

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

*De relatie tussen de beslissingshorizon van een CEO en
de ondernemingsprestaties*

Promotor :
Prof. dr. Wim VOORDECKERS

Bregt Sneyers

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen , afstudeerrichting accountancy en financiering*

2011
2012

BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

*De relatie tussen de beslissingshorizon van een CEO en
de ondernemingsprestaties*

Promotor :
Prof. dr. Wim VOORDECKERS

Bregt Sneyers

*Masterproef voorgedragen tot het bekomen van de graad van master in de toegepaste
economische wetenschappen , afstudeerrichting accountancy en financiering*

Woord vooraf

Deze eindverhandeling vormt het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen met masteropleiding in accountancy en financiering aan de Universiteit Hasselt. Dit onderwerp kon mijn interesse wekken omdat het verband houdt met hedendaagse thema's uit het huidige bedrijfsleven en bovendien aansluit met mijn afstudeerrichting.

Het schrijven van een eindverhandeling vraagt veel inzet en toewijding van zowel de student als vele anderen. Daarom wil ik de mogelijkheid aangrijpen enkele personen te bedanken die mij hebben geholpen bij de totstandkoming van deze eindverhandeling.

Voor de realisatie van deze thesis werd ik bijgestaan door mijn promotor, Prof. Dr. Wim Voordeckers. Ik wil hem oprecht bedanken voor zijn professionele begeleiding, nuttige ideeën en zijn tussentijdse evaluaties. Ook wil ik alle andere personen bedanken die door middel van advies of verbeterwerk hebben geholpen bij het totstandkomen van dit eindwerk.

Naast de professionele hulp van voormelde personen ben ik tevens mijn familie en vrienden zeer dankbaar voor hun morele steun. Een speciaal woordje van dank richt ik tot mijn ouders en broer: hun onvoorwaardelijk geloof in mijn mogelijkheden en ondersteuning hebben ervoor gezorgd dat ik deze studies heb kunnen vervolmaken.

Tenslotte bedank ik ook alle medestudenten waarmee ik de laatste jaren heb samengewerkt en in het bijzonder diegene waarmee een echte vriendschapsband is ontstaan.

Bregt Sneyers
Diepenbeek, september 2012

Samenvatting

Ondernemingsprestaties zijn in vele studies het onderwerp voor een onderzoek gebleken. Onderzoek van de ondernemingsprestaties in combinatie met de beslissingshorizon van een CEO bleek veel minder een onderzoeksonderwerp te zijn. Een belangrijk aspect dat bij de beslissingshorizon aan bod komt is het opportunistisch gedrag van een manager. Volgens de agency theorie kan dit opportunistisch gedrag een gevolg zijn van de relatie die ontstaat tussen de manager en de aandeelhouder(s) van het bedrijf. In deze relatie kunnen problemen ontstaan die kunnen leiden tot opportunistisch gedrag bij de manager. In deze masterproef zal onderzocht worden welke invloeden hierin een rol spelen en welke gevolgen hieruit kunnen ontstaan. Om deze reden luidt de centrale onderzoeksvraag van deze masterproef:

"Wat is de relatie tussen de beslissingshorizon van een CEO en de ondernemingsprestaties?"

De masterproef gaat van start in hoofdstuk 1 met het weergeven van de probleemstelling die de aanleiding is tot het opstellen van deze masterproef. Verder worden de deelvragen weergegeven die de centrale onderzoeksvraag zullen ondersteunen.

In hoofdstuk 2 start het literatuuronderzoek met het uitleggen van de kernbegrippen. Situaties en omstandigheden die kunnen leiden tot opportunistisch gedrag van een CEO komen hierbij aan bod. De CEO heeft door zijn opportunistisch gedrag de mogelijkheid om beslissingen te nemen die het eigenbelang voorop stellen ten koste van het ondernemingsbelang.

Verder worden drie economische theorieën besproken die elk een visie geven over hoe een CEO zich gedraagt. De agency theorie geeft weer dat er in de agencyrelatie tussen de manager en de aandeelhouders problemen kunnen ontstaan, het principaal-agent probleem genaamd. Deze mogelijke problemen kunnen de aanleiding zijn van wat kan leiden tot opportunistisch gedrag van de CEO. Dit opportunistisch gedrag wordt vervolgens gerelateerd aan het horizonprobleem van de CEO. Vervolgens worden controlemechanismen uitgelegd die de agencyproblemen kunnen oplossen en/of uitsluiten. Een goed

samengesteld beloningssysteem blijkt een doeltreffend controlemechanisme te zijn om de doelstellingen van de CEO gelijk te laten lopen met de doelstellingen van de onderneming. (Jensen & Meckling, 1976)

Naast de agency theorie worden ook de stewardship theorie en de managerial power theorie besproken. De stewardship theorie stelt dat het gedrag van een manager collectief is omdat het doel van de manager in het algemeen het bereiken van de doelstellingen van het bedrijf inhoudt. Hij gelooft dat wanneer hij de doelen van de onderneming nastreeft, de eigen nutsfunctie gemaximaliseerd wordt. (Davis, Donaldson & Schoorman, 1997)

De managerial power theorie stelt dat de CEO een grote controle heeft op de raad van bestuur. Een gevolg hiervan is dat de CEO veel inspraak heeft in de samenstelling van zijn loon. De CEO kan hiervan gebruik maken om zichzelf te verrijken ten koste van de onderneming. Volgens de managerial power theorie is de beloning van het management niet de oplossing, maar één van de onderdelen van het principaal-agent probleem is. (Bebchuk & Fried, 2004)

In hoofdstuk 3 worden de hypotheses voorgesteld. De hypotheses zijn opgesteld op basis van de theoretische achtergrond uit hoofdstuk 2 en liggen in lijn met de deelvragen uit hoofdstuk 1. Op deze manier kunnen we na het onderzoeken van de hypotheses antwoord geven op de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen.

In hoofdstuk 4 wordt de methodologie beschreven. In het empirisch onderzoek worden enkel de Belgische beursgenoteerde bedrijven geselecteerd. Voor het empirisch onderzoek worden data gebruikt van de Belfirst-database. Tevens worden op de respectievelijke sites van de Belgische beursgenoteerde bedrijven in de jaarverslagen de lonen van de CEO's opgezocht. Het statistische programma dat gebruikt wordt is SPSS. Verder wordt in dit hoofdstuk ook de berekeningswijze van verschillende variabelen uitgelegd.

Hoofdstuk 5 behandelt de resultaten van het empirisch onderzoek. Eerst worden beschrijvende statistieken gegeven over de leeftijd, het loon en de beslissingshorizon van de CEO. Ook beschrijvende variabelen over de Belgische beursgenoteerde bedrijven komen aan bod. Vervolgens worden de resultaten van

de regressievergelijkingen uitgelegd en kunnen we een antwoord geven op de hypothesen.

In het afsluitende hoofdstuk worden de conclusies en de discussie weergegeven. Een eerste conclusie die getrokken kan worden is dat er een negatieve relatie is tussen de ondernemingsprestaties en de beslissingshorizon van een CEO. Oudere CEO's willen op het einde van hun ambtstermijn goede ondernemingsresultaten voorleggen om de eigen beloning te verhogen. Hierbij wordt meermaals de lange termijnstrategie uit het oog verloren en kiezen de CEO's vaker voor projecten die voor het bedrijf minder winstgevend zijn, maar voor de CEO zelf een meerwaarde opleveren in zijn resterende periode als CEO.

Een volgende conclusie die gemaakt kan worden is dat de veronderstelling dat oudere CEO's minder investeren dan jongere CEO's niet bevestigd kan worden door het eigen onderzoek. De regressieanalyse voor bedrijven uit de dienstensector levert significant bewijs dat het tegenovergestelde beweed kan worden, met name dat jonge CEO's minder investeren dan oudere CEO's.

Ook wordt er aangetoond dat de veronderstelling dat oudere CEO's meer belang hechten aan een variabele beloning, helemaal weerlegd kan worden. Het eigen onderzoek geeft aan dat jongere CEO's een hoger percentage aan variabele beloning krijgen in vergelijking met oudere CEO's.

De masterproef wordt afgesloten met een weergave van de beperkingen die dit onderzoek kent. Tevens wordt tot slot een aanbeveling meegegeven om onderzoek over dit onderwerp in de toekomst verder uit te diepen en te spreiden over verschillende jaren.

Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1: Inleiding	1
1 Probleemstelling	1
2 Onderzoeksvragen.....	5
2.1 Centrale Onderzoeksvraag	5
2.2 Deelvragen	5
3 Onderzoekopzet	7
Hoofdstuk 2: Literatuurstudie.....	9
1 Kernbegrippen.....	9
1.1 CEO (Chief Executive Officer)	9
1.1.1 Eigenschappen en taken van de CEO	10
1.1.2 Het belang van een CEO	13
1.2 Beslissingshorizon en het horizonprobleem	15
1.2.1 Gevolgen van het horizonprobleem.....	16
1.3 Corporate governance	17
1.3.1 Definitie	17
1.3.2 Aanleiding huidige regels corporate governance in België	19
1.3.3 Belgische Corporate Governance Code 2009.....	20
2 Economische theorieën.....	22
2.1 Agency theorie.....	22
2.2 Beperken/Uitsluiten van agencyproblemen.....	26
2.2.1 Controle	27
2.2.1.1 Interne controlemechanismen	27
2.2.1.2 Externe controlemechanismen.....	29
2.2.2 Incentives/stimuli	31
2.2.2.1 Executive remuneration.....	31
2.3 Stewardship theorie.....	34
2.3.1 Vergelijking agency theorie en stewardship theorie	34
2.4 Managerial power theorie	36

Hoofdstuk 3: Hypotheses	37
Hoofdstuk 4: Methodologie.....	39
1 Inleiding.....	39
2 Data	39
2.1 Bronnen van data	39
2.2 Meten van bedrijfskenmerken	41
2.3 Variabelen.....	42
2.3.1 Afhankelijke variabele.....	42
2.3.2 Onafhankelijke variabelen.....	44
Hoofdstuk 5: Empirisch onderzoek.....	47
1 Beschrijvende statistiek	47
1.1 CEO.....	47
1.1.1 Leeftijd van de CEO	47
1.1.2 CEO-remuneratie	49
1.1.3 Beslissingshorizon van de CEO.....	50
1.2 Belgische beursgenoteerde bedrijven.....	52
1.2.1 Omzet.....	52
1.2.2 Totale activa	53
1.2.3 Return on equity	53
1.2.4 Return on assets	54
1.2.5 Nettowinst.....	55
1.3 Correlatie	56
2 Regressie.....	56
2.1 Enkelvoudige regressie.....	57
2.2 Meervoudige regressie.....	59
Hoofdstuk 6: Conclusie en discussie.....	69
1 Algemene conclusie	69
2 Beperkingen onderzoek.....	74

Hoofdstuk 1: Inleiding

1 Probleemstelling

Als bedrijf is het belangrijk om succesvol te zijn. Om die reden is de belangrijkste doelstelling voor het bedrijf op financieel vlak waardecreatie.

Om die waarde te creëren stelt een bedrijf een lange termijnstrategie en doelstellingen op met waarden zoals klantentevredenheid, marktaandeel, duurzame rentabiliteit en continuïteit. Doch, deze lange termijn doelstellingen kunnen enkel bereikt worden door het korte termijnbeleid te oriënteren op deze doelstellingen, maar ook steeds aan te passen en bij te sturen op de veranderende situaties op de markt en in de wereld.

Om dit te kunnen bereiken is het in het huidige bedrijfsleven voor elke werknemer noodzakelijk om productief en efficiënt zijn job uit te oefenen. In het bijzonder geldt dit zeker ook voor de CEO (Chief Executive Officer) van elk bedrijf. De CEO staat aan het hoofd van het bedrijf en neemt de belangrijkste beslissingen. Hij bepaalt het beleid om de vooropgestelde doelen, die in samenspraak met de Raad van Bestuur en de leden van de Algemene Vergadering zijn overeengekomen, te kunnen bereiken. (Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009)

Hij dient beslissingen te nemen op korte termijn, die de lange termijn doelstellingen in de hand zullen werken. Toch is het zo dat de CEO en het bedrijf niet altijd voor de meest optimale keuzes kiezen die de lange termijn doelstellingen in de hand werken. Een CEO heeft de neiging om ervoor te kiezen om zo snel mogelijk winstmaximalisatie te verkrijgen, waardoor ook zijn eigen profijt hoger ligt.

Het is de laatste jaren een trend geworden dat vele bedrijven vaak van CEO wisselen, waardoor de noodzaak om op korte termijn goede prestaties voor te leggen groter wordt. Dit gaat dan ten koste van de lange termijn doelstellingen van de aandeelhouders van het bedrijf. De CEO strijkt door de goede korte

termijnresultaten wel een grotere bonus op, vertrekt uit het bedrijf en de consequenties op lange termijn voor het bedrijf worden uit het oog verloren. (Antia, Pantzalis & Park, 2010)

Dit is één van de grootste oorzaken van het beslissingshorizonprobleem dat uitvoerig aan bod zal komen in mijn masterproef. Een studie van Davidson, Xie en Ning (2007) bevestigde deze trend. Zij kwamen tot de constatactie dat wanneer de beslissingshorizon korter wordt, de neiging om aan positieve earnings management te doen vergroot.

Wat is een beslissingshorizon nu concreet? Volgens het onderzoek gevoerd door Antia, Pantzalis en Park (2010) kan dit het best uitgedrukt worden door de optelling van de verschillen van respectievelijk de ambtstermijn van een CEO en zijn mediaanwaarde uit de desbetreffende sector en de leeftijd van de CEO en zijn mediaanwaarde.

Duidelijker gezegd is dit de tijdspanne vanaf de beslissingsneming tot het eindpunt in de toekomst waar de gevolgen van een bepaalde beslissing zich strekken, of met andere woorden tot wanneer de laatste inkomsten of uitgaves van die bepaalde beslissing zijn voltooid. Deze beslissingshorizon kan zoals eerder weergegeven ook veel problemen met zich meebrengen.

Antia, Pantzalis en Park (2010) deden reeds onderzoek naar deze materie. Hun onderzoek gaf weer dat de steeds kortere duur van de regeerperiode van een CEO een invloed heeft op de beslissingen die hij neemt. De gemiddelde ambtstermijn van de CEO is volgens hun bevindingen de laatste jaren verminderd van 8 naar 4 jaar, wat de druk om sneller resultaten te behalen als CEO enorm verhoogd. Een CEO is immers geneigd, naarmate hij het einde van zijn ambtstermijn bereikt, minder bezorgd te zijn om de cash flows van een project na zijn ambtstermijn. Hierdoor is het mogelijk dat hij betere projecten links laat liggen en kiest voor projecten die een hogere cash flow opbrengen in de nog resterende jaren van zijn ambtstermijn. Hij streeft dus, vooral op het einde van zijn ambtsperiode, zijn eigenbelang na ten koste van dat van het bedrijf.

Deze korte termijnvisie van verschillende CEO's hebben al vele bedrijven in moeilijkheden gebracht. De consequenties op lange termijn kunnen soms van

dermate aard zijn dat de opgelopen schade niet meer te herstellen valt en een faillissement de enige oplossing is.

De relatie tussen aandeelhouders en managers werd al vaak besproken in enkele economische theorieën. In vele studies bleek de agency theorie een veelgebruikte zienswijze te zijn om het doelenconflict tussen de CEO en aandeelhouders te beschrijven. Het feit dat controle en eigenaarschap gescheiden is, kan voor een groot probleem zorgen. Een agencyrelatie wordt voorgesteld als een contract tussen een principaal (aandeelhouders) en een agent (de managers, de CEO). Hierbij dient de agent handelingen uit te voeren voor de principaal. In ruil voor het uitvoeren van deze taken krijgt de agent beslissingsbevoegdheid om zijn taak uit te voeren. (Jensen & Meckling, 1976) Er vanuit gaande dat beide partijen eigen nutsmaximalisatie nastreven, heeft tot gevolg dat de agent niet altijd de belangen van de aandeelhouder(s) zal nastreven. Terwijl aandeelhouders de bedrijfswaarde willen zien stijgen, zullen de managers trachten zoveel mogelijk zichzelf te verrijken. Een agencyrelatie brengt dus problemen met zich mee.

Eisenhardt (1989) stelt dat er twee problemen kunnen ontstaan bij een agencyrelatie. Een eerste probleem heeft te maken met het doelenconflict tussen de principaal en de agent. Door het doelenconflict dient de principaal de agent te controleren, maar deze controle is vaak te moeilijk of te kostelijk om daadwerkelijk uit te voeren. Een tweede probleem is het probleem van 'risk-sharing'. De samenwerkende partijen hebben een verschillende visie over het te dragen risico en de uitvoering om dit op te lossen.

Daarnaast geeft Saam (2007) nog een derde probleem aan die bij een agencyrelatie kan ontstaan. Het probleem van informatie-asymmetrie. Vaak heeft de CEO of de manager meer kennis of is hij in staat om meer informatie te verkrijgen om zijn taak te vervullen. Hierdoor is precieze controle van de principaal op de agent zeer moeilijk.

Hoe kan men als bedrijf dit verschijnsel tegengaan en de lange termijnvisie meer waarde toedienen?

Hiervoor zijn er twee middelen voorhanden. Een eerste manier is het opstellen van controlemechanismen, de andere manier is gebruik te maken van incentives.

De remuneratie van een CEO blijkt bij deze incentives een grote invloed te hebben. De manier van beloning voor het geleverde werk van de CEO kan de prestaties van een CEO beïnvloeden. Ozkan (2011) stelt zelfs dat een slecht opgesteld beloningscontract kan leiden tot opportunistisch gedrag van de CEO. Jensen & Meckling (1976) vinden dat een goed beloningscontract de doelen van de manager en de onderneming dichter bij elkaar brengen.

Een andere manier om de agencyproblemen in te perken is controle toe te passen. De belangrijkste taak inzake controle is weggelegd voor de raad van bestuur. Door het aanstellen van de juiste CEO en hen een goede beloning te geven zorgt de raad van bestuur dat de aandeelhoudersdoelstellingen kunnen worden nageleefd. Verder heeft de raad van bestuur de macht het management te ontslaan indien deze niet naar behoren functioneert. (Hart, 1995)

Een andere economische theorie die van toepassing is, is de stewardship theorie. Deze theorie stelt dat het gedrag van een manager collectief is. In tegenstelling tot de agency theorie is men volgens de stewardship theorie ervan overtuigd dat een manager als doel heeft de doelstellingen van de onderneming te bereiken. Hij stelt het collectivisme boven het individualisme, omdat hij gelooft dat het maximaliseren van de bedrijfsdoelen ook de eigen nutsfunctie maximaliseert. (Davis, Donaldson & Schoorman, 1997)

Een derde economische theorie, de managerial power theorie, stelt dat de CEO veel invloed uitoefent op de raad van bestuur. In bedrijven waar deze zich voordoet kan de CEO zelf inspraak hebben in de samenstelling van zijn loon of trachten zichzelf meer voordelen toe te eigenen ten koste van de aandeelhouders. Volgens de managerial power theorie is managementbeloning niet de oplossing, maar de oorzaak van agencyproblemen.

2 Onderzoeksvragen

In wat volgt zal de centrale onderzoeksvraag voorgesteld worden, waardoor de richting en het kader van deze masterproef verduidelijkt wordt. Daarnaast worden er ook 3 deelvragen toegevoegd om de centrale onderzoeksvraag te ondersteunen en te onderbouwen met degelijk bewijsmateriaal en motivaties. Via deze werkwijze wordt het vervolgens mogelijk om een uitspraak te formuleren aangaande het onderwerp van mijn masterproef.

2.1 Centrale Onderzoeksvraag

Uit een verkennend onderzoek is gebleken dat er voldoende beschikbare literatuur is gevonden om een degelijk antwoord te kunnen geven aangaande dit topic. Wanneer de vier deelvragen beantwoord zullen zijn zal uiteindelijk een antwoord gegeven worden op de centrale onderzoeksvraag.

Door een combinatie van gegevens uit de al bestaande literatuur en een eigen empirisch onderzoek zal het mogelijk worden om een goed geargumenteed antwoord te geven op de centrale onderzoeksvraag die luidt:

Wat is de relatie tussen de beslissingshorizon van een CEO en de ondernemingsprestaties?

2.2 Deelvragen

Via het opstellen van de deelvragen wordt het mogelijk de centrale onderzoeksvraag te beantwoorden en wordt er richting gegeven aan het onderzoek. Hierdoor kunnen de verschillende en belangrijke deelaspecten uit de centrale onderzoeksvraag degelijk en volledig behandeld worden.

- De eerste deelvraag is:

Welke determinanten hebben een invloed bij het nemen van beslissingen door een CEO?

De eerste deelvraag zal via een grondig literatuuronderzoek beantwoord worden. Vooreerst wordt er gezocht naar de determinanten die de beslissingneming van een CEO kunnen beïnvloeden, zo blijkt uit een eerste verkennende literatuurstudie dat bijvoorbeeld een financiële compensatie een grote invloed kan spelen.

Door te weten te komen welke factoren de beslissingen van een CEO beïnvloeden, weten we ook waarom een CEO meer geneigd zal zijn om eerder te kiezen voor winstmaximalisatie op korte termijn in plaats van de lange termijn efficiëntie voor het bedrijf na te streven.

- De tweede deelvraag zal zijn:

In welke mate zorgt de beslissingshorizon voor een agencyprobleem?

Naast de elementen die beslissingen kunnen beïnvloeden, vormt ook de draagwijdte een belangrijk onderdeel in de besluiten die een CEO neemt. Wat zijn de gevolgen van het nemen of niet nemen van bepaalde beslissingen voor het bedrijf? Welke andere beslissingen kunnen genomen worden? Waarom worden bepaalde beslissingen genomen? Tot hoever in de toekomst reiken de gevolgen van de beslissing?

Al deze vragen moeten worden afgewogen om uiteindelijk tot een optimaal besluit te komen. Dit beslissingsproces verloopt niet vanzelfsprekend. Ten gevolge van de agencyrelatie die heerst tussen de CEO en de aandeelhouders, kunnen tal van problemen ontstaan. In de literatuurstudie wordt nagegaan welke deze problemen kunnen zijn. Verder komt vooral de agency theorie aan bod die zich op het oplossen van deze problemen zal richten.

- De derde deelvraag zal zijn:

Heeft de manier van CEO-remuneratie een invloed op de ondernemingsprestaties en op welke wijze komt dit tot uiting?

Er is gebleken dat een CEO geneigd is om winstmaximalisatie op korte termijn na te streven ten koste van de lange termijn doelstellingen van het bedrijf. CEO's worden immers vergoed voor hun prestaties en wanneer deze goed blijken te zijn, krijgen ze hiervoor een grote bonus. Wanneer een bedrijf beslist om deze bonus uit te betalen in de vorm van aandelen of andere beloningen ten voordele

van de lange termijnvisie van het bedrijf, zou dit een gedragsverandering teweeg kunnen brengen in de beslissingen die een CEO neemt. Deze beslissingen hebben dan weer hun invloed op de uiteindelijke ondernemingsprestaties.

We gaan via een grondige literatuurstudie na welke soorten remuneratie gebruikt worden en welke de langetermijnvisie beter in de hand werken. Daarnaast kunnen we via gegevens uit de Belfirst-database nagaan welke bedrijven goede prestaties afleveren en met welke remuneratiekeuze ze dit bereikt hebben.

- De laatste deelvraag tenslotte luidt:

Wordt er minder geïnvesteerd door CEO's in de laatste jaren van hun ambtsperiode?

Een CEO in de laatste jaren van zijn ambtstermijn is meer geneigd het eigen belang te laten primeren boven het ondernemingsbelang. Hij zal er trachten voor te zorgen dat de korte termijnresultaten zo goed mogelijk zijn. (Dechow & Sloan, 1991) Op deze manier kan hij zijn eigen beloning vergroten in de resterende jaren dat hij nog actief is.

Investerings brengen allerhande kosten met zich mee. De kosten die gepaard gaan bij de investeringen wil de CEO daarom vermijden, vermits deze de winst doen dalen. (Butler & Newman, 1989) Om deze reden stellen we de laatste deelvraag op om na te gaan of CEO's daadwerkelijk minder investeren in hun laatste jaren van hun ambtsperiode. Via reeds bestaande literatuur alsook via het eigen empirisch onderzoek wordt getracht hierop een antwoord te geven.

3 Onderzoeksopzet

Het onderzoeksopzet zal bestaan uit 2 delen, namelijk het literatuuronderzoek en het empirisch onderzoek. Het literatuuronderzoek zal voornamelijk een weergave zijn van de tot op heden beschikbare literatuur die is verschenen aangaande dit onderwerp. Het zal tevens een antwoord kunnen geven op de eerste 3 deelvragen die reeds eerder werden vermeld. Het tweede deel, het empirisch

onderzoek, zal een antwoord of bijkomende bewijzen geven op zowel de derde als de vierde deelvraag.

In de masterproef zal van start gegaan worden met een bondig overzicht van de beschikbare literatuur. Hierbij zullen eerdere onderzoeken aangaande dit onderwerp besproken worden. Alsook zullen de belangrijkste begrippen van de masterproef verklaard worden. Verder zullen de belangrijkste economische theorieën die van toepassing zijn op deze materie uitgediept worden. Vooral de agency theorie krijgt hierin een grote rol.

Het tweede deel van de masterproef is het empirisch onderzoek. Eerst werden er hypothesen opgesteld. Deze hypothesen zullen getest worden op gegevens die gehaald zijn uit de Belfirst-database. Hierbij zullen enkel de Belgische beursgenoteerde bedrijven aan bod komen. De reden hiervoor is dat naast financiële gegevens van de bedrijven, ook gegevens over lonen van de CEO's dienen gebruikt te worden. Deze gegevens werden uit de jaarverslagen van de bedrijven gehaald. Verder worden er ook enkele beschrijvende statistieken weergegeven. Het empirische deel zal uitgevoerd worden met behulp van het statistische programma SPSS.

Aan de hand van de resultaten van deze twee onderzoeken kan dan uiteindelijk een bondig onderbouwd antwoord gegeven worden op de centrale onderzoeksvraag. Hierdoor wordt het uiteindelijke doel van deze masterproef bereikt, namelijk een overzicht geven van de relatie tussen de beslissingshorizon van een CEO en de ondernemingsprestaties bij Belgische beursgenoteerde bedrijven.

In het volgende hoofdstuk zal begonnen worden met het uitleggen van de begrippen CEO en beslissingshorizon. Verder komen de relevante economische theorieën aan bod en wordt het begrip corporate governance uitgelegd.

Het derde hoofdstuk zal de methodologie weergeven. Hierbij wordt uitgelegd hoe het empirisch onderzoek zal opgebouwd zijn en welke de variabelen zijn, alsook worden de te onderzoeken hypothesen weergegeven. In hoofdstuk 4 worden de resultaten van het empirisch onderzoek geanalyseerd. Hoofdstuk 5 sluit de masterproef af met de voornaamste conclusies die kunnen getrokken worden uit zowel de literatuurstudie als het empirisch onderzoek.

Hoofdstuk 2: Literatuurstudie

In de literatuurstudie gaan we via nazicht van eerdere onderzoeken na welke informatie al voorhanden is aangaande het topic van de masterproef. Eerst worden de kernbegrippen van het onderwerp uitgelegd. Daarna worden toepasselijke en nauw gerelateerde economische theorieën aangaande dit topic uitgediept die als onderliggende theorieën bij het onderzoek zullen worden gebruikt. Ook worden verschillende soorten van beloning voor een CEO aangehaald en hun invloed op het gedrag van een CEO en de ondernemingsprestaties. Afsluitend wordt het thema corporate governance belicht en de weerslag die het heeft op het ondernemingsgebeuren.

1 Kernbegrippen

Vooreerst gaan we van start met het uitleggen van de belangrijkste begrippen aangaande dit onderwerp. Bij het eerste begrip 'CEO' gaan we na wat deze term precies inhoudt en welke kwaliteiten een CEO dient te bezitten om zijn functie naar behoren uit te oefenen. Verder bespreken we ook de taken die een CEO op zich neemt. Hiermee kunnen we in ons verder onderzoek de beweegredenen die hij hanteert beter begrijpen voor bepaalde situaties en beslissingen.

1.1 CEO (Chief Executive Officer)

Aan het hoofd van een bedrijf staat een CEO. Het begrip 'CEO' is een engelse term voor algemeen directeur en is de afkorting van '*Chief Executive Officer*'. Hij wordt gezien als de eindverantwoordelijke die problemen oplost en de man die instaat voor het controleren en, indien nodig, het tijdig aanpassen van de gang van zaken in een onderneming. Het is tevens de taak van de CEO om het bedrijf naar goede resultaten te sturen en zijn leiderschap goed over te brengen op zijn werknemers. (Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009)

Vele bedrijven maken ook gebruik van een top management team. Dit is een beperkte groep met de meest invloedrijkste personen van de top van de

onderneming. Naast de CEO bevat dit team ook personeelsleden die de CEO op directe wijze dienen te rapporteren en verantwoording afleggen. (Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009)

1.1.1 Eigenschappen en taken van de CEO

Kirkpatrick & Locke (1991) beschrijven effectief leiderschap aan de hand van zes karaktereigenschappen: gedrevenheid, verlangen om leiding te geven, eerlijkheid en integriteit, zelfvertrouwen, intelligentie en tenslotte beschikken ze over relevante kennis.

Effectieve leiders hebben door hun opleiding en eerdere ervaringen, eventueel in andere bedrijven, voldoende relevante kennis vergaard om in staat te zijn de juiste beslissingen te nemen. Door hun gedrevenheid zijn ze voortdurend op zoek naar nieuwe kennis en zijn ze in staat om grote hoeveelheden informatie te verwerken en te interpreteren. Verder tonen ze initiatief en inzet en stralen dit uit naar de werknemers. Om een goede vertrouwensrelatie te behouden met zijn werknemers en klanten is eerlijkheid en integriteit ook zeer belangrijk. (Robbins & Coulter, 2003)

Als randbemerking dient vermeld te worden dat het bezitten van deze eigenschappen niet automatisch leidt tot gegarandeerd succes. Andere factoren zoals interactie tussen leidinggevend en ondergeschikten en kunnen inspelen op de veranderende omgevingsfactoren spelen hierbij ook een rol. Deze kwaliteiten zorgen er echter wel voor dat de kans op effectief leiderschap beduidend groter is. (Robbins & Coulter, 2003)

Toch bestaat voor velen rond de eerder vernoemde taakomschrijving van een CEO nog veel onduidelijkheid. In een artikel in Harvard Business Review (2009) omschrijft Alan G. Lafley de taak van een CEO duidelijker. Van 2000 tot 2009 had hij als CEO van Procter & Gamble, een multinational die huishoudelijke en verzorgingsproducten maakt en verkoopt, gedurende 9 jaar ervaring in deze functie.

Lafley (2009) kwam tot het besluit dat een CEO als belangrijkste taak het verbinden van de buitenwereld met de interne wereld had. De CEO is de link tussen het bedrijf (de interne wereld) en de specifieke markt, klanten, technologie en economie waarin het bedrijf opereert (de buitenwereld). Een CEO is hiervoor de geschikte persoon omdat hij kennis heeft van beide werelden, terwijl andere leden van het bedrijf vaak een beperkt deel van de onderneming overzien of te veel gericht zijn op een specifieke taak.

Om deze rol te kunnen vervullen is Lafley van oordeel dat een CEO zich dient te concentreren op vier specifieke taken:

- *Definieer de betekenisvolle wereld*

Voor een bedrijf zijn er veel verschillende stakeholders, die elk hun specifieke waarden en wensen vervuld willen zien worden door het bedrijf. Een duidelijke keuze over wie de belangrijkste doelgroep voor het bedrijf is, is noodzakelijk. Daarnaast dient ook iedereen in het bedrijf te handelen in functie van hun primaire doelgroep. (Lafley, 2009)

- *Beslis in welke business je opereert*

Het is uitermate belangrijk voor een onderneming te weten in welke markten het precies actief is. Daarnaast dient ook een grondige analyse gemaakt te worden waarbij de aantrekkelijkheid van deze markten en de positie van de onderneming hierin verduidelijkt wordt. De CEO bepaalt hiervoor de strategie. Hij bepaalt welke producten ze wil lanceren en welke markten het bedrijf zal betreden. Op welke wijze de concurrenten worden overtroffen en hoe snel men wil groeien. (Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009) Vervolgens maakt de CEO de meest optimale keuze door af te wegen in welke markt het bedrijf zijn mogelijkheden ziet. Dit kan de markt zijn waarin het bedrijf nog een grote groeimarge heeft, maar evenzeer kan het behouden van de leiderspositie op een andere markt de doelstelling zijn. Deze beslissing ligt voor een groot deel in lijn met de waarden en standaarden van het bedrijf. (Lafley, 2009)

- *Breng heden en toekomst in balans*

De CEO dient voor een evenwicht te zorgen tussen de kortetermijnbelangen van zijn stakeholders en de langetermijnbelangen van de onderneming. De

stakeholders zijn vooral geïnteresseerd in het heden en dus ook in zo snel mogelijke positieve resultaten. Maar voor het bedrijf is het van belang dat het ook op langere termijn kan overleven. Daarom dient een CEO bij elke beslissing het lange termijnplan in het achterhoofd te houden. In tijden van financiële crisis of globale recessie is de drang naar snelle resultaten nog groter en worden (midden)lange termijnprojecten vaker genegeerd. Ook wordt in research & developmentkosten vaak gesnoeid om korte termijnprestaties te genereren maar deze zijn cruciaal voor het verdere bestaan van het bedrijf. Denk aan een investering voor milieuvriendelijke verpakkingen. Op korte termijn leidt dit tot kosten, maar op lange termijn is dit noodzakelijk om te kunnen blijven concurreren. (Lafley, 2009)

- *Zet waarden en standaarden neer*

Om een bedrijf zijn unieke identiteit te geven, dient de CEO bepaalde waarden neer te zetten. De elementen die niet veranderen gedurende de hele bedrijfsactiviteit en die voorop staan in het bedrijfsdenken vertegenwoordigen de waarden van een bedrijf. Voorbeelden hiervan zijn het creëren van vertrouwen, leiderschap, innovatiementaliteit. Standaarden vertegenwoordigen de doelen die het bedrijf tracht te bereiken. Hoe wil men gepositioneerd zijn in de markt ten op zichte van de concurrenten, hoeveel winst wil men minstens halen, werkt het bedrijf efficiënt genoeg? (Lafley, 2009) Een dergelijke context wordt gecreëerd om de strategische beslissingen van managers of specialisten in het bedrijf te beïnvloeden. De personeelskeuze door de CEO, het soort beloningssysteem, de cultuur en stijl van het bedrijf spelen hierin een belangrijke rol. (Bower, 1970 in Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009) Door vooraf waarden en standaarden neer te zetten heeft het bedrijf een streefdoel en visie en zal het trachten hiernaar te werken. Belangrijk is dat het bedrijf zowel de waarden als de standaarden naar buiten brengt. Dit geeft meer duidelijkheid naar de omgeving en bij afwezigheid hiervan zou de maatschappij zelf een (foute) interpretatie kunnen maken van het bedrijf. (Lafley, 2009)

Het sleutelelement bij het vervullen van al deze taken is communicatie. Om al zijn taken duidelijk over te brengen naar alle betrokken partijen is communicatie zeer belangrijk voor een CEO. Mintzberg (1973) is van mening dat het grootste

deel waar het management en de CEO zich moet mee bezighouden communicatie is. Mintzberg stelde dat een manager tien rollen dient te vervullen. Deze tien managementrollen waarin communicatie centraal staat, verdeelt hij in drie categorieën: de interpersoonlijke categorie, de informationele en de besluitvormingscategorie.

ROLE	DESCRIPTION
Interpersonal	
Figurehead	Performs symbolic duties of a legal and social nature
Leader	Builds relationships, communicates with, motivates and teaches subordinates
Liaison	Maintains networks outside workplace who provide help and information
Informational	
Monitor	Seeks internal and external information about issues affecting the organization
Disseminator	Transmits information obtained internally or externally
Spokesperson	Transmits information about the organization to outsiders
Decisional	
Entrepreneur	Acts as initiator, designer and encourager of change and innovation
Disturbance handler	Takes corrective action when organization faces important unexpected difficulties
Resource allocator	Distributes resources of all types
Negotiator	Represents the organization in major negotiations affecting the manager's area of responsibility

Figuur 1: Managementrollen (Mintzberg, 1973)

1.1.2 Het belang van een CEO

In de volgende alinea's gaan we na of een CEO van groot belang is binnen een bedrijf. Gezien de taken die een CEO dient te vervullen zou men kunnen concluderen dat hij wel degelijk van groot belang is voor een bedrijf. Of dit zich ook vertaalt in een groot belang naar de ondernemingsprestaties toe wordt hierna verder uitgediept.

Wanneer het thema een CEO en zijn effect op de ondernemingsprestaties wordt aangehaald, wordt vaak het werk van Lieberman & O' Connor (1972) vermeld. In

deze studie kwamen de auteurs tot de conclusie dat zowel het markteffect als het bedrijfseffect groter is dan het CEO-effect voor een bedrijf. De resultaten gaven weer dat het CEO-effect slechts 6,5% tot 14,5% van de variantie in ondernemingsprestaties reflecteren. Als waardemeters voor de ondernemingsprestaties werden verkoopcijfers, winstmarge en inkomsten gebruikt. Voor het markt- en bedrijfseffect bedroeg het aandeel in de variantie respectievelijk 18,6% tot 28,5% en 22,6% tot 67,7%. Lieberman & O' Connor's conclusie luidde dat elk van hun onderzochte ondernemingsprestatie maatstaven vooral beïnvloedt worden door elementen die buiten de reikwijdte van een CEO liggen. Het belang van de CEO op ondernemingsprestaties is volgens Lieberman & O' Connor's bevindingen eerder beperkt.

De resultaten van Lieberman & O' Connor (1972) moeten echter kritischer bekeken worden. Naast vele studies die de conclusie van Lieberman & O' Connor volgen zijn er tevens vele andere studies die dit onderwerp behandelden met de conclusie dat de CEO wel een significante impact heeft op de ondernemingsprestaties. (Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009; Mackey, 2008) Daarnaast is er veel kritiek op de gebruikte methode in het onderzoek van Lieberman & O' Connor. Ten eerste zijn de gebruikte prestatie maatstaven, met name 'verkoopcijfers' en 'inkomsten' meer maatstaven om de bedrijfsgrootte te weerspiegelen. Hierdoor worden de uiteindelijke resultaten beïnvloed. Ten tweede was de keuze van welke soorten CEO's werden opgenomen in het onderzoek discutabel. Als laatste hielden Lieberman & O' Connor bedrijven uit hun studie die afkomstig zijn uit markten met veel diverse bedrijven of die in grote overnames verwickeld zaten. Ook dit beïnvloedt de uitkomst naar minder effect van de CEO op ondernemingsprestaties. (Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009)

Mackey (2008) onderzocht in zijn studie eveneens het effect van de CEO op de ondernemingsprestaties. Mackey wou in zijn studie aantonen dat vorige gelijkaardige studies, waaronder Lieberman & O' Connor, het effect van de CEO op ondernemingsprestaties onderwaardeerden. In zijn eigen onderzoek werkte Mackey de beperkingen uit andere studies weg om ze uiteindelijk te vergelijken met de methode uit de andere studies. Uit zijn resultaten viel af te leiden dat het CEO-effect volgens zijn methode aanzienlijk hoger ligt. Op bedrijfsniveau was het CEO-effect duidelijk het grootst (meer dan vier maal zo groot) in vergelijking met

het bedrijfseffect en markteffect, op segmentniveau was het CEO-effect nog steeds het grootst maar minder uitgesproken als op bedrijfsniveau. Bij het volgen van de methodes uit de vorige studies kwam hij dezelfde resultaten uit als deze studies, namelijk dat het CEO-effect weinig invloed had. Deze resultaten gaven weer dat de resultaten uit de vorige studies wel degelijk beïnvloed werden. (Mackey, 2008)

Concluderend kan men stellen dat tot op heden de meningen nog verdeeld zijn en de impact van een CEO op de ondernemingsprestaties nog verder onderzoek nodig heeft. Tevens is het moeilijk om indirecte effecten van het belang van de CEO op de ondernemingsprestaties uit te drukken. Indirecte effecten kunnen ook een grote weerslag hebben op de prestaties, maar zijn moeilijk kwantificeerbaar. Bijvoorbeeld de doelen en waarden die een CEO vertegenwoordigt kunnen zowel de structuur als de graad van vernieuwing in een onderneming beïnvloeden. Hoe diep het totale effect ervan doordringt in de ondernemingsprestaties is echter moeilijk uit te drukken. (Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009)

1.2 Beslissingshorizon en het horizonprobleem

Aangezien de CEO instaat voor de eindverantwoordelijkheid van het beleid en prestaties van een bedrijf, dient hij nauwgezet zijn beslissingen te overwegen en door te voeren. Deze beslissingen worden genomen in het belang van de onderneming. (Finkelstein, Hambrick & Cannella, 2009) Beslissingen nemen heeft gevolgen voor de toekomst. De beslissingshorizon reikt vanaf het moment van het doorvoeren van de beslissing tot het eindpunt in de toekomst waar de gevolgen van een bepaalde beslissing zich strekken.

Een nadelig gevolg van een beslissingshorizon is de 'bijziendheid' van een CEO. Deze bijziendheid kan leiden tot wat men het horizonprobleem noemt. Een horizonprobleem ontstaat indien een manager plant het bedrijf te verlaten. In vergelijking met een manager die niet plant te vertrekken is de vertrekkende manager minder geneigd te handelen in het belang van de onderneming. (Dechow en Sloan, 1991) Een horizonprobleem heeft een weerslag op de onderneming. Kenmerkend voor bedrijven met een horizonprobleem zijn het

nemen van suboptimale investeringsbeslissingen, een grote mate aan earningsmanagement of in extreme gevallen het plegen van fraude. (Gibbons en Murphy, 1992)

1.2.1 Gevolgen van het horizonprobleem

Verschillende studies hebben onderzocht of de 'bijziendheid' van een CEO een invloed heeft op de verdere prestaties van de onderneming. De CEO verkiest liever korte termijn resultaten in plaats van meer optimale lange termijn resultaten voor het bedrijf. Managers zijn immers geneigd de beslissingshorizon gelijk te stellen met hun (verwachte) ambtstermijn. Het is gebleken dat in vele gevallen het einde van deze ambtstermijn samenvalt met de pensioengerechtigde leeftijd van de CEO. (Reitenga en Tearney, 2003) Meerdere studies onderzochten of er aan inkomensverhogend earningsmanagement werd gedaan in de laatste jaren voor het pensioen. Butler en Newman (1989) en Dechow en Sloan (1991) bewezen dat CEO's in de laatste jaren van hun functie geneigd zijn om discretionaire uitgaves te verminderen. Om de totale kosten te drukken bleken voornamelijk de kosten voor onderzoek&ontwikkeling en reclame hiervoor het vaakst gebruikt te worden. Een gevolg hiervan is dat de beoogde winst vergroot en de bijhorende bonussen voor de CEO eveneens. De studie van Murphy en Zimmerman (1993) onderzocht dit eveneens, maar gaf weer dat het inperken van deze discretionaire uitgaves enkel door de slechte prestaties van de onderneming een gevolg zijn.

Verder kunnen verschillende vormen van beloningselementen na de ambtstermijn ook de CEO beïnvloeden. Kalyta (2009) ging na of managers aan inkomstenverhogende earningsmanagement doen in de jaren voor ze op pensioen gaan. Uit de bevindingen kwam naar voor dat dit enkel gebeurde bij bedrijven die SERP's toepasten. SERP staat voor Supplemental Executive Retirement Plans en zijn een verhoging van het pensioeninkomen bovenop het wettelijk gelimiteerde pensioen. Voor bedrijven zonder SERP werd geen bewijs gevonden. Reitenga en Tearney (2003) gingen na of een beloofde bestuursfunctie na het pensioen een invloed heeft. Ze bewezen dat er zowel in het laatste jaar als in het voorlaatste jaar van de vertrekkende CEO aan

earningsmanagement wordt gedaan. Dit gold echter voor zowel de CEO's die geen bestuursfunctie krijgen na hun pensioen, als CEO's met wel een bestuursfunctie na hun pensioen.

1.3 Corporate governance

In de volgende alinea's zal het begrip corporate governance uitgelegd worden. Gezien de strikte naleving van de wetten en codes van corporate governance, heeft dit ook zijn invloed op de besluitvorming voor een CEO. De verbeterde controles en verhoogde aandacht voor de verschillende belanghebbenden in een bedrijf hebben de handelingsvrijheid van een CEO enigszins beperkt. Het gevolg is dat hij meer in ondernemingsbelang zal handelen, de ultieme bedoeling van de invoering van corporate governancewetten.

Gezien het verdere verloop van deze masterproef is enkel de Corporate Governance Code 2009 van toepassing aangezien enkel beursgenoteerde bedrijven in het onderzoek zullen zitten. De belangrijkste elementen van de Code die relevant zijn en een invloed uitoefenen worden verder besproken.

1.3.1 Definitie

Corporate governance is een Engelstalige term voor ondernemingsbestuur. Corporate governance wordt gezien als een mechanisme dat de belangen van de principaal en agent gelijk tracht te trekken. Een goed uitgevoerde corporate governance zorgt ervoor dat de agent beter gecontroleerd kan worden. Hierdoor handelt de agent in het belang van de onderneming en voorkomt men dat hij in eigenbelang zal handelen. (Shleifer & Vishny, 1997)

De controlemechanismen om agencyproblemen op te lossen (zie 2.2) zijn hiervoor het bewijs. Elk van deze mechanismen zorgt ervoor dat de doelen van het management en de aandeelhouders dichter bij elkaar aansluiten. Indien corporate governance goed wordt toegepast, kan men optimale resultaten voor het bedrijf verkrijgen.

Wat houdt corporate governance precies in? Om het begrip corporate governance weer te geven is er echter geen éénduidige definitie. Verschillende onderzoekers hebben toch getracht een omschrijving te geven.

Shleifer & Vishny (1997) omschrijven corporate governance als “the ways in which the suppliers of finance to corporations assure themselves of setting a return on their investment”.

Moerland (1997) geeft een bredere omschrijving en gebruikt de volgende definitie voor corporate governance: “De wijze waarop ondernemingen worden bestuurd en gecontroleerd, alsook de wijze waarop daarover verantwoording wordt afgelegd aan de kapitaalverschaffers en andere stakeholders”.

In de Belgische Corporate Governance Code (2009) definieert men corporate governance als een reeks regels en gedragingen die bepalen hoe vennootschappen bestuurd en gecontroleerd moeten worden. 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.

Tevens geeft een goed corporate governance model weer wat de doelen zijn en hoe ze bereikt en geëvalueerd zullen worden. De doelstellingen, waarvan de voornaamste het bevorderen van waardecreatie op lange termijn is, moeten het belang van de vennootschap, haar aandeelhouders en stakeholders voor ogen houden.

Ook Solomon & Solomon (2004) betrekken de stakeholders in hun definitie en omschrijven corporate governance als “the system of checks and balances, both internal and external to companies, which ensures that companies discharge their accountability to all their stakeholders and act in a socially responsible way in all areas of their business activity”.

De voorgaande definities geven weer dat er geen éénduidige definitie bestaat voor corporate governance en dat ieder zijn eigen interpretatie en opvattingen heeft over de inhoud en het doel van corporate governance. Wat naar voren komt is dat corporate governance zowel voor aandeelhouders als stakeholders gunstig is. Corporate governance zorgt ervoor dat deze belangengroepen beschermd worden. Om bedrijven in deze richting te laten handelen zijn er

corporate governance codes opgesteld. Vermits deze masterproef een onderzoek doet over Belgische beursgenoteerde ondernemingen zal om deze reden de Belgische corporate governance code van 2009 verder uitgelegd worden.

1.3.2 Aanleiding huidige regels corporate governance in België

Hoewel het begrip corporate governance al langer bestaat sinds het werk van Berle en Means (1932), heeft het sinds 2002 aan belang gewonnen. De oorzaak hiervoor waren vooral de vele fraudeschandalen die aan het licht kwamen enkele jaren voordien. Enkele bekende voorbeelden hiervan zijn Enron, WorldCom of iets dichterbij huis, Lernout & Hauspie.

Na deze schandalen was de nood aan verbeterde regelgeving zeer groot. Dit resulteerde tot het opstellen van een wet die een zeer grote invloed zou hebben op het bedrijfsleven en Corporate Governance: de Sarbanes-Oxley Act.

Deze wet, opgesteld in 2002, zou bijdragen tot een enorme verbetering inzake auditing en Corporate Governance. Corporate Governance is een belangrijk element in de Sarbanes-Oxley-wet. De wet biedt verschillende voorwaarden en normen voor het 'goed' besturen van bedrijven en de financiële verslaggeving van bedrijven. Zo moeten bedrijven die onderhevig zijn aan de wet, niet enkel een financieel verslag neerleggen op het einde van het boekjaar. De wet verplicht hen ook om een apart dossier neer te leggen dat handelt over de interne controle van de gegevens in het financiële verslag. Verder legt de Sarbanes-Oxley-wet ook (gevangenis)straffen en geldboetes vast voor bestuursleden die inbreuken plegen op de wet.

De Sarbanes-Oxley-wet is voornamelijk in het leven geroepen voor de Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven of buitenlandse bedrijven met een genoteerde vestiging. Uiteraard heeft niet enkel de VS problemen met deze materie, ook in andere landen bestaan er equivalenten voor de Sarbanes-Oxley-wet. Ook België heeft hiervoor zijn eigen regelgeving, namelijk de Code Buysse voor de niet-beursgenoteerde ondernemingen en de Belgische Corporate Governance Code 2009 voor de beursgenoteerde ondernemingen. (Gramling, Rittenberg & Johnstone, 2008)

De Belgische corporate governance regelgeving stond vóór 2002 nog niet volledig op punt. Byttebier, Piu & Roeland (2003) vermelden dat er buiten de transparantiewet in 1989, die meer openheid vereiste inzake de eigendomsstructuren, sedert 1998 drie verschillende codes bestonden. Elke code bestond uit aanbevelingen van een verschillende instantie. Hoewel ze elk voor een specifieke ondernemingscategorie bedoeld waren zorgde deze werking met drie codes vaak voor omslachtig werk en verwarrende situaties. Daarom besloten de drie instanties - het VBO, de CBFA en Euronext Brussel- in 2004 onder het voorzitterschap van de heer Lippens één unieke corporate governance code op te stellen. De code Lippens of Belgische Corporate Governance Code was het resultaat op 9 december 2004. In 2009 werd een nieuwere versie uitgebracht, de huidige Belgische Corporate Governance Code 2009, waarbij aanpassingen werden gedaan in functie van de noden en behoeftes van de beursgenoteerde bedrijven. Tevens werd in 2005 een code voor de niet-beursgenoteerde bedrijven opgesteld. De doelstellingen hiervan komen echter overeen met deze van de Code.

1.3.3 Belgische Corporate Governance Code 2009

Hart (1995) stelt dat een goede corporate governance structuur een grote waarde heeft bij het oplossen van agencyproblemen. Vermits de Code een duidelijke structuur geeft, wordt aan deze voorwaarde voldaan. Uit de principes kunnen we afleiden dat een goede structuur belangrijk is voor het slagen van een onderneming. Transparantie en een goede uitwerking van de structuur vormen kernelementen voor een goede corporate governance volgens de Code.

De Belgische Corporate Governance Code 2009 vermeldt dat de voornaamste doelstelling waardecreatie op lange termijn is. Goede corporate governance leidt tot creatie van welvaart voor zowel de aandeelhouders als de andere stakeholders, terwijl een gebrekkige bedrijfsvoering tot verliezen kan leiden die verder gaat dan het verlies van aandeelhouderswaarde.

De Code is opgebouwd uit principes, aanbevelingen en richtlijnen. De principes dienen nageleefd te worden en vormen de pijlers van goede corporate

governance. De Belgische Corporate Governance Code 2009 bestaat uit 9 principes:

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

Verder zijn er de aanbevelingen die omschrijven hoe de principes worden toegepast. Ook deze aanbevelingen dienen nageleefd te worden maar hiervan kan afgeweken worden wanneer de kenmerken van een bepaalde vennootschap dit vereisen. Hiervoor dienen gepaste argumenten gegeven te worden. Op die manier wordt het bedrijf verplicht na te denken over de opbouw van een goede structuur en op welke manier men dit wil doen. Deze methode staat bekend als het 'pas toe of leg uit'-principe (of 'comply or explain'-principe).

Tot slot zijn er de richtlijnen. De richtlijnen zijn een aanvulling op de bepalingen en zijn de leidraad voor de vennootschap.

Verder in deze masterproef (zie 2.2) zal het onderwerp van executive remuneration behandeld worden. Ook de Code besteed aandacht aan dit aspect. Het oprichten van gespecialiseerde comités en meer bepaald het remuneratiecomité heeft tot doel de raad van bestuur bij te staan en advies te verlenen. Het remuneratiecomité bestaat enkel uit niet-uitvoerende bestuurders. Op deze manier wordt een degelijk remuneratiepakket gekozen dat zowel de CEO als de vennootschap ten goede komt.

2 Economische theorieën

Hierna bespreken we enkele theorieën die via hun perspectief een kijk geven op de invloed van de beslissingshorizon van een CEO op de ondernemingsprestaties.

We hebben al ondervonden dat de beslissingshorizon een invloedrijk gegeven is bij de besluitvorming van een CEO. De agency theorie speelt hierbij een belangrijke rol. In de volgende alinea's wordt de agency theorie verder uitgediept. Daarna wordt de stewardship theorie uitgelegd en vergeleken met de agency theorie. De laatste relevante theorie die wordt uitgelegd is de managerial power theorie.

2.1 Agency theorie

Een beursgenoteerd bedrijf is een sociale uitvinding waarbij miljoenen individuen geheel vrijwillig (een deel van) hun vermogen toevertrouwen aan managers (Jensen & Meckling, 1976). De relaties tussen deze verschillende spelers blijken niet vanzelfsprekend te zijn. De begrippen 'bedrijfseigendom' en 'bedrijfsuitvoering' spelen in dit verhaal een belangrijke rol. Na de fraudeschandalen bij verschillende bedrijven zoals onder andere Enron, Worldcom en Tyco kwam het verschil tussen deze begrippen nog meer in de kijker te staan. Doordat het management in de desbetreffende bedrijven onvoldoende werd gecontroleerd, was het voor hen mogelijk om ongehinderd in eigenbelang te handelen op ongeoorloofde wijze. Goede en duidelijke afspraken

tussen de eigenaars ('bedrijfseigendom') en het management ('bedrijfsuitvoering') zijn daarom cruciaal.

De bekendste en belangrijkste verschijningsvorm is de theorie van principaal en agent. De theorie is niet enkel toepasbaar op de agencyrelatie tussen aandeelhouders en management, maar ook op andere vaak voorkomende agencyrelaties zoals werkgever en werknemer, advocaat en cliënt. Het basisidee van de principaal-agent-theorie gaat uit van een doelenconflict tussen de principaal en de agent, waarbij de agent meer risico-avers gedrag vertoont dan de principaal. Het uiteindelijke doel richt zich op het zoeken van het meest optimale contract. In de situatie van aandeelhouder en management uit zich dit in het zodanig uitvoeren van de managementfunctie door de managementleden zodat de aandeelhouders hun winst gemaximaliseerd wordt. Althans vanuit het standpunt van de aandeelhouders. De managementleden zullen dit doel ook voor ogen hebben wanneer ze hiervoor in ruil voldoende beloningsvarianten krijgen. Denk aan verschillende vormen van financiële beloning of compensatieregelingen die de persoonlijke behoeftes van de desbetreffende persoon beantwoorden.

Laveren et al. (2004) onderscheiden drie verschillende deelnemers in een onderneming, met name de aandeelhouders, de schuldeisers en de managers. "Het is aannemelijk dat elk van deze participanten een eigen doelstelling zal nastreven. Aandeelhouders zullen in dividenden en kapitaalmeerwaarden geïnteresseerd zijn; voor schuldeisers zijn interesten en aflossingsbetaling relevant; de managers zullen proberen de geldelijke en niet-geldelijke beloningsvormen te maximaliseren. Belangenconflicten tussen deze participanten zijn onvermijdbaar. Deze conflicten tussen partijen met tegengestelde belangen, waartussen een expliciet of impliciet contract werd overeengekomen, worden agencyconflicten genoemd."

Heath (2009) zegt hierover dat aandeelhouders geen expliciet contract hebben met de managers van het bedrijf om hun belangen te beschermen die door deze managers dienen uitgevoerd te worden. Ze beschikken slechts over formele controletechnieken bij het beslissingsproces van de managers. Fama en Jensen (1983) stellen echter dat een organisatie een verzameling is van zowel geschreven als ongeschreven contracten tussen de eigenaars van

productiemiddelen en zijn gebruiker(s). Daarnaast verklaren deze contracten de rechten van elke vertegenwoordiger van het bedrijf alsook de prestatiecriteria waarop ze worden beoordeeld en de uitbetaling die ze krijgen. Deze contracten vormen één van de basisaspecten in de agency theorie. Via de contracten wordt een agencyrelatie gecreëerd.

Laveren et al. (2004) gaven al aan dat het verschil in verwachtingen en doelen tussen managers en aandeelhouders/eigenaars de oorzaak vormt van het agency probleem. Een probleem dat ontstaat doordat er een agencyrelatie bestaat tussen deze personen. Vooreerst beschrijven we wat een agencyrelatie precies inhoudt. Jensen & Meckling (1976) omschrijven een agencyrelatie als een contract waarbij één of meerdere personen (de principals) een andere persoon (de agent) engageert om bepaalde diensten uit te voeren voor zijn rekening. Hiervoor dient/dienen de principal/principals wel beslissingsbevoegdheid af te staan aan de agent. Deze relatievorm kan aanleiding geven tot mogelijke problemen. Eisenhardt (1989) stelt namelijk dat er twee problemen kunnen ontstaan bij een agencyrelatie. Een eerste probleem kan ontstaan wanneer de doelen van de principaal niet overeenkomen met die van de agent en wanneer het controleren van de agent te kostelijk of te moeilijk is.

Een tweede mogelijk probleem dat Eisenhardt (1989) aanhaalde doet zich voor wanneer de principaal en de agent verschillende houdingen hebben ten aanzien van bepaalde risico's. Jensen & Meckling (1976) beschrijven dit agencyprobleem als een 'risk-sharing problem' doordat de samenwerkende partijen een verschillende mening hebben over het risico en de uitvoering om dit op te lossen. In hun studie gaan Jensen & Meckling (1976) er vanuit dat beide partijen nutsmaximalisatie nastreven, waardoor de agent niet altijd de doelen van de principal zal nastreven. Ook Heath (2009) heeft het over dit probleem en omschrijft dit als opportunistisch gedrag van het individu. Het opportunistisch gedrag kan voortvloeien uit twee mogelijke redenen, door het negeren van de overeengekomen principes of door voordeel te halen uit situaties die zich voordoen.

In het werk van Saam (2007) wordt nog een derde probleem aangehaald die bij een agencyrelatie kan ontstaan. Het probleem van informatie-asymmetrie. Dit probleem komt vaak voor in situaties waarbij de agent specifieke kwaliteiten

heeft om een bepaalde taak uit te voeren of wanneer de agent over meer kennis beschikt dan de principaal in dat domein. De informatie-asymmetrie ontstaat wanneer het voor de principaal niet mogelijk is de kwaliteiten, intenties of kennis van de agent nauwkeurig te controleren of wanneer de kosten voor controle te hoog zijn. Deze tekortkoming is in het voordeel van de agent omdat de principaal onvoldoende informatie heeft om een correcte waardering te kunnen maken voor het contract dat ze samen aangaan.

Een bijkomend nadeel aan de agencyconflicten is dat ze, om ze te kunnen voorkomen, onnodige extra kosten met zich meebrengen, die beter voor andere efficiëntere doeleinden kunnen gebruikt worden. Laveren et al. (2004) spreken van het 'agency cost effect', dat bestaat uit zowel opportuiniteitskosten als reële kosten. Opportuiniteitskosten ontstaan door het nemen van minder optimale keuzes, reële kosten zijn kosten die voortkomen door controle en toezicht.

In hun studie specificeren Laveren et al. (2004) de agencykost die samenhangt met het gebruik van schulden. Stel u de situatie voor wanneer een bedrijf geld gaat lenen. De schuldeisers zullen de lener, om zekerheid te verschaffen dat je als lener het geld op de afgesproken tijdstippen terug zal betalen, bepaalde eisen opleggen. Deze eisen zullen een kost voor de aandeelhouders zijn aangezien de schuldeisers de handelingsvrijheid van de onderneming beperken (door hun eisen) waardoor de voorheen optimale uitkomst niet meer kan bereikt worden. Deze beperkte handelingsvrijheid vormt een opportuiniteitskost voor de aandeelhouders.

We kunnen besluiten dat de agency theorie een inzicht geeft in denkwijzen en problemen die kunnen leiden tot het opportunistisch gedrag van de CEO. Wanneer problemen in de agencyrelatie voorkomen, bestaat de mogelijkheid dat de CEO hiervan gebruik maakt op een manier die het bedrijf niet naar de meest optimale resultaten zal leiden.

Agency Theory Overview	
Key idea	Principal-agent relationships should reflect efficient organization of information and risk-bearing costs
Unit of analysis	Contract between principal and agent
Human assumptions	Self-interest Bounded rationality Risk aversion
Organizational assumptions	Partial goal conflict among participants Efficiency as the effectiveness criterion Information asymmetry between principal and agent
Information assumption	Information as a purchasable commodity
Contracting problems	Agency (moral hazard and adverse selection) Risk sharing
Problem domain	Relationships in which the principal and agent have partly differing goals and risk preferences (e.g., compensation, regulation, leadership, impression management, whistle-blowing, vertical integration, transfer pricing)

Figuur 2: Agency theorie (Eisenhardt, 1989)

2.2 Beperken/Uitsluiten van agencyproblemen

In deze paragraaf worden de mechanismen besproken die zorgen dat agencyproblemen beperkt of uitgesloten kunnen worden. Vermits de agencytheorie aan het licht bracht dat binnen de agencyrelatie tussen een CEO en de aandeelhouders de doelen niet altijd overeenkomen, gaan we op zoek naar middelen die agencyproblemen kunnen verminderen of uitsluiten. Op die manier zal de CEO zijn beslissingen meer in lijn met de lange termijnvisie en winstmaximalisatie van de aandeelhouders en onderneming sturen. Aldus worden ook situaties vermeden waarbij een CEO op het einde van zijn ambtstermijn het eigenbelang zal laten primeren ten opzichte van het ondernemingsbelang. Dit komt de ondernemingsprestaties ten goede.

De literatuur stelt dat er twee mechanismen zijn die ervoor zorgen dat de agent meer in het belang van de principaal zal handelen. Door scheiding van de beslissingsbevoegdheid en de controle in een bedrijf zijn Fama & Jensen (1983) van mening dat controle bij de agencyrelatie een noodzaak is. Hierdoor is het mogelijk voor de principaal om informatie te verkrijgen over de activiteiten van de agent. Naast controle stellen Jensen & Meckling (1976) dat er ook voldoende geschikte stimuli ('incentives') aanwezig moeten zijn voor de agent. Deze stimuli zorgen ervoor dat de agent de doelstellingen van de principaal blijft nastreven. Hiernavolgend zullen de twee manieren om agencyproblemen tegen te gaan, controlemechanismen en het geven van incentives, besproken worden.

2.2.1 Controle

Wat betreft controle onderscheiden Denis & McConnell (2003) twee controlemechanismen. De eerste controlemechanismen zijn interne controlemechanismen. De twee besproken mechanismen die hiervoor in aanmerking komen zijn de raad van bestuur en de eigendomsstructuur. Als tweede controlemechanisme zijn er de externe controlemechanismen. Hierbij komen de overnamemarkt, proxy fights, het wettelijk systeem en de financiële structuur van een onderneming aan bod.

2.2.1.1 Interne controlemechanismen

2.2.1.1.1 Raad van Bestuur

Aandeelhouders kiezen de leden van de raad van bestuur opdat hun doelen worden uitgevoerd. De raad van bestuur staat op zijn beurt in voor de controle op het management van de onderneming. (Hart, 1995) De raad van bestuur is tevens bevoegd om het management aan te stellen, te ontslaan en te belonen. (Denis & McConnell, 2003; Adams, Hermalin & Weisbach, 2010) Wat de samenstelling betreft moet de raad van bestuur in een onderneming bestaan uit zowel uitvoerende als niet-uitvoerende bestuurders. De niet-uitvoerende bestuurders moeten minstens de helft van de raad van bestuur vertegenwoordigen, waarvan er minstens drie onafhankelijk zijn. Verder wordt

bij de samenstelling ook gelet op voldoende diversiteit tussen de leden opdat een efficiënte besluitvorming kan bereikt worden. Al de beslissingen moeten worden genomen in het belang van de vennootschap. (Belgische Corporate Governance Code 2009)

Hart (1995) is echter kritisch over de rol van de raad van bestuur. Aan de ene kant is hij sceptisch over het feit dat de uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur zichzelf zullen controleren. Anderzijds is Hart (1995) niet overtuigd of de niet-uitvoerende bestuurders hun controlefunctie naar behoren zullen uitvoeren. Hiervoor heeft hij drie redenen. Als eerste reden is het mogelijk dat de niet-uitvoerende bestuurders een te gering financieel belang in het bedrijf hebben, waardoor ze weinig baat hebben indien het bedrijf goede prestaties heeft. Daarnaast hebben niet-uitvoerende bestuurders een drukke agenda, waardoor ze weinig tijd hebben om een degelijke controlefunctie uit te oefenen. Als laatste reden merkt Hart (1995) op dat de niet-uitvoerende bestuurders hun positie in de raad van bestuur te danken hebben aan leden van het management. Hierdoor zijn ze geneigd zich steeds positief te gedragen ten opzichte van hen om hun positie in de raad van bestuur te kunnen behouden.

Adams, Hermalin & Weisbach (2010) stellen echter dat rol van de raad van bestuur de laatste jaren actiever is geworden. Terwijl het vroeger voornamelijk een 'rubberstamp'-orgaan was, is het geëvolueerd naar een actief controleorgaan. De gestegen gemiddelde waarschijnlijkheid op CEO-ontslag geven ze hiervoor als bewijs. Verder heeft de corporate governance regelgeving hier ook een groot aandeel in.

2.2.1.1.2 Eigendomsstructuur

Eigenaarschap en controle zijn zelden helemaal gescheiden binnen een organisatie. De uitoefenaars van de controle zijn vaak ook aandeelhouders van het bedrijf. Hoe groter de overlap tussen eigenaarschap en controle, hoe minder belangenconflicten er zijn binnen het bedrijf. Minder belangenconflicten zorgt ervoor dat de CEO de ondernemingsdoelen nauwkeuriger nastreeft.

Daarnaast hebben kleine aandeelhouders minder behoefte om middelen uit te geven voor het uitvoeren van controle. Om deze redenen vindt Hart (1995) dat

een bedrijf slechts één of enkele grote aandeelhouders moet bezitten. Deze aandeelhouders zullen de controletaak op zich willen nemen. Ook Denis & McConnell (2003) volgt deze mening en spreekt over het free-rider probleem bij de kleine aandeelhouders. Verder merkt Hart (1995) op dat wanneer een grote aandeelhouder niet alle aandelen bezit, de agencyproblemen verminderd worden maar niet verdwijnen. Hiervoor geeft hij drie redenen aan. Ten eerste zal een grote aandeelhouder (maar niet alle aandelen in het bezit heeft) het management niet volledig nauwkeurig controleren vermits hij niet alle winsten ervoor in de plaats krijgt. Ten tweede zou de grote aandeelhouder zijn eigen positie willen verbeteren ten nadele van de kleinere aandeelhouders. Als laatste reden is het mogelijk dat de grote aandeelhouder zelf de managementfunctie zal uitvoeren en aldus ook via deze manier de eigen belangen voorop stelt.

2.2.1.2 Externe controlemechanismen

2.2.1.2.1 De overnamemarkt

Dit controlemechanisme is vooral effectief wanneer bij een publiek bedrijf een groot verschil tussen de actuele waarde van de onderneming en de potentiële waarde aanwezig is. Externe partijen zijn hierdoor meer geneigd om controle te verwerven over het bedrijf. (Denis & McConnell, 2003) Deze vijandige overname wordt beschouwd als het ultieme disciplineringsmechanisme voor het management. Wanneer het management niet handelt in het belang van de aandeelhouders, zal de gedaalde aandelenkoers de onderneming als een potentieel overnamedoelwit bestempelen. (Laveren et al., 2004) Toch heeft de overnamemarkt ook zijn nadelen. Niet alleen kan het de oplossing zijn om principaal-agent problemen op te lossen, het kan ze ook doen ontstaan. Wanneer een manager of CEO enkel geïnteresseerd is in het vergroten van zijn zakenimperium, is het mogelijk dat hij bedrijfsmiddelen gaat verspillen door te veel te betalen bij de overname van een bedrijf in plaats van dit geld te geven aan de aandeelhouders. (Denis & McConnell, 2003)

2.2.1.2.2 Proxy fights

Een tweede extern controlemechanisme zijn de proxy fights, ook volmachtenstrijd genoemd. Dissidente aandeelhouders trachten de meerderheid van de mandaten in de raad van bestuur te bekomen. Hiervoor verzamelen ze de nodige volmachten om op de algemene vergadering van aandeelhouders te stemmen. Via deze meerderheid zijn ze in staat om projectvoorstellen van het huidige management te blokkeren of om eigen projecten te laten goedkeuren. (Laveren et al., 2004) Toch blijken proxy fights geen krachtig middel te zijn om managers te disciplineren. Hart (1995) geeft hiervoor drie redenen aan. Ten eerste heerst er een 'free-rider probleem'. De dissidente aandeelhouder(s) moet/moeten immers zelf instaan voor het dragen van de kosten die het gevolg zijn van het zoeken naar de informatie of een onderneming naar behoren presteert of niet. Wanneer de onderneming niet efficiënt presteert komen de kosten van het opstarten van de proxy fight er extra bij. Tot deze kosten behoren onder andere het uitzoeken van de namen en adressen van alle overige aandeelhouders en hen te contacteren en overtuigen om de nodige volmachten te verkrijgen. Het voordeel dat te halen valt via de verbeterde bedrijfsprestaties en het deel dat elke aandeelhouder, waaronder de dissidente aandeelhouder, hiervoor krijgt wegen vaak niet op tegen de totale kosten.

Een tweede reden is dat aandeelhouders denken dat ze slechts weinig invloed hebben op het stemresultaat omdat ze denken dat hun stem weinig verschil zal maken. Als laatste reden is het vaak zo dat het huidige management geldmiddelen van het bedrijf kan aanwenden om (nieuwe) kandidaten voor het management te promoten. Dit zorgt voor een bijkomend nadeel voor de dissidente aandeelhouder.

2.2.1.2.3 Financiële structuur

Een volgend controlemechanisme is de financiële structuur, meer bepaald de keuze ten opzichte van schulden in een bedrijf. Schulden hebben een disciplinerende werking en zorgen ervoor dat het management meer in het belang van aandeelhouders handelen. Hart (1995) stelt dat indien een onderneming schulden heeft/aangaat, het management gelimiteerd wordt in het

maken van inefficiënte keuzes. Door de schulden wordt het management meer verplicht te kiezen voor meer winstgevende projecten om ervoor te zorgen dat de onderneming in staat blijft zijn schulden te kunnen afbetalen. Enige voorwaarde opdat de financiële structuur een effectieve vorm van disciplineringsmechanisme kan zijn, is dat er een geschikte straf(procedure) moet bestaan indien de schulden niet kunnen worden terugbetaald. Een te lichte straf(procedure) zou het management in staat stellen zijn eigen weg te blijven volgen ten nadele van aandeelhouders en de onderneming.

2.2.1.2.4 Het wettelijk systeem

Het laatste extern controlemechanisme is het wettelijk systeem. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer en Vishay (1998) zien dit als een fundamenteel corporate governance mechanisme. De mate waarin de wetten van een land de aandeelhouders beschermen en de mate waarin deze wetten worden doorgezet vormen de belangrijkste determinanten voor de manier waarop de bedrijfsfinanciering en het bedrijfsbestuur zal evolueren in dat specifieke land. Vooralsnog kan niet gezegd worden welke combinatie leidt tot het perfecte systeem of de best mogelijke resultaten. (Denis & McConnell, 2003)

2.2.2 Incentives/stimuli

2.2.2.1 Executive remuneration

CEO beloningscontracten worden gezien als een belangrijke factor in het verminderen van het doelenconflict tussen managers en aandeelhouders. Beloningscontracten hebben een grote rol in het motiveren van managers. Een slecht opgesteld beloningscontract kan leiden tot opportunistisch gedrag van de CEO en slechte bedrijfsprestaties. (Ozkan, 2011)

Jensen & Meckling (1976) stellen dat de raad van bestuur in een bedrijf de beloningscontracten voor de CEO in die mate moet opstellen, opdat hij de nodige prikkels krijgt om goed werk te leveren. Een goed beloningscontract brengt de

doelen van de manager en de onderneming dichterbij elkaar en zet de manager ertoe aan om de belangen van de aandeelhouders boven het eigenbelang te verkiezen. Bebchuk & Fried (2004) volgen deze mening en beschrijven de optimale contractbenadering die als oplossing kan dienen voor principaal-agentproblemen. Hierbij is het noodzakelijk dat de raad van bestuur de beloningscontracten tracht samen te stellen opdat de aandeelhouderswaarde wordt gemaximaliseerd.

De Belgische Corporate Governance Code 2009 vermeldt dat een onderneming bij de openbaarmaking van de remuneratie van de CEO een uitsplitsing dient te maken van de volgende elementen:

- Het basissalaris
- De variabele remuneratie: voor alle bonussen met vermelding van de vorm waarin deze variabele remuneratie werd betaald
- Pensioen: de bedragen die tijdens het door het jaarverslag behandelde boekjaar werden betaald, met een toelichting over de toepasselijke pensioenregelingen
- 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 belangrijke onderwerpen.

Zowel Shleifer & Vishny (1997) als Hirshleifer & Suh (1992) stellen dat de verschillende soorten beloningen met aandelen (hierna 'equity-based compensation' genaamd) ervoor zorgen dat de doelen van de CEO meer zullen aanleunen bij de doelen van de aandeelhouders. Om dit duidelijk te maken schetsen Shleifer & Vishny (1997) de situatie waarbij het management en de aandeelhouders onvolledige contracten aangaan en waarbij het management meer informatie bezit dan de aandeelhouders. Indien dan een hoge mate van equity-based compensation in het beloningscontract van de CEO verwerkt zit, is hij minder geneigd misbruik te maken van het informatieverval dat heerst tussen de CEO en de aandeelhouders.

Toch dient een beloningscontract niet enkel uit equity-based compensation te bestaan. Hoewel equity-based compensation ervoor zorgt dat een CEO de lange

termijndoelen in acht neemt, kan het ook de oorzaak vormen dat er overgeïnvesteed wordt in projecten voor de lange termijn. Net zoals een beloning die enkel uit cash geld bestaat zal leiden tot onderinvestering in lange termijnprojecten. Om die reden vindt Narayanan (2009) dat het beloningscontract van de CEO uit een goede mix dient te bestaan tussen zowel equitybased-elementen als cash-elementen.

Verder zijn de carrièrezorgen van CEO's ook een belangrijk aspect waarmee rekening dient gehouden te worden. Voor CEO's zijn status, concurrentievermogen en andere carrière doelstellingen ook van belangrijke waarde. Om aan deze behoeftes te voldoen is meer nodig dan enkel een beloningscontract op te stellen op basis van de bedrijfsprestaties. Om die reden worden bij beloningscontracten niet alleen vergoedingen gegeven in de vorm van directe compensatie (een bepaald loonbedrag geven), maar ook vergoedingen in de vorm van 'human capital'. Dit zijn toekomstige 'vergoedingen' die de concurrentiepositie van het bedrijf kunnen verstevigen of zelfs het concurrentievoordeel op de markt kunnen vergroten. Denk bijvoorbeeld aan verbeterde machines of de aanwerving van beter opgeleide, duurdere werknemers. Om die reden willen CEO's dit ook in hun beloning verwerkt zien. Daarnaast blijkt dat vooral nieuwe CEO's deze vorm van beloning geïntegreerd willen zien in hun beloning. Voor hen zijn status en andere carrière doelstellingen vaak van een groter belang dan oudere CEO's die hun pensioen naderen. Zij opteren meer voor directe compensatievergoedingen. (Gibbons & Murphy, 1992)

Hoewel een goede samenstelling van de topbeloningen de agencyproblemen kunnen verminderen, kan de beloning ook de oorzaak vormen van agencyproblemen. Indien het management veel macht heeft in het bestuur van het bedrijf, heeft het de macht om zijn eigen loon samen te stellen. Deze situatie doet zich vooral voor wanneer het bestuur zwak of ineffectief is of wanneer de aandelen verspreid zijn over vele verschillende aandeelhouders. Van een prestatiegericht contract is dan geen/minder sprake. Dit is nefast voor de bedrijfsprestaties. (Bebchuk & Fried, 2004) (zie ook 2.4 managerial power theorie)

2.3 Stewardship theorie

De stewardship theorie is ontstaan vanuit een sociaal en psychologisch standpunt. Volgens de stewardship theorie is het gedrag van een manager collectief omdat hij als doel heeft de doelstellingen van de onderneming te bereiken. Het collectivistische gedrag is voor de steward (manager) van groter belang dan het individualistische gedrag met het gevolg dat de steward zal handelen in het belang van de onderneming. De steward gelooft namelijk dat wanneer hij de doelen van de onderneming nastreeft en aldus de aandeelhouderswaarde tracht te maximaliseren, de eigen nutsfunctie ook gemaximaliseerd wordt. (Davis, Donaldson & Schoorman, 1997)

Hoewel een onderneming verschillende soorten stakeholders heeft met elk hun specifieke doelen, zal een steward die de prestaties van de onderneming verbeterd ook de meeste stakeholders tevreden stellen. Dit is een gevolg van het feit dat stakeholders een succesvolle onderneming nastreven. Wanneer de ondernemingsprestaties verbeteren, worden de doelen van de meeste stakeholders ook ingewilligd. (Davis, Donaldson & Schoorman, 1997)

Verder is het ook belangrijk dat er aandacht wordt besteed aan de governancestructuur in het bedrijf. Een structuur met te veel controle op de steward werkt nadelig. De relatie dient gebouwd te zijn op basis van vertrouwen en de nodige autonomie voor de steward. Deze verstandhouding is noodzakelijk omdat een steward ook zijn persoonlijke behoeftes vervuld wil zien. De principaal moet echter niet vrezen dat hierdoor de ondernemingsdoelen verwaarloosd worden aangezien de kerngedachte van de steward het collectivistisch belang is. (Tosi, Brownlee, Silva & Katz, 2003)

2.3.1 Vergelijking agency theorie en stewardship theorie

Zowel de agency theorie als de stewardship theorie handelen over de relatie tussen principaal (aandeelhouders, eigenaars) en agent (manager, CEO). De stewardship theorie wordt gezien als de tegenpool van de agencytheorie. Waar men bij de agencytheorie vooral het economisch perspectief vooropsteld, staan voor de stewardship theorie het psychologische en sociale aspect centraal. De

kijk op het gedrag van managers is hierdoor verschillend. De agencytheorie beschouwd managers als individualisten met opportunistisch gedrag, terwijl de stewardship theorie een manager als een collectivistische, betrouwbare persoon beschouwd die handelt in het belang van de organisatie. (Tosi, Brownlee, Silva & Katz, 2003)

Een steward wil, net als de agent (in de agency theorie), ook aan zijn persoonlijke behoeftes voldoen. Het grote verschil met de agency theorie ligt erin dat een steward gelooft dat wanneer hij handelt in het belang van de onderneming, aan zijn persoonlijke behoeftes wordt voldaan. Hierdoor krijgt een steward ook meer vrijheid om te handelen. Vertrouwen vormt de basis van de relatie volgens de stewardship theorie. Volgens de agency theorie is de agent meer gericht op persoonlijk voordeel behalen en zal om die reden meer gecontroleerd worden op verschillende manieren (rapportering, raad van bestuur,...). Een andere manier om de agent de doelen van de principaal te laten volgen is gebruik te maken van incentives. De meest voorkomende vorm is het geven van een beloning bij het bereiken van een bepaald doel. (Tosi, Brownlee, Silva & Katz, 2003)

De volgende figuur van Davis, Donaldson & Schoorman (1997) vat de verschillen en gelijkenissen tussen de stewardship theorie en agency theorie samen.

Characteristic	Agency theory	Stewardship theory
1. Model of man Behaviour	Economic man Self-serving	Self-actualizing man Collective serving
2. Psychological mechanisms Motivation Social comparison Identification Power	Lower order/economic needs (physiological, security, economic) Extrinsic Other managers Low value commitment Institutional (legitimate, coercive, reward) Control-oriented	Higher order needs (growth, achievement, self-actualization) Intrinsic Stakeholders High value commitment Personal (expert, referent)
3. Situation mechanisms		Involvement-oriented
4. Management philosophy Risk orientation Time frame Objective	Control mechanisms Short-term Cost control Individualism	Trust Long-term Performance enhancement Collectivism
5. Cultural differences	High-power distance	Low-power distance

Figuur 3: Vergelijking agency theorie en stewardship theorie (Davis, Donaldson & Schoorman, 1997)

2.4 Managerial power theorie

Als laatste theorie is er de managerial power theorie. Aangezien de beloningscontracten het gedrag en de beslissingen van de CEO kan beïnvloeden (zie eerder bij incentives), is de managerial power theorie zeer toepasbaar en relevant.

Deze theorie stelt dat de CEO een grote controle heeft op de raad van bestuur. Op deze manier heeft de CEO veel inspraak in de samenstelling van zijn loon en kan hij trachten het management en zichzelf voordelen te geven ten koste van de aandeelhouders en het bedrijf. Vaak ligt de beloning van het management hoger en zal ze minder gerelateerd zijn aan prestaties.

Bebchuk & Friend (2004) stellen dat zowel bedrijven met een ineffectief en/of zwak bestuur, als bedrijven waar het aandeelhouderschap sterk verdeeld is met deze problemen te maken hebben. Het management is dan in staat om veel druk uit te oefenen. Ook zorgen een zwakke kwaliteit van corporate governance ervoor dat het management meer invloed krijgt in het beloningsbeleid. Hierdoor worden private benefits van de onderneming onttrokken en is er geen objectieve en op prestaties gebaseerde beloning. Volgens de managerial power theorie is de beloning van het management niet de oplossing, maar één van de onderdelen van het principaal-agent probleem is. (Bebchuk & Fried, 2004)

Core, Holthausen & Larcker (1999) bewezen dat de topbeloningen 20% tot 40% hoger liggen indien de CEO ook voorzitter is van de raad van bestuur. Daarnaast kwamen ze tot het bewijs dat het loon van een CEO hoger ligt wanneer het grootste deel van de raad van bestuur benoemd werd door de CEO. Deze conclusie werd ook gemaakt indien er een groot bestuur was of indien de directeurs zitting hadden in drie of meerdere besturen. Deze bevindingen ondersteunen de kerngedachte van de theorie.

Hoofdstuk 3: Hypotheses

Om het empirisch onderzoek te kunnen aanvatten worden er hypothesen opgesteld. Hierdoor kunnen we richting geven aan het onderzoek en weten we in welke richting het onderzoek zich zal toespitsen. De hypothesen zullen worden opgesteld aan de hand van de deelvragen, opgesteld in hoofdstuk 1, en de relevante theoretische achtergronden uit het vorige hoofdstuk.

Uit de literatuurstudie weten we dat oudere CEO's een beslissingshorizon hebben die korter is dan jongere CEO's. Een oudere CEO zal niet zo lang meer blijven werken en zal de beslissingen die hij moet nemen in functie van de eigen ambtsperiode gelijkstellen. Deze bijziendheid van de CEO kan leiden tot het feit dat hij de belangen van het bedrijf minder zal nastreven. (Dechow & Sloan, 1991) Door het nemen van suboptimale beslissingen zal de CEO trachten enkel te kiezen voor projecten die in zijn resterende ambtsperiode het meeste opleveren. Hierbij verliest hij de lange termijn visie uit het oog. (Gibbons & Murphy, 1992)

Om deze redenen gaan we na of oudere CEO's op het einde van hun ambtsperiode daadwerkelijk betere prestaties hebben dan jongere CEO's. Dit zal gedaan worden door de directe relatie tussen de beslissingshorizon en ondernemingsprestaties te testen. De hypothese luidt daarom als volgt:

H₁: Oudere CEO's zijn meer gericht op bedrijfsprestaties dan jongere CEO's

Zoals in de vorige hypothese al werd aangehaald, willen CEO's die het einde van hun ambtsperiode weldra bereiken, in de korte periode die hen nog rest er nog het maximale voor zichzelf uithalen. Het gevolg hiervan is dat ze suboptimale beslissingen nemen en kiezen voor projecten die voor de lange termijn minder efficiënt zijn. (Gibbons & Murphy, 1992) Toch trachten de CEO's ook op andere wijzen de resultaten nog te verbeteren, die ten koste gaan van de lange termijnvisie van het bedrijf en de aandeelhouders. Vaak wordt in de laatste jaren aan inkomstenverhogende earningsmanagement gedaan, om de winstcijfers te verbeteren. Dechow & Sloan (1991) en Butler & Newman (1989) bewezen dat, om hogere winstcijfers te verkrijgen, vooral de kosten voor onderzoek en

ontwikkeling gebruikt worden om in te snoeien. Om deze redenering na te gaan zal er een regressieanalyse gedaan worden waarin de variabele 'immva/sales' als onafhankelijke variabele zal verwerkt worden om de afhankelijke variabele 'beslissingshorizon' te verklaren. De tweede hypothese luidt als volgt:

H₂: CEO's investeren minder op het einde van hun ambtsperiode

Narayanan (2009) stelt dat een beloningscontract van een CEO uit een goede mix dient te bestaan van zowel equitybased-elementen als cash-elementen. Naast deze elementen zijn er ook nog andere soorten vergoedingen die een CEO belangrijk vindt. Status (door een duurdere bedrijfswagen te geven), meer concurrentievermogen door hen verbeterde machines of personeel te geven spelen voor een CEO ook een rol. Deze elementen willen ze ook in hun beloningscontract verwerkt zien. Aangezien jongere CEO's nog een status moeten opbouwen of versterken, wordt deze beloningsvorm vooral bij jongere CEO's geïntegreerd. Oudere CEO's kiezen eerder voor de directe compensatievergoedingen. (Gibbons & Murphy, 1992) Om hier een onderzoek naar te doen zal de variabele 'variabel/total compensation' toegevoegd worden in het regressiemodel. De derde hypothese luidt als volgt:

H₃: Variabele remuneratie is voor oudere CEO's van groter belang dan nieuwe CEO's

Zoals al enkele keren werd vermeld, weten we via Gibson & Murphy (1992) dat een CEO met een korte beslissingshorizon niet altijd de intentie heeft om de best mogelijke lange termijnkeuze te maken voor het bedrijf. In plaats hiervan opteert de CEO voor projecten die een lagere netto contante waarde hebben, maar grotere winsten in zijn nog actieve ambtsperiode. Dit agencyconflict zorgt voor agencykosten. Agencykosten zijn kosten die noodzakelijk zijn om als principaal de agent te controleren opdat de agent zijn opdracht uitvoert volgens de regels van de principaal. Om deze reden stellen we een vierde hypothese op die luidt:

H₄: Een kortere beslissingshorizon gaat gepaard met hogere agency kosten

Hoofdstuk 4: Methodologie

1 Inleiding

In dit hoofdstuk zal uitgelegd worden hoe het onderzoek tewerk zal gaan. Het onderzoek wordt toegepast op de Belgische beursgenoteerde bedrijven en er zal gebruik gemaakt worden van het statistische programma SPSS.

In het vorige hoofdstuk werden de hypothesen weergegeven. Aan de hand van deze hypothesen kan het empirische onderzoek van start gaan. In dit hoofdstuk bespreken we de herkomst van de data en komen de verschillende variabelen aan bod. De resultaten van het onderzoek zullen in hoofdstuk 5 gepresenteerd worden. Er zullen verschillende regressieanalyses toegepast worden om de relatie tussen de beslissingshorizon en de ondernemingsprestaties te kunnen inschatten. Deze regressieanalyses zullen zowel de directe relatie tussen de beslissingshorizon en de ondernemingsprestaties weergeven alsook de invloed van enkele andere variabelen die hun invloed uitoefenen op de beslissingshorizon. Voordat de regressieanalyses worden uitgelegd, worden eerst beschrijvende statistieken gegeven over de belangrijkste variabelen die in het onderzoek voorkomen.

2 Data

Nadat de te onderzoeken hypothesen zijn vastgesteld, kunnen de geschikte data gezocht worden om tot de juiste conclusies te komen. In de volgende alinea's wordt weergegeven over welke data het gaat. Voorts wordt de berekeningswijze van de maatstaven, die in het onderzoek zullen gebruikt worden, uitgelegd.

2.1 Bronnen van data

Om de verschillende soorten van gegevens te verzamelen is er gebruik gemaakt van de Belfirst-database. Belfirst bevat financiële informatie van meer dan één miljoen economische entiteiten en geeft gedetailleerd de financiële informatie

weer uit de jaarrekeningen van meer dan driehonderdduizend bedrijven van de afgelopen tien boekjaren. Naast Belgische bedrijven, komen ook de belangrijkste Luxemburgse ondernemingen in de database voor. Aangezien we enkel de Belgische beursgenoteerde bedrijven onderzoeken zijn deze gegevens voor dit onderzoek niet van nut.

In dit onderzoek wordt enkel gebruik gemaakt van de financiële informatie van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. De Belgische niet-beursgenoteerde bedrijven worden niet gebruikt aangezien naast bedrijfsinformatie, ook CEO-informatie dient gebruikt te worden. Deze informatie is te vinden in de jaarverslagen van de beursgenoteerde bedrijven. De jaarverslagen, alsook de CEO-informatie, werden op de sites van de bedrijven zelf geraadpleegd. Gezien de Belgische Corporate Governance Code 2009 oplegt om jaarverslagen openbaar te maken worden de beursgenoteerde bedrijven aangespoord dit op hun site te vermelden. Niet-beursgenoteerde bedrijven zijn niet verplicht dit te doen waardoor CEO-informatie niet of moeilijk te vinden is.

De gegevens voor bedrijfsinformatie zal gehaald worden uit de geconsolideerde jaarrekeningen. De bedrijfsinformatie voor dit onderzoek omvat gegevens uit de balans, de resultatenrekening, de resultaatverwerking en de sociale balans, alsook ratio's van de kerngegevens uit de balans en resultatenrekening en beursgegevens. Deze gegevens zijn te vinden via de Belfirst-database. Onder CEO-informatie kan de geboortedatum en het loon van de CEO gerekend worden. Deze gegevens werden via de sites van de bedrijven en het internet gevonden.

Het totaal aantal Belgische beursgenoteerde bedrijven bedraagt 166 bedrijven. Van dit totaal worden tevens de banken, financiële instellingen en financiële holdings niet weerhouden omwille van het feit dat deze bedrijven andere toerekenwaarden en maatstaven gebruiken. Het totaal van onderzochte bedrijven in dit onderzoek bedraagt aldus 149 bedrijven. Omwille van het feit dat de recentste gegevens uit de Belfirst-database dateren van het jaar 2010, zullen al de andere opgezochte resultaten van het jaar 2010 weerhouden worden.

2.2 Meten van bedrijfskenmerken

Laveren et al. (2004) beschrijven verschillende prestatimaatstaven die we voor een onderneming kunnen gebruiken. Ze maken hierbij gebruik van een ratioanalyse die wordt onderverdeeld in drie grote pijlers.

Als eerste deden Laveren et al. (2004) een onderzoek naar de liquiditeit van de onderneming. Liquiditeit is de verhouding tussen het totaal op korte termijn te betalen schulden en de daarvoor beschikbare of op korte termijn beschikbare middelen. Enkele van de ratio's die men onder deze rubriek terugvindt zijn bijvoorbeeld die van het nettobedrijfskapitaal, de omloopsnelheden van voorraden of van de kredieten die verleend of verkregen worden.

Als tweede onderzoek werden er solvabiliteitsratio's gezocht. Solvabiliteitsratio's worden gebruikt om een inzicht te krijgen in de mate waarin een onderneming schulden heeft aangegaan en na te gaan in hoeverre zij in staat is de daaruit voortvloeiende verplichtingen na te komen. De bekendste solvabiliteitsratio is de algemene schuldgraad, die aangeeft in welke mate de onderneming gebruik heeft gemaakt van vreemd kapitaal voor zijn financiering. Het vreemd vermogen wordt ten opzichte van het totaal vermogen vergeleken.

Ten slotte worden ook de rendabiliteitsratio's onderzocht. Hierbij wordt de winstcapaciteit van de onderneming nagegaan. Voor het verder onderzoek van deze masterproef zijn de rendabiliteitsratio's meer aangewezen en om die reden zullen ze ook aan bod komen. De bekendste en meest gebruikte rendabiliteitsratio's zijn ROA en ROE. ROA staat voor 'return on assets', oftewel de rendabiliteit van de totale activa. Het geeft de winstgevendheid van de onderneming in haar globaliteit weer. Deze ratio kan berekend worden op basis van het brutoresultaat ($BRENTA_{vb}$) of het nettoresultaat ($NRENTA_{vb}$).

$$BRENTA_{vb} = \frac{\text{Brutoresultaat voor belastingen}}{\text{Totaal der activa}}$$

$$NRENTA_{vb} = \frac{\text{Nettoresultaat voor belastingen}}{\text{Totaal der activa}}$$

ROE staat voor 'return on equity', oftewel de rendabiliteit van het eigen vermogen (REV). Het geeft de procentuele verhouding van de winst of het verlies van het boekjaar en het eigen vermogen weer. Men kan hierbij zowel de rendabiliteit van het eigen vermogen voor als na belastingen bekomen.

$$REV_{vb} = \frac{\text{Winst van het boekjaar voor belastingen}}{\text{Eigen Vermogen}}$$

$$REV_{nb} = \frac{\text{Winst van het boekjaar na belastingen}}{\text{Eigen Vermogen}}$$

Vanuit het standpunt van de aandeelhouders zijn dit de belangrijkste ratio's en in het bijzonder de ratio van de winst na belastingen. (Laveren et al., 2004) Deze rendabiliteitsratio's zullen in de beschrijvende statistieken weergegeven worden.

Andere bedrijfskenmerken die zullen weergegeven worden zijn nettowinst, omzet en totale activa. De omzet is een weergave van de verkopen die het bedrijf in het jaar 2010 heeft verwezenlijkt. De totale activa vertegenwoordigen het totale geheel aan bezittingen van het bedrijf. De nettowinst of -verlies tenslotte geeft het totale resultaat weer van het bedrijf nadat alle kosten (zowel operationeel, financieel, uitzonderlijke of belastinggerelateerde kosten) zijn betaald.

2.3 Variabelen

2.3.1 Afhankelijke variabele

Deze eindverhandeling behandelt de relatie tussen de beslissingshorizon en de ondernemingsprestaties. De hypothesen in de tweede subrubriek van dit hoofdstuk zijn hierop gebaseerd. Het is de bedoeling om de determinanten te zoeken die een invloed uitoefenen op de beslissingshorizon. Vooreerst moeten we de beslissingshorizon zelf weten te bepalen. Antia, Pantzalis & Park (2010) trachten de beslissingshorizon te meten aan de hand van twee criteria: de

ambtstermijn en de leeftijd van de CEO. De beslissingshorizon wordt gemeten door de mediaanwaarde van de markt van zowel de ambtstermijn en de leeftijd te verminderen met de respectievelijke ambtstermijn en leeftijd van de CEO in kwestie. In formulevorm wordt de beslissingshorizon (DH) voorgesteld als:

$$DH_{i,t} = (TENURE_{ind,t} - TENURE_{i,t}) + (AGE_{ind,t} - AGE_{i,t})$$

Waarbij $TENURE_{ind,t}$ en $AGE_{ind,t}$ respectievelijk de marktmediaan zijn van de ambtstermijn en leeftijd van een CEO voor jaar t. $TENURE_{i,t}$ en $AGE_{i,t}$ zijn de ambtstermijn en leeftijd van de CEO (in jaar t) die onderzocht wordt.

Toch zijn er ook andere studies die de beslissingshorizon enkel trachten te benaderen via de leeftijd van de CEO. Daarnaast was het vaak niet mogelijk om de ambtstermijnen van de CEO nauwkeurig te weten te komen. Tevens werd er bij sommige bedrijven vaak van CEO veranderd die tijdelijk de leiding overnam. Dit alles zou een juist beeld van de beslissingshorizon niet ten goede komen en om die reden zal in dit onderzoek de beslissingshorizon gemeten worden enkel aan de hand van de leeftijd van de CEO.

De formule die hiervoor gebruikt is:

$$DH_{i,t} = AGE_{ind,t} - AGE_{i,t}$$

$DH_{i,t}$ kan zowel positieve als negatieve waarden aannemen. Een positieve waarde betekent dat de CEO jonger is dan de marktmediaan en nog niet zolang in zijn functie van CEO actief is in vergelijking met de marktmediaan. Zijn ambtstermijn als CEO is nog niet zo lang bezig en zal in principe nog vele jaren duren. Een positieve waarde voor de beslissingshorizon wordt beschouwd als een hoge beslissingshorizon. Hij zal naar verwachting nog even deze functie blijven vervullen. Een negatieve waarde betekent dat de CEO ouder is dan de marktmediaan. Een negatieve waarde voor de beslissingshorizon wordt beschouwd als een korte beslissingshorizon. Hij komt in aanmerking om weldra zijn functie als CEO niet meer uit te oefenen.

Voor hypothese 4 wordt een nieuwe afhankelijke variabele gemaakt. De eerdere afhankelijke variabele, 'beslissinghorizon', wordt in deze vierde regressieanalyse gebruikt als een onafhankelijke variabele. De afhankelijke variabele zal een ratio zijn van de vrije cash flow op de totale activa en wordt in de regressieanalyse

'agencycost' genoemd. De gedachte om deze ratio als agencykost-variabele te gebruiken ligt in het feit dat bedrijven die een hoge cash flow hebben, deze cash flow sneller zullen aanwenden om in minder productieve projecten te investeren. Bedrijven die minder cash flow hebben, zijn daarentegen bijna verplicht dit geld te investeren in de best mogelijke projecten. (Antia, Pantzalis & Park, 2010)

2.3.2 Onafhankelijke variabelen

De beslissingshorizon hangt in de eerste plaats af van de bedrijfsprestaties en de specifieke kenmerken van het bedrijf

De focus van deze eindverhandeling ligt op de relatie tussen de beslissingshorizon en de ondernemingsprestaties. Het regressiemodel zal daarom opgesteld worden opdat de invloed van de ondernemingsprestaties op de beslissingshorizon tot uiting kan komen. De ondernemingsprestaties vormen zodus de eerste onafhankelijke variabele in het regressiemodel. In het regressiemodel in deze eindverhandeling hebben we ervoor geopteerd om de Tobin's Q als maat voor de ondernemingsprestaties weer te geven. Ondernemingsprestaties zijn een weergave van de efficiëntie van een bedrijf. Wanneer een bedrijf wil nagaan of het zijn doelen bereikt heeft, wordt dit vaak gedaan aan de hand van prestatiemaatstaven. Om deze prestaties uit te drukken worden vele varianten gebruikt. In de studie van Antia, Pantzalis en Park (2010) wordt er gebruik gemaakt van het zogenaamde Tobin's Quotiënt, ook wel Tobin's Q genoemd. Hierbij wordt de marktwaarde van het bedrijf in verhouding gezet met de 'replacement cost' van de totale activa.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Marktwaarde van het bedrijf}}{\text{replacement cost van de totale activa}}$$

De replacement cost geeft de kost aan van alle activa indien ze op dat moment zouden moeten vervangen worden. Indien het quotiënt hoger ligt dan 1, is de marktwaarde van het bedrijf hoger dan de huidige replacementwaarde en is het voor de onderneming voordelig aandelen te verkopen en de winst te gebruiken

om te investeren. Indien de waarde tussen 0 en 1 ligt, is de markt van mening dat het bedrijf met de huidige activa niet voor een dermate hoge winst kan zorgen die hoger of gelijk is aan de kosten die voor de activa werden gemaakt. (Chung en Pruitt, 1994)

Naast de ondernemingsprestaties zijn ook de specifieke bedrijfskenmerken afhankelijke variabelen. Deze bedrijfskenmerken zijn belangrijk aangezien ze een invloed hebben op de besluitvorming van de CEO. Verder hebben de bedrijfskenmerken ook hun invloed op de ondernemingsprestaties. Dit zal verder tot uiting komen in de correlatietabel. Voor de bedrijfskenmerken zullen er drie variabelen gebruikt worden.

De eerste van die variabelen zal 'Leverage2010' zijn. Deze variabele is de ratio van de niet-vlottende passiva en de totale activa. Het is een variabele die de invloed van de lange termijn schulden voorstelt. Een andere variabele is 'Immva/sales2010'. Deze variabele is een ratio van de immateriële vaste activa en de verkopen. Deze variabele tracht de invloed van de investeringen voor te stellen. En een laatste variabele voor de bedrijfskenmerken zal 'EBIT/sales2010' zijn. Een ratio van de operationele inkomsten voor aftrek van rente en belasting en de verkopen.

Voor hypothese 3 wordt een bijkomende variabele toegevoegd om na te gaan of de variabele compensatie voor oudere CEO's belangrijker is. Deze variabele zal de ratio van het variabele loon op het totale loon voorstellen. In de regressieanalyses wordt deze 'variabel/total compensation' genoemd.

Hoofdstuk 5: Empirisch onderzoek

1 Beschrijvende statistiek

In de volgende paragrafen zullen eerst de beschrijvende statistieken weergegeven worden. Hierbij worden zowel de kenmerken voor de CEO als de kenmerken voor de Belgische beursgenoteerde bedrijven toegelicht. De cijfers die worden voorgesteld zijn deze van het jaar 2010. Vervolgens zullen in deel 2 de regressievergelijkingen behandeld worden.

1.1 CEO

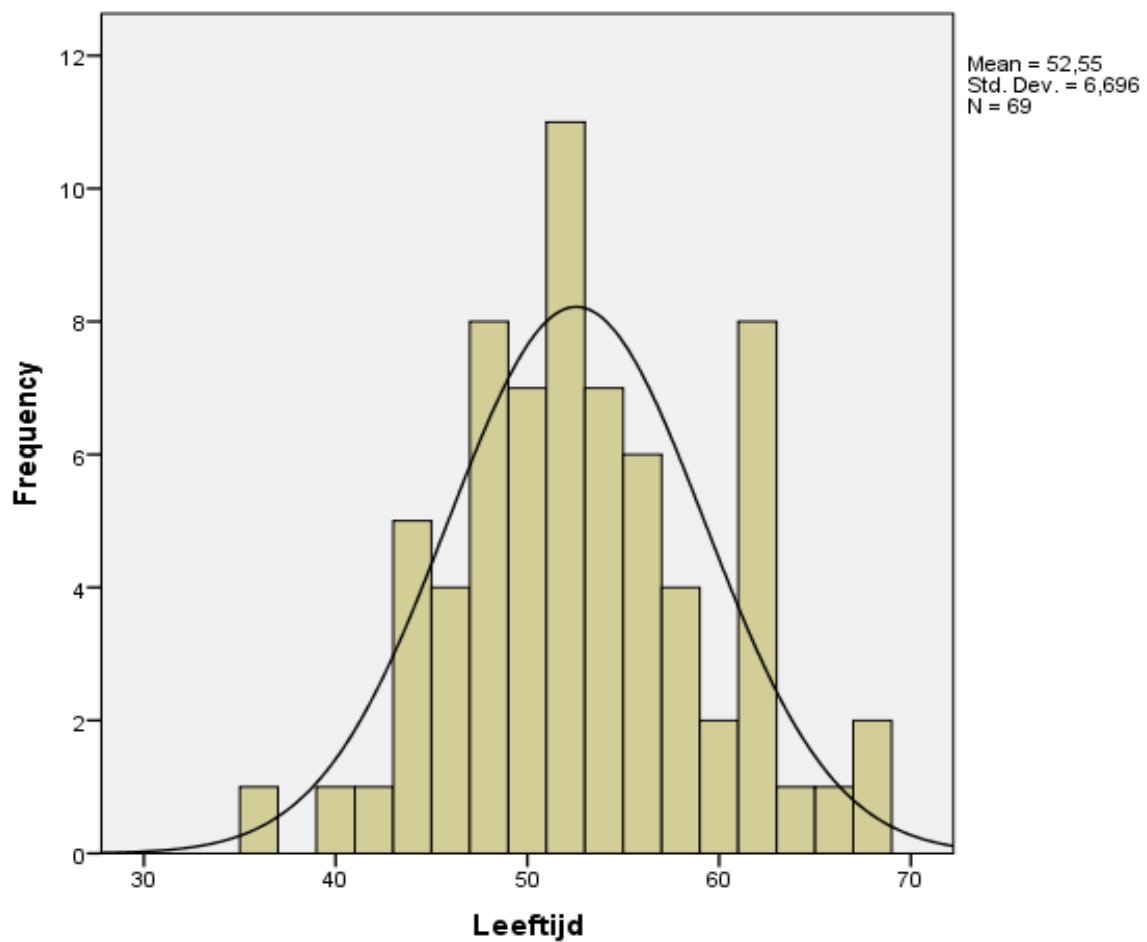
We gaan van start met het beschrijven van de kenmerken van de CEO. De elementen die aan bod zullen komen zijn de leeftijd, het loon en de beslissingshorizon van de CEO. De gegevens werden gehaald uit de jaarverslagen van de ondernemingen, te vinden op de respectievelijke websites van de bedrijven zelf.

1.1.1 Leeftijd van de CEO

Vooreerst bekijken we wat de gemiddelde leeftijd van de CEO is. Hierbij gaat het over de CEO's die in het jaar 2010 actief waren en waarvan de geboortedata bekend zijn. Dit waren er in totaal 73. Uit tabel 1 kunnen we concluderen dat de gemiddelde leeftijd van de CEO in 2010 in een Belgisch beursgenoteerd bedrijf net iets meer dan 52 jaar bedraagt, waarvan de jongste en de oudste respectievelijk 36 en 68 jaar oud zijn. De mediaanwaarde bedraagt 52 jaar.

N	Valid	69
	Missing	80
Mean		52,55
Median		52,00
Std. Deviation		6,696
Minimum		36
Maximum		68
Percentiles	25	48,00
	50	52,00
	75	57,50

Tabel 1: Leeftijd van de CEO



Figuur 4: Leeftijd van de CEO: histogram met normale curve

Figuur 1 geeft de verdeling van de leeftijden van de CEO's weer in een histogram aangevuld met een normaal curve. Uit de figuur kunnen we stellen dat de leeftijd van de CEO in een Belgisch beursgenoteerd bedrijf het patroon van de normaalvergelijking volgt, maar dat er toch enkele uitschieters te vinden zijn. Dit kan te wijten zijn aan het feit dat er slechts 73 waarneembare CEO's in de grafiek verwerkt zitten waardoor bepaalde leeftijden die in deze steekproef toevallig meer voorkwamen sneller voor afwijkingen van de normale verdeling zorgen.

1.1.2 CEO-remuneratie

In tabel 2 worden de verschillende soorten beloning voor de CEO weergegeven. Het loon kan bestaan uit een vast gedeelte, een variabel gedeelte dat gebaseerd is op de geleverde prestaties en het overig gedeelte. Het overig gedeelte bevat alle beloningen die werden uitgegeven en te maken hadden met pensioenen, verzekeringen en/of bedrijfswagens. De tabel bevat gegevens van het remuneratiepakket uit het jaar 2010.

Uit de gegevens kunnen we afleiden dat elke CEO sowieso een vast loon krijgt, aangezien het minimum vast loon €43.000 bedroeg. Voor het variabel loon en het overig deel zijn er toch bedrijven die opteren dit niet uit te keren. Voor het variabele deel was dit 16 keer het geval, voor het overig deel 19 keer. Om deze reden ligt de mediaanwaarde, het middelste element uit de verdeling, behoorlijk lager dan de gemiddelden voor het variabel en overig gedeelte. Het gemiddelde totale loon voor een CEO bedroeg in 2010 net iets meer dan €1.038.644. Het gemiddelde vast, variabel en overig loongedeelte bedroeg respectievelijk €433.600, €309.619 en €295.424.

		2010 vast	2010 variabel	2010 overig	Totaal 2010
N	Valid	69	69	69	69
	Missing	80	80	80	80
Mean		433600,33	309619,64	295424,33	1038644,30
Median		340000,00	152192,00	38076,00	568018,00
Std. Deviation		308795,351	530181,267	1433440,204	1998376,830
Minimum		43000	0	0	43000
Maximum		1269261	3160000	11873409	16273409
Percentiles	25	218953,50	11874,00	,00	299967,00
	50	340000,00	152192,00	38076,00	568018,00
	75	562965,00	380721,50	156299,00	1201255,00

Tabel 2: Remuneratie CEO in 2010

1.1.3 Beslissingshorizon van de CEO

Tabel 3 en tabel 4 geven enkele beschrijvende statistieken over de beslissingshorizon van de CEO. De Belgische beursgenoteerde bedrijven zullen worden opgedeeld in twee groepen, namelijk de dienstensector en de productiesector. De dienstensector bevat bedrijven die als hoofdactiviteit hebben het leveren van diensten inzake vervoer, opslag van goederen, communicatie, onderwijs, zorg en gezondheid. In totaal gaat het om 101 bedrijven. De productiesector bevat bedrijven die als hoofdactiviteit het exploiteren, het produceren en/of vervaardigen van materialen, meubels, kledij hebben, alsook het telen van gewassen. In totaal gaat het om 48 bedrijven.

We beginnen met de dienstensector. De beschrijvende gegevens hierover zijn te vinden in tabel 3. De gemiddelde waarde voor de beslissingshorizon bedraagt -0,34884. De minimumwaarde bedraagt -16, wat betekent dat deze persoon 16 jaar ouder is dan de mediaanwaarde (die 52 jaar bedraagt voor de dienstensector). Net zoals de maximumwaarde van 16 weergeeft dat deze persoon 16 jaar jonger is dan de mediaanwaarde. De mediaanwaarde is 0. Dit is logisch aangezien de mediaanwaarde van de leeftijd van de desbetreffende markt, in dit geval de dienstensector, altijd gelijk is aan de waarde van de mediaan bij de leeftijden van de CEO's van de dienstensector.

N	Valid	43
	Missing	58
Mean		-,34884
Median		,00000
Std. Deviation		6,792446
Minimum		-16,000
Maximum		16,000
	25	-4,00000
Percentiles	50	,00000
	75	4,00000

Tabel 3: Beslissingshorizon CEO dienstensector

Tabel 4 geeft de beschrijvende gegevens weer van de bedrijven in de productiesector. Ook hier is het gemiddelde negatief, namelijk -0,3846. Om dezelfde reden als bij de dienstensector is de mediaan 0. Verder is de minimumwaarde voor de beslissingshorizon bij de productiesector -13,5 jaar. De maximumwaarde bedraagt 10,5 jaar.

N	Valid	26
	Missing	22
Mean		-,38462
Median		,00000
Std. Deviation		6,653281
Minimum		-13,500
Maximum		10,500
	25	-5,50000
Percentiles	50	,00000
	75	4,50000

Tabel 4: Beslissingshorizon CEO productiesector

1.2 Belgische beursgenoteerde bedrijven

Na het beschrijven van de kenmerken van de CEO, worden in de volgende alinea's enkele beschrijvende kenmerken voor de Belgische beursgenoteerde bedrijven weergegeven. De behandelde elementen zullen zijn: omzet, totale activa, ROE, ROA en (netto)winstmarge. De gebruikte gegevens zijn te vinden in de BEL-FIRST database en betreffen de cijfers voor het jaar 2010. Om de invloed van extreme waarden te beperken op de beschrijvende variabelen, werden de twee grootste en twee kleinste waarden telkens gefilterd. Vermits de steekproef slechts 149 bedrijven telt, zouden deze uitschieters een grote invloed op de resultaten kunnen uitoefenen. Het verwijderen van deze beïnvloedende gegevens verhoogt de representativiteit van de totale gegevens.

1.2.1 Omzet

Tabel 5 geeft de omzetcijfers weer (die in de tabel uitgedrukt worden in duizenden euro's). De gemiddelde omzet voor een Belgisch beursgenoteerde bedrijf bedroeg in 2010 €154.027.580. De mediaanwaarde bedroeg €12.159.000. Verder bedroeg het totaalbedrag voor het bedrijf met de laagste omzet €23.000 (L' investissement Foncier), voor het bedrijf met de hoogste omzet bedroeg dit €2.632.108.000 (Umicore).

N	Valid	101
	Missing	48
Mean		154027,58
Median		12159,00
Std. Deviation		411710,646
Minimum		23
Maximum		2632108
Percentiles	25	1717,50
	50	12159,00
	75	107787,00

Tabel 5: Omzet 2010

1.2.2 Totale activa

Wat betreft de totale activa (in de tabel uitgedrukt in duizenden euro's) bedraagt het bedrag voor het bedrijf met de laagste totale activawaarde €414.000. Voor het bedrijf met de hoogste activawaarde is dit €13.673.499.000. De gemiddelde totale activawaarde voor een Belgisch beursgenoteerd bedrijf is €689.207.960. De mediaanwaarde bedraagt €69.269.000.

N	Valid	126
	Missing	23
Mean		689207,96
Median		69269,00
Std. Deviation		1835698,562
Minimum		414
Maximum		13673499
Percentiles	25	15145,25
	50	69269,00
	75	275022,50

Tabel 6: Totaal activa 2010

1.2.3 Return on equity

Tabel 7 geeft een overzicht van de beschrijvende statistieken over de return on equity, ook wel ROE of rentabiliteit van het eigen vermogen genaamd (in %). De gemiddelde rentabiliteit van het eigen vermogen bedraagt 3,78%. Het feit dat het 25^e percentiel 0,0% bedraagt, geeft aan dat minstens 75% van de bedrijven met een positieve ROE te maken hebben. Verder bereiken de maximumwaarde van 73,51% en vooral de minimumwaarde van -145,81% (Polygone International) hoge waarden. De mediaanwaarde is positief, ze bedraagt 4,425%. Ook werd gecontroleerd dat wanneer zowel de winst als het eigen

vermogen een negatieve waarde zou hebben, de ROE-waarde onterecht een positieve waarde zou weergeven. Dit bleek echter bij geen enkel waargenomen bedrijf het geval te zijn.

Tabel 7: ROE 2010

N	Valid	126
	Missing	23
Mean		3,779365
Median		4,425000
Std. Deviation		26,7231107
Minimum		-145,8100
Maximum		73,5100
Percentiles	25	,000000
	50	4,425000
	75	11,747500

1.2.4 Return on assets

Wat de rentabiliteit van het totaal der activa (ook ROA genoemd) betreft, kunnen we vaststellen dat de Belgische beursgenoteerde bedrijven hierop goede cijfers kunnen voorleggen. Tabel 8 geeft de cijfers voor ROA weer (in %). Het gemiddelde bedraagt 2,701% en de mediaanwaarde bedraagt 4,005%. Ook hier valt vooral de hoge negatieve waarde van het minimum op, namelijk -63,76% (Sica Invest). De maximumwaarde is 50,09%. Aangezien het 25^e percentiel een positieve waarde weergeeft (0,9975%), kunnen we afleiden dat er beduidend meer bedrijven zijn met een positieve ROA.

N	Valid	126
	Missing	23
Mean		2,700714
Median		4,005000
Std. Deviation		15,8297933
Minimum		-63,7600
Maximum		50,0900
	25	,997500
Percentiles	50	4,005000
	75	7,577500

Tabel 8: ROA 2010

1.2.5 Nettowinst

Tabel 9 geeft de cijfers van de nettowinst voor de Belgische beursgenoteerde bedrijven weer in 2010 (in %). De gemiddelde winst van een Belgisch beursgenoteerd bedrijf bedraagt 6,03%. De minimum- en maximumwaarde zijn respectievelijk -52,60% (Hanzevast Carisbrooke Shipping) en 63,29% (Omega Pharma). De mediaanwaarde, ofwel het 50^e percentiel, bedraagt 3,31%. Gezien het 25^e percentiel 0% bedraagt, mogen we stellen dat zeker 75% van de Belgische beursgenoteerde bedrijven geen verlies heeft geleden in 2010.

N	Valid	117
	Missing	32
Mean		6,028974
Median		3,310000
Std. Deviation		15,7418510
Minimum		-52,6000
Maximum		63,2900
	25	,000000
Percentiles	50	3,310000
	75	11,805000

Tabel 9: Nettowinst 2010

1.3 Correlatie

Voor we de hypothesen gaan testen met een regressiemodel, gaan we na of er tussen de variabelen een verband aanwezig is. De correlatiecoëfficiënten zijn toegepast op alle Belgische beursgenoteerde bedrijven voor ze opgesplitst werden in de twee sectoren die bij de regressieanalyses aan bod zullen komen. Door na te gaan of de variabelen onderling correleren komen we te weten of er een lineaire samenhang aanwezig is. De correlatieresultaten worden in een correlatietabel weergegeven in bijlage 1. Het bevat de correlatie tussen alle variabelen die in het regressiemodel zullen gebruikt worden. Een correlatiecoëfficiënt kan een waarde aannemen die ligt tussen -1 en 1. Wanneer het coëfficiënt 0 bedraagt is er geen lineaire samenhang tussen de variabelen. Hoe verder het correlatiecoëfficiënt van 0 verwijderd ligt, hoe sterker de correlatie.

Wat de correlatie tussen de beslissingshorizon en de ondernemingsprestaties betreft, kunnen we vaststellen dat er een negatieve correlatie tussen deze variabelen bestaat. Ook met de variabele 'variabele vergoeding/totale vergoeding' is de beslissingshorizon negatief gecorreleerd. Dit duidt op het feit dat hoe meer variabel loon de CEO zal krijgen, hoe lager de beslissingshorizon zal zijn. Een lage beslissingshorizonwaarde betekent een korte beslissingshorizon en dat de CEO een hogere leeftijd heeft dan de marktmediaan. Dit insinueert dat wanneer de CEO het einde van zijn ambtstermijn zal naderen hij meer belang zal hechten aan eigen winstprofijt in de vorm van een hoger variabel loon. Verder valt ook op dat immva/sales met EBIT/sales negatief gecorreleerd is en deze waarde zeer significant is. Dit is te verklaren door het feit dat wanneer er veel investeringen gedaan worden en aldus immva/sales groter wordt, de resultaten lager zullen liggen en aldus EBIT/sales doen dalen.

2 Regressie

In wat volgt, zullen enkele regressieanalyses gemaakt worden. Eerst bekijken we de directe relatie tussen de beslissingshorizon en de ondernemingsprestaties via een enkelvoudige regressie. Vervