard door de verdeling van het takenpakket en de verantwoordelijkheden tussen deze twee functies. Een andere interessante uitkomst is dat in slechts drie van de onderzochte Belgische beursgenoteerde ondernemingen CEO-dualiteit als leidersschapsstijl aanwezig is. Dit is dus in slechts zeven procent van de gevallen. Hieruit kan

worden geconcludeerd dat aanbeveling 1.5 van de Belgische Corporate Governance Code 2009 door 93 procent van de 44 onderzochte ondernemingen vrijwillig gevolgd wordt. Er is een duidelijk onderscheid tussen enerzijds de verantwoordelijkheid van het leiden van de raad van bestuur en anderzijds de uitvoerende verantwoordelijkheid voor het leiden van de ondernemingsactiviteiten. Aangezien slechts drie ondernemingen de CEO-dualiteit toepassen, zorgt dit voor problemen bij het toetsen van hypothese 1. Deze zal later worden besproken. Uit de beschrijvende statistiek wordt eveneens afgeleid dat de raad van bestuur gemiddeld uit 10 à 11 leden bestaat. Volgens een aantal wetenschappelijke artikels is een raad van bestuur het meest efficiënt als die samengesteld is uit zeven of acht personen. Hier scoren de Belgische ondernemingen dus ook redelijk goed op, zij het aan de te grote kant.

Verder in het hoofdstuk werd de evolutie geanalyseerd van de gemiddelde bonus, het gemiddelde vaste salaris en de gemiddelde *bonuspay-out*. Een algemene conclusie hier is dat de gemiddelde variabele vergoeding is gedaald voor zowel de CEO's als voor de bestuurders. Een mogelijke verklaring hiervan is natuurlijk de internationale financiële crisis die ontstond in de late zomer van 2007.

Na het nagaan of de waarnemingen niet significant afwijken van de normaalverdeling en na het omzetten van de niet-normaal verdeelde gegevens in hun logaritmen, werden vijf hypothesen getoetst. De toetsing gebeurde zowel voor de CEO als voor gemiddelde bonus van een ander lid van het topmanagement. Zoals eerder opgemerkt, werd er ook een onderscheid gemaakt tussen de financiële gegevens afkomstig uit de jaarrekening van een groep en uit de jaarrekening van een enkelvoudige rechtspersoon, de moeder.

De eerste hypothese test de relatie tussen CEO-dualiteit en de bonus. Uit de literatuurstudie bleek dat in de ondernemingen waar de CEO ook de voorzitter is van de raad van bestuur de bonus hoger zal zijn dan in de ondernemingen die geen CEO-dualiteit vertoonden. Na het toetsen van de hypothese met behulp van een T-test en de correlatie-test, bleek dat er geen relatie bestaat tussen CEO-dualiteit en de bonus van een CEO. Er bleek wel een relatie te zijn tussen CEO-dualiteit en de

bonus van de andere leden van het topmanagement. Het gaat hier om een negatieve relatie, wat de literatuurstudie tegenspreekt. Zoals eerder vermeld staat, is CEO-dualiteit slechts in zeven procent van de onderzochte ondernemingen aanwezig, het gaat om slechts drie ondernemingen.

De tweede hypothese toetst de relatie tussen de grootte van de raad van bestuur en de bonus. Volgens de literatuurstudie moet er een positief verband bestaan tussen deze twee variabelen, omdat de CEO een grotere manipulatiemacht heeft in een onderneming met een grote raad van bestuur. Deze hypothese wordt ondersteund voor de CEO, maar niet voor de andere leden van het uitvoerend team.

In de derde hypothese werd de relatie onderzocht tussen de proportie van de externe bestuurders en de bonus. In het literatuuronderzoek kwamen twee stellingen naar voren omtrent de relatie tussen de bonus van een CEO en de externe bestuurders. Er zijn onderzoekers die beweren dat de externe bestuurders voor het temperen van het beloningsniveau van de CEO en het uitvoerend management zorgen (Mangel & Singh, 1993). Deze onderzoekers suggereerden dat er een negatieve relatie tussen de proportie aan de externe bestuurders in een raad van bestuur en de *executive* compensatie bestaat. Daarnaast zijn er ook onderzoekers die het tegenovergestelde beweren, namelijk een positieve relatie tussen de CEO-compensatie en het percentage van de externe bestuurders in de raad van bestuur Lambert et al. (1993) en Boyd (1994). Geen enkele van deze stellingen kon worden bevestigd aan de hand van dit empirisch onderzoek.

In de voorlaatste hypothese werd onderzocht of de bonus positief gerelateerd is aan de ondernemingsgrootte die werd gemeten aan de hand van het totaal der activa. Na het uitvoeren van de parametrische testen bleek weer dat enkel de bonus van de CEO een relatie kent met de onafhankelijke variabelen. Zoals in de literatuurstudie werd beweerd kunnen CEO's vaak ondernemingsgrootte als criterium voor hun beloning laten gelden, wat voor hen een stabielere factor is.

De allerlaatste hypothese test het verband tussen de ondernemingsprestatie en de bonus. De ondernemingsprestatie werd gemeten aan de hand van de volgende variabelen: omzet van 2007, winst van 2007 en van 2008, rendabiliteit in 2007. Deze variabelen zijn afkomstig uit 2007 aangezien de bonussen vaak gekoppeld worden aan de prestaties van het voorgaande jaar. Na de toetsing bleek dat er werkelijk een relatie bestaat tussen de bonus van de CEO en de ondernemingsprestatie die gemeten werd aan de hand van de winst van de groep. Zowel Pearson correlatie als de T-test geven weer dat er een positieve relatie bestaat tussen de bonus van een CEO en de winst van het voorgaande jaar, dus van 2007. Naast de winst van 2007 bleek ook de winst van het huidige jaar een relatie te hebben met de hoogte van de bonus van een CEO, maar dit op een significantieniveau van 10 procent. Er bestaat geen significant verband tussen de bonus van het topmanagement en hun bonus.

Na het toetsen van de hypothesen via de univariate analyse kan tot de conclusie gekomen worden dat de bonus van de CEO gerelateerd is aan de volgende variabelen: de grootte van de raad van bestuur, de grootte van de onderneming en de ondernemingsprestatie. De bonus van een individueel lid van het uitvoerend management daarentegen bleek enkel een significante (negatieve) relatie te hebben met de CEO-dualiteit.

Na de univariate analyse, werd een multi-pele regressie uitgevoerd om na te gaan of er een causaal verband bestaat tussen de bonus en de onafhankelijke variabelen: CEO-dualiteit, grootte van de raad van bestuur, aandeel externe bestuurders in de raad van bestuur, ondernemingsgrootte en -prestatie. De resultaten uit de meervoudige regressie leverden geen significant verband op.

HOOFDSTUK 6: Conclusie

In het laatste hoofdstuk worden de conclusies omtrent deze masterproef toegelicht. In eerste instantie zullen vier deelvragen worden beantwoord. Waarna op basis van deze oplossingen een algemeen antwoord zal worden geformuleerd op de centrale onderzoeksvraag: **“Zijn de beloningspraktijken van topmanagers van Belgische beursgenoteerde ondernemingen in overeenstemming met de Corporate Governance Code en zijn ze theoretisch economisch te rechtvaardigen?”**. Dit zal gebeuren met behulp van de belangrijkste bevindingen uit de literatuur en het empirisch onderzoek. Tenslotte is er ook ruimte voor enkele bedenkingen omtrent verder onderzoek.

De wanprestaties van een aantal ondernemingen (onder andere Enron en Picanol) hebben het thema corporate governance sterk op de voorgrond geplaatst. Aangezien deze fraudeschandalen het vertrouwen van de aandeelhouders en andere belanghebbenden erg hebben geschaad, zijn verschillende landen tot de conclusie gekomen dat er initiatieven omtrent deugdelijk vennootschapsbestuur moeten worden genomen. Uit de voorgaande literatuurstudie is gebleken dat corporate governance geen eenduidige definitie heeft. In bredere zin wordt corporate governance als deugdelijk vennootschapsbestuur gezien dat de relatie tussen de aandeelhouders en de onderneming moet herstellen door een beter beheer, een betere controle en een verantwoording over strategie, resultaten en risicobeheersing aan de belanghebbenden

Er zijn wereldwijd tal van corporate governance codes ontstaan, er waren liefst 196 verschillende codes in 2008. Deze codes worden als *best practice* aanbevelingen gezien. Daarnaast bevatten de meeste codes universele basisprincipes waarop effectieve corporate governance in de meeste landen gebaseerd is. België probeert effectieve corporate governance te verkrijgen aan de hand van de volgende vijf regelgevingen: de wet van 2 augustus 2002, de Belgische Corporate Governance Code, de Code Buysse, de wet op het Auditcomité en de wet met betrekking tot het Remuneratiecomité. Het gemeenschappelijke doel van deze initiatieven is het bevorderen van de waardecreatie op lange termijn en het verbeteren van het bestuur. Langs deze weg speelt corporate governance ook een rol in beloningssysteem van Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Door de bovengenoemde regelgevingen is er een verplichting ontstaan tot het oprichten van een aantal gespecialiseerde comités die de raad van bestuur moeten bijstaan. Zo is er ook een verplichting ontstaan tot het benoemen van een remuneratiecomité (Belgische Corporate Governance Code 2009, Code Buysse en de wet met betrekking tot het remuneratiecomité). De regelgevingen zijn het eens dat het comité uitsluitend moet worden samengesteld uit niet-uitvoerende bestuurders, waarvan minstens een meerderheid van de leden onafhankelijk is. De leden van het comité moeten over de nodige deskundigheid beschikken op het gebied van remuneratiebeleid. De taak van zo'n comité is voorstellen doen aan de raad van bestuur omtrent het remuneratiebeleid voor niet-uitvoerende bestuurders en leden van het uitvoerend management, met inbegrip van variabele remuneratie en langetermijnincentives.

Daarnaast heeft het remuneratiecomité als taak het opstellen van een remuneratieverslag. Zulk verslag moet op individuele basis, het bedrag van de remuneratie en andere voordelen die, rechtstreeks of onrechtstreeks, door de vennootschap of haar dochterondernemingen aan de niet-uitvoerende bestuurders, aan de CEO en aan de andere leden van het uitvoerend management werden toegekend, bekend maken. Waar de Belgische Corporate Governance Code 2009 de aanbevelingen rond het toepassen van een aantal richtlijnen slechts op vrijwillige basis verplichtte, maakt de wet met betrekking tot het remuneratiecomité een aantal van deze aanbevelingen juridisch bindend. Hierdoor zijn alle Belgische beursgenoteerde ondernemingen sinds 18 maart 2010 verplicht tot het oprichten van een remuneratiecomité en het opstellen van een remuneratieverslag. Dit verslag moet volgende informatie omvatten: de principes waarop de remuneratie gebaseerd is, het relatieve belang van de verschillende componenten van de vergoeding, de informatie over het remuneratiebeleid voor de komende twee boekjaren, het bedrag van de remuneratie en andere voordelen op individuele basis die aan de hoofdvertegenwoordiger van de uitvoerende bestuurders, aan de voorzitter van het directiecomité, aan de hoofdvertegenwoordiger van de andere leiders of aan de hoofdvertegenwoordiger van de personen belast met het dagelijks bestuur werden toegekend.

In deze masterproef is er ook bestudeerd geweest of het beloningssysteem van de topmanagers van Belgische beursgenoteerde ondernemingen gebruikt kan worden als verklaring voor het oplossen van het principaal-agentprobleem. Aangezien het principaal-agentprobleem een zeer uitgebreid onderzoeksdomein is, werd er hier gewerkt met slechts een aantal onderdelen uit de agency-theorie.

De doelstellingen en risicopreferenties van beide partijen, zowel die van de principaal als die van de agent, verschillen gedeeltelijk van elkaar. Hierdoor ontstaan er *agency*-kosten. Een van de drie componenten van deze kosten zijn *monitoring*-kosten of *monitoring expenditure by the principal*. Het zijn de kosten die gemaakt zijn door de principaal om de manager prikkels geven om de belangenbehartiging te optimaliseren. Hierbij denkt men vaak aan winstafhankelijke

beloningsvormen, zoals opties en bonussen. In deze theorie kan de variabele beloning dus als een oplossing worden gezien voor het reduceren van de *agency-kosten*.

Vervolgens zijn er twee grote benaderingen besproken die de compensatie van de topmanagers aan de principaal-agentproblematiek koppelen: de leidinggevende machtsbenadering en de optimale contractbenadering. De eerste benadering beweert dat de CEO heel wat controle over de raad van bestuur heeft die hij kan uitoefenen om een groot deel van zijn eigen beloning te bepalen. Er zijn een aantal bronnen van deze *managerial power*. Ten eerste speelt de structuur van de raad van bestuur hierbij een rol. De grootte van de raad van bestuur, de CEO-dualiteit en de aanwezigheid van externe bestuurders in de raad van bestuur werden zowel theoretisch, als empirisch getoetst. Uit het praktijkonderzoek bleek dat enkel de grootte van de raad van bestuur hier een significante relatie heeft met de bonus van een CEO. Andere bronnen van managerial power die in de literatuur werden besproken zijn het te verspreide aandelenbezit, de positie die de manager in de bedrijfshiërarchie bekleedt en de toegang die de manager heeft tot omvangrijke informatie. De tweede benadering ziet beloningscontracten als een gedeeltelijke oplossing van de principaal-agentproblematiek. De beloningscontracten moet zo worden opgesteld dat de belangen van de aandeelhouders optimaal gewaarborgd worden en dat de aandeelhouderswaarde gemaximaliseerd wordt.

Vervolgens hebben we kennis gemaakt met twee soorten contracten: gedraggebaseerde (*behavior-oriented*) en uitkomstgebaseerde (*outcome-oriented*) contracten. Wanneer de principaal over voldoende informatie beschikt wat betreft de inspanningen die door de agent worden uitgevoerd om aandeelhouderswaarde te maximaliseren, is het meest efficiënte contract datgene wat zich baseert op het gedrag van de manager, namelijk *behavior-oriented*. Vaak zijn de bonussen het resultaat van een *behavior-oriented* contract en worden ze gebaseerd op de gepresteerde acties, zoals de ondernemingsprestatie van het voorbije jaar. Uit het praktijkonderzoek, gebaseerd op de cijfers uit geconsolideerde jaarrekeningen, bleek dat bonus van een CEO een positieve relatie kent met de winst van het voorbije jaar. De hypothese afgeleid uit de literatuurstudie is dus bevestigd.

Verder na het bestuderen van het managerialisme bleek dat CEO's meer geïnteresseerd zijn in het vergroten van de ondernemingsgrootte dan in het maximaliseren van de winsten. Want het vergroten van de bedrijfsomvang leidt tot een verhoging van de compensatie, de macht en het prestige voor de manager. In het empirisch onderzoek werd onderzocht of de ondernemingsgrootte en de ondernemingsprestatie verschillende invloed hebben op de hoogte van de bonus. Hier bleek dat zowel de ondernemingsgrootte (gemeten aan de hand van het totaal der activa), als de ondernemingsprestatie (gemeten aan de hand van de winst van het voorbije jaar) een positieve relatie heeft met de hoogte van de bonus.

Op basis van de bevindingen uit de literatuurstudie en uit het empirisch onderzoek kan nu een antwoord worden geformuleerd op de centrale onderzoeksvraag van deze masterproef: "**Zijn de beloningspraktijken van topmanagers van Belgische beursgenoteerde ondernemingen in overeenstemming met de Corporate Governance Code en zijn ze theoretisch economisch te rechtvaardigen?**"

Aangezien er sprake is van economisch rechtvaardiging wanneer de beloningssystemen, de prestatiecriteria, de prestatiecriteria en de beloningsvormen zodanig worden gekozen dat zij bijdragen tot de waardemaximalisatie van de onderneming en wanneer de gekozen prestatiebeloningsstructuur de belangen van de topbestuurders koppelt aan de langetermijnbelangen van de aandeelhouders, kan deze vraag niet met volledige zekerheid beantwoord worden. De ondernemingen die de aanbevelingen van de Corporate Governance Code op vrijwillige basis toepassen en bij het opstellen van het remuneratiebeleid rekening houden met de langetermijndoelstellingen van de onderneming, namelijk aandeelhouderswaarde maximaliseren, hebben in zekere zin een economisch te rechtvaardigen remuneratiesysteem. Aangezien na het onderzoeken van alle Belgische beursgenoteerde ondernemingen slechts een groep van 44 ondernemingen overbleef met voldoende gegevens rond hun kortetermijnbeloning, kan er worden besloten dat het compensatiebeleid van België in mindere mate economisch te rechtvaardigen is. Er moet wel worden opgemerkt dat met de wet op het remuneratiecomité die alle beursgenoteerde ondernemingen verplicht een comité op te richten en een remuneratieverslag

te publiceren, de situatie omtrent de beloningen van de topmanagers in België transparanter zal maken.

Lijst van tabellen

Tabel 1: De taxonomie van de corporate governance systemen	- 26 -
Tabel 2: <i>Executive</i> totale vergoeding	- 53 -
Tabel 3: Lijst van afkortingen - variabelen	- 74 -
Tabel 4: Beschrijvende statistiek.....	- 75 -
Tabel 5: Het gemiddelde van de bonus, het basissalaris en de <i>bonuspay-out</i>	- 78 -
Tabel 6: De evolutie van de bonus, het basissalaris en de <i>bonuspay-out</i>	- 79 -
Tabel 7: Extreme waarden bij topmanagement-bonussen	- 79 -
Tabel 8: Extreme waarden bij de CEO-bonussen	- 80 -
Tabel 9: Kolmogorov-Smirnov test 1	- 81 -
Tabel 10: Uitschieters.....	- 81 -
Tabel 11: Kolmogorov-Smirnov test na de transformatie in Ln.....	- 83 -
Tabel 12: Pearson correlatie hypothese 1a	- 84 -
Tabel 13: T-test voor hypothese 1a.....	- 85 -
Tabel 14: Pearson correlatie hypothese 1b	- 85 -
Tabel 15: T-test voor hypothese 1b.....	- 85 -
Tabel 16: Pearson correlatie hypothese 2a	- 86 -
Tabel 17: T-test voor hypothese 2a.....	- 86 -
Tabel 18: Pearson correlatie hypothese 2b	- 87 -
Tabel 19: T-test voor hypothese 2b.....	- 87 -
Tabel 20: Pearson correlatie hypothese 3a	- 87 -
Tabel 21: T-test voor hypothese 3a.....	- 88 -
Tabel 22: Pearson correlatie hypothese 3b	- 88 -
Tabel 23: T-test voor hypothese 3b.....	- 88 -
Tabel 24: Pearson correlatie hypothese 4a	- 89 -
Tabel 25: T-test voor hypothese 4a.....	- 89 -
Tabel 26: Pearson correlatie hypothese 4b	- 90 -

Tabel 27: T-test voor hypothese 4b.....	- 90 -
Tabel 28: Pearson correlatie hypothese 5a	- 91 -
Tabel 29: T-test voor hypothese 5a.....	- 92 -
Tabel 30: Pearson correlatie hypothese 5b	- 92 -
Tabel 31: T-test voor hypothese 5b.....	- 93 -
Tabel 32: ANOVA- bonusCEO (standaard methode)	- 94 -
Tabel 33: Coefficients.....	- 95 -
Tabel 34: ANOVA – bonusExeCO (standaard methode).....	- 95 -
Tabel 35: Coefficients.....	- 95 -

Lijst van figuren

Figuur 1: Boxplot BonusCEO en BonusExeCO	- 76 -
Figuur 2: Gemiddelde bonus.....	bijlage 2
Figuur 3: Gemiddelde basissalaris	bijlage 2
Figuur 4: Gemiddelde bonus payout	bijlage 2
Figuur 5: Evolutie gemiddelde bonus	bijlage 2
Figuur 6: Evolutie gemiddelde basissalaris	bijlage 2
Figuur 7: Evolutie gemiddelde bonus payout	bijlage 2

Lijst van de geraadpleegde werken

Abraham, S., & Cox, P. 2007. Analysing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. *The British Accounting Review*, 39 (3), 227-248.

Agarwal, N. 1981. Determinants of executive compensation. *Industrial Relations*, 20, 1, 36-45.

Aguilera, R.V., & Cuervo-Cazurra, A. 2004. Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger? *Organization Studies*, 25, 3, 415-443.

Anderson, D.R., Sweeney, D.J., & Williams, T.A. 1998. Statistiek voor economie en bedrijfskunde. Den Haag: Sdu Uitgevers.

Aoki, M. 1984. *The cooperative game theory of the firm*. Clarendon: Oxford.

Balkin D. B., Markman G.D., & L. Gomez-Mejia. 2000. Is CEO Pay in High-Technology Firms Related to Innovation? *Academy of Management Journal*, 43, 6, 1118-1129.

Bebchuk, L.A., & Fried, J.M. 2003. Executive Compensation as an Agency Problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17, 3, 71-92.

Bebchuk, L.A., & Fried J.M. 2004. *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge: Harvard University Press.

Belgische Corporate Governance Code 2009. Opgevraagd op 16 oktober, 2009, via <http://www.corporategovernancecommittee.be>.

Berle, A.A., & Means, G.C. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan Publishing Co.

Blair, M.M. (1995). *Ownership and control. Rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington: Brookings Institution Press.

Boyd, B.K. 1994. Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, 15, 335-344.

Bruggeman, W., & Slagmulder, R. 2001. *Beheerscontrole: Leidraad voor het doelgericht management van organisaties*. Tiel: Lannoo.

De Bruin, G., Blankemeijer, R., & de Rooij, P. 2005. *Praktijkboek belonen*. Alphen aan den Rijn: Kluwer.

Code Buysse II NL. Opgevraagd op 16 oktober, 2009, via www.codebuysse.be.

Ballon L., et al. 2006. *Codex Economie*. Brugge: Die keure.

Conlon, E.J., & Parks, J.M. 1990. Effect of monitoring and tradition on compensation arrangements: An experiment with principal-agent dyads. *Academy of Management Journal*, 33, 603-622.

Conyon, M.J., & Peck, S. 1998. Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*, 41, 2, 146-157.

Cordeiro, J.J., & Veliyath, R. 2003. Beyond pay for performance: a panel study of the determinants of CEO compensation. *American Business Review*, 21, 1, 56-66.

Core, J.E., Holthausen, R.W., & Larcker, D.F. 1999. Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, 3, 371-406.

Deaken, D., & Konzelmann, S. J. 2004. Learning from Enron. *Corporate governance: An international Review*, 12-2, 134-14.

Dendooven, P. (2004, 15 oktober). Jan Coene Zoog Picanol leeg. *De Standaard*.

Opgevraagd op 12 oktober, 2009, via

<http://www.standaard.be/Artikel/Detail.aspx?artikelId=G6G9H5L7>.

Dendooven, P. (2008, 22 oktober). Fortis-topdirecteur Mittler kreeg discreet' 4 miljoen. *De Standaard*. Opgevraagd op 19 september, 2009, via

<http://www.standaard.be/Artikel/Detail.aspx?artikelId=er221bga>.

Dennis, D.K., & McConnel, J.J. 2003. International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 1, 1-36.

Dyl, E.A. 1988. Corporate control and management compensation-Evidence on the problem. *Managerial and Decision Economics*, 9, 1, 21-25.

Eisenhardt, K.M. 1989. Agency theory: An assessment and review. *Academy of Management Review*, 14, 57-74.

Van der Elst, C. 2006. De Code Lippens versus de Code Buysse: Van degelijk besturen over naleven of uitleggen tot afdwingen? *Tax Audit & Accountancy*, 1, 2, 7-11.

Fama, E.F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.

Fama, E.F., & Jensen, M.C. 1983. Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26, 2, 327-49.

Finkelstein, S. 1992. Power in top management teams: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, 35, 505-538.

Finkelstein, S. & D'Aveni, R., A. 1994. CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, 37, 5, 1079-1108.

Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. 1989. Chief executive compensation: A study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal*, 10, 121-134.

Finkelstein, S., & Hambrick, D.C. 1996. *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effects on Organizations*, West, St Paul, MN.

Firstenberg, P.B., & Malkiel, B.G. 1994. The twenty first century boardroom: who will be in charge? *Sloan Management Review*, 36, 1, 27-35.

Frentrop, P. 2002. *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC*. Amsterdam: Prometheus.

Van Gijzen, J.A., & Rietveld J.B. 2009. *Arbeidsvoorwaarden en medezeggenschap*. Alphen aan den Rijn: Kluwer.

Gujarati D.N. (2003). *Basic Econometrics*. New York: McGraw-Hill.

Hackman, J.R. 1990. Work teams in organizations: an orienting framework, *Groups that Work and Those That Don't: Creating Conditions for Effective Teamwork*. Jossey-Bass, San Francisco, CA, 1-14.

Harvey, K.H., & Shrieves, R.E. 2001. Executive Compensation Structure and Corporate Governance Choices. *The Journal of Financial Research*, 24, 4, 495-512.

Herman, E.S. 1981. *Corporate control, corporate power*. New York: Cambridge University Press.

Holthausen, R.W. & Larcker, D.F. 1993. Boards of directors ownership structure and CEO compensation. Unpublished manuscript, Wharton School, University of Pennsylvania.

Jensen, M., 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.

Jensen, M.C., & Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jensen, M.C., & Murphy, K.J. 1990. Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, 98, 2, 225-264.

Jiraporn P., Kim Y.S., & Davidson W.N. (2005). CEO compensation, shareholders rights, and corporate governance: an empirical investigation. *Journal of Economics and Finance*, 29, 2, 242-258.

Kostiuk, P.F. 1990. Firm size and executive compensation. *Journal of Human Resources*, 25, 1, 90-105.

Kroll, M.S., Simons, S.A., & Wright, P. 1990. The Determinants of Chief Executive Officer Compensation Following Major Acquisitions," *Journal of Business Research*, 20, 4, 349-366.

Kroll, M., Wright, P., & Theorathorn, P. 1993. Whose interests do top managers pursue? An examination of select mutual and stock life insures. *Journal of Business Research*, 26, 2, 133-149.

Lambert, R., Larcker, D., & Weigelt, K., 1993. The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly*, 38, 438-461.

Lipton, M. , & Lorsch, J. W. 1992. A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *Business Lawyer* 48,1, 59-77.

Mahoney, T.A. 1979. Organizational hierarchy and position worth. *Academy of Management Journal*, 22, 726-737.

Mangel, R., & Singh, H., 1993. Ownership structure, board relationships and CEO compensation in large US corporations. *Accounting and Business Research* 23, 339-350.

Marris, R.L. 1964. *The economic theory of managerial capitalism*. London: Macmillan.

McEachern, W.A. 1975. *Managerial control and performance*. Lexington: D.C. Heath.

Mizruchi, M. 1983. Who controls whom? An examination of the relationship between management and boards of directors in large American corporations. *Academy of Management Review*, 8, 3, 426-35.

Moerland, P.W. 1995. Corporate ownership and control structures: An international Comparison. *Review of Industrial Organization*, 10, 4, 443-464.

Murphy, K. J., 1999. *Executive compensation*. Handbook of Labor Economics. North Holland.

O'Reilly, C. A., Wade, J. B. & Chandratat, I. 1990. The CEO, the board of directors, and executive compensation: Who manages whom? *Paper presented at the Fiftieth Annual Meeting of the Academy of Management*.

O'Shea, N. 2005. Governance How we've got where we are and what's next. *Accountancy Ireland*, 37, 33-37.

Pinacol Group Jaarverslag 2004. Opgevraagd op 12 oktober, 2009, via <http://www.marketadvices.com/reports/picanol-2004.pdf>.

Peck, C.A. 1987. *Top executive compensation: 1987*. New York: The Conference Board.

Pfeffer, J. 1981. *Power in Organizations*. Boston: Pitman.

Posner, B. 1987. Executive compensation '87: The brave new world. *Inc.*, 9,7,63.

Praag, C.M. 2005. Relatie beloning van topbestuurders en bedrijfsprestaties. In opdracht van de Monitoring Commissie Corporate Governance Code, 1-78.

Pukthuanthong, K., Talmor, E., & J. S. Wallace. 2004. Corporate governance and theories of executives pay. *Corporate Ownership and Control*, 1, 2, 94-105.

Rose, N., & Shepard, A. 1997. Firm Diversification and CEO Compensation: Managerial Ability and Executive Entrenchment. *Rand Journal of Economics*, 8, 3, 489-514.

Shleifer, A., & Vishny, R. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.

Simon, H.A. 1957. The compensation of executives. *Sociometry*, 20, 32-35.

Singh, H. & Harianto, F. 1989. Management-board relationships, takeover risk, and the adoption of golden parachutes. *Academy of Management Journal*, 32, 7-24.

Smith, A. 1776. *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*. (Book 5: Of the revenue of the Sovereign or Commonwealth, Chapter 1, Part 3, article 1). Clarendon: Oxford.

Steiner, I. D. 1972. *Group process and productivity*. New York: Academic Press.

Tirole, J. 2001. Corporate Governance. *Econometrika*, 69-1, 1-35.

Tosi, H. L., & Gomez-Mejia, L. 1989. The decoupling of CEO pay and performance: An agency theory perspective. *Administrative Science Quarterly*, 34,169-189.

Tosi, H.L., Werner, S., Katz, J.P, & Gomez-Mejia, L.R. 2000. The Determinants of CEO compensation: A Meta-analysis of Firm Size and Performance. *Journal of Management*, 26, 2, 301-339.

Tricker, R.I. 2000. Corporate Governance: a subject whose time has come. *Corporate Governance, An International Review*, 8, 289-297.

De Vocht, A. 2007. *Basishandboek SPSS 15*. Utrecht: Bijleveld press.

Wade, J., O'Reilly III, C. A., & Chandratat, I. 1990. Golden parachutes: CEOs and the exercise of social influence. *Administrative Science Quarterly*, 35, 587-603.

Weimer, J., & Pape, J. 1999. A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance*, 7, 2, 152-166.

Wet van 11 februari 2010. Opgevraagd op 16 oktober, 2009, via www.staatsblad.be.

Wet van 17 december 2008. Opgevraagd op 16 oktober, 2009, via www.staatsblad.be.

Wet van 22 augustus 2002. Opgevraagd op 16 oktober, 2009, via www.staatsblad.be.

Van de Wetering, H., De Loo, I., & Spekreijse, H. 2003. Prestatiebeloning van topbestuurders: eclatante zelfverrijking? *MAB*, 77, 500-508.

Williams, M.J. 1985. Why chief executives' pay keeps rising. *Fortune*, april, 1, 66-76.

Yermack, D. 1996. Higher market valuation for firms with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.

Zald, M. N. 1969. The power and functions of boards of directors: A theoretical synthesis. *American Journal of Sociology*, 75, 97-111.

Bijlagen

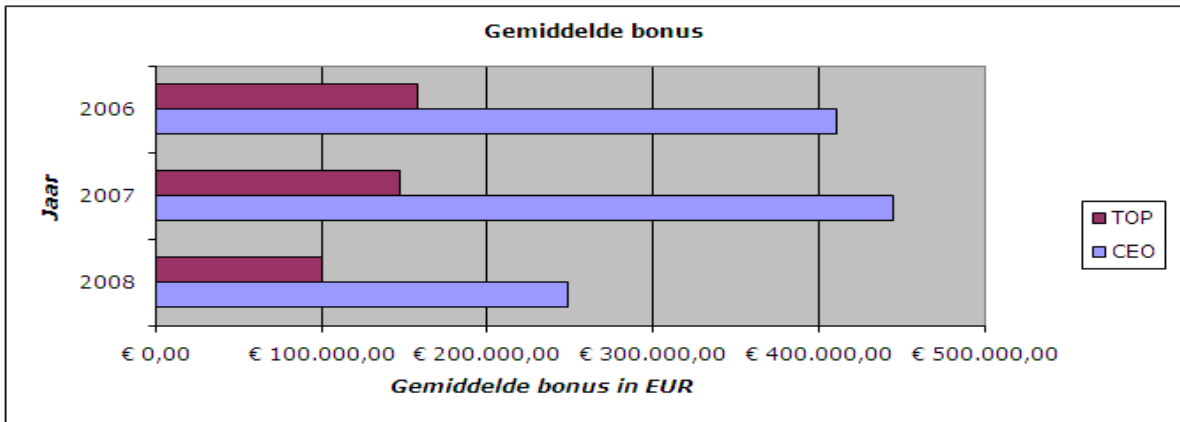
Bijlage 1: Lijst van de Belgisch beursgenoteerde geanalyseerde ondernemingen

4Energy Invest
Anheuser-Busch InBev
Ackermans & van Haaren
Aedifica
Agfa-Gevaert
Arseus
Barco
Befimmo
Bakaert NV SA
CMB
Compagnie du Bois Sauvage
Cofinimmo
Delhaize Group
Elia System Operator
Euronav
Exmar
Floridienne NV SA
Fluxys
GBL
GIMV
Hamon & Cie
Home Invest Belgium
Immobilien Vennootschap van België
KBC Groep NV
Keyware Technologies NV SA
Lotus Bakeries
Mobistar
Nyrstar
Omega Pharma
Picanol Group
PinguinLutosa
Realdolmen
Roularta Media Group (RMG)
Sioen Industries Group
SIPEF NV SA
Sofina

Solvay
Spector Photo Group
Telenet Group
Ter Beke
Tessengerlo Chemie
UCB
Umicore
Warehouses De Pauw

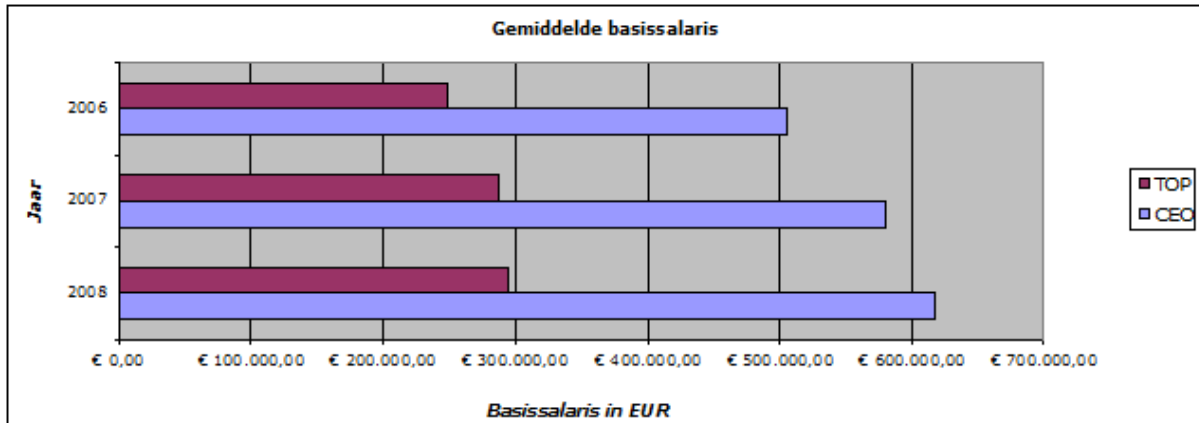
Bijlage 2: Evolutie van de bonus

Figuur 2: Gemiddelde bonus



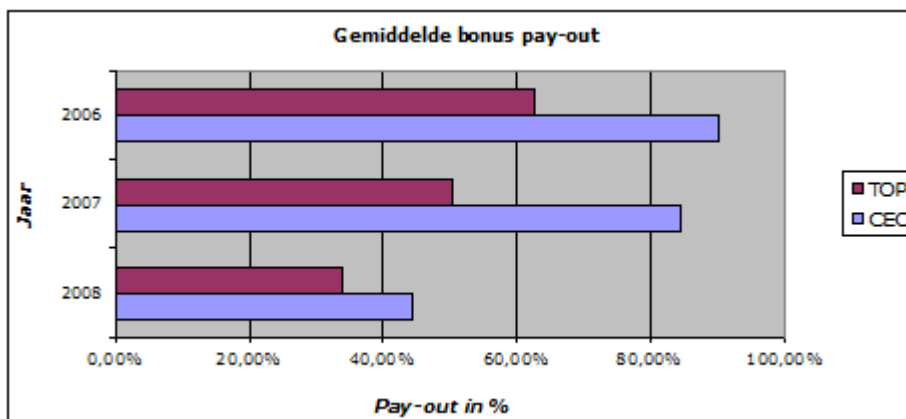
Bron: Eigen verwerking mbv Microsoft Excel

Figuur 3: Gemiddelde basissalaris



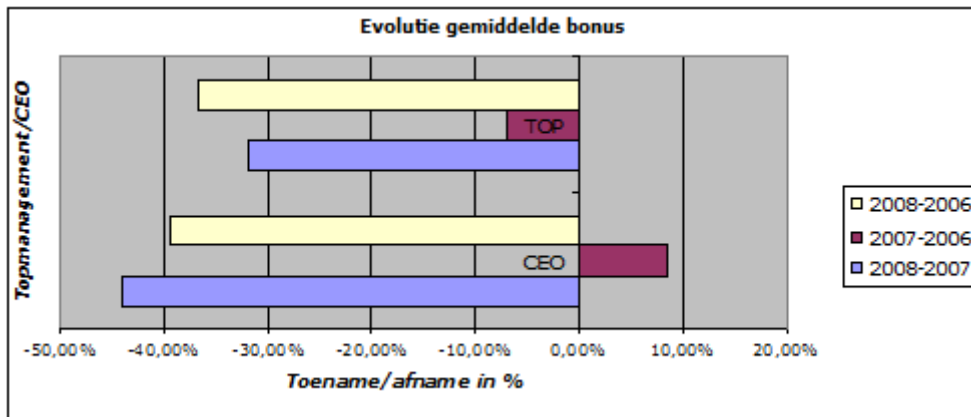
Bron: Eigen verwerking mbv Microsoft Excel

Figuur 4: Gemiddelde bonus payout



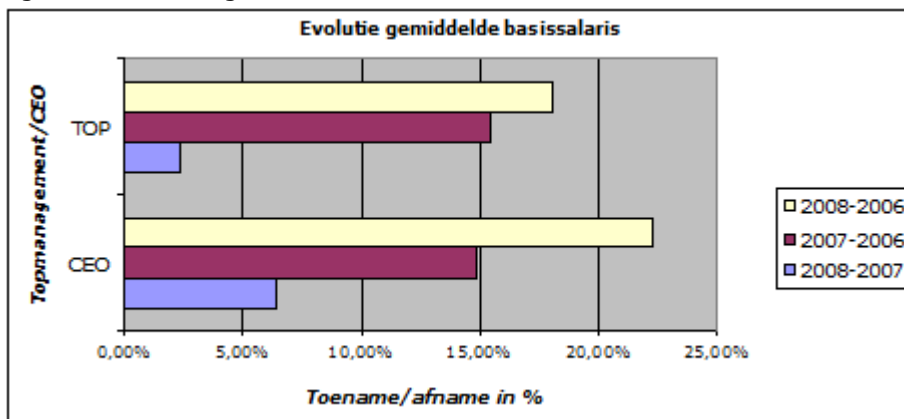
Bron: Eigen verwerking mbv Microsoft Excel

Figuur 5: Evolutie gemiddelde bonus



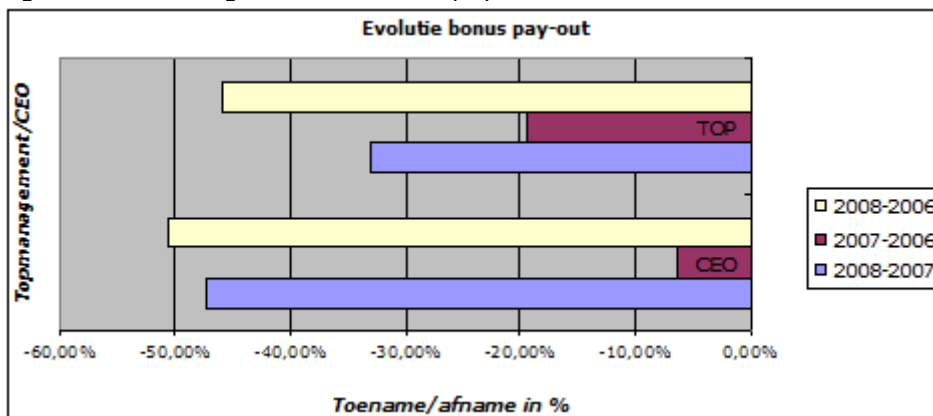
Bron: Eigen verwerking mbv Microsoft Excel

Figuur 6: Evolutie gemiddelde basissalaris



Bron: Eigen verwerking mbv Microsoft Excel

Figuur 7: Evolutie gemiddelde bonus payout



Bron: Eigen verwerking mbv Microsoft Excel

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Kenmerken en effecten van bonussystemen en corporate governance

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

Jaar: **2010**

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

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

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

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

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

Voor akkoord,

Kazhuro, Anastasia

Datum: **28/05/2010**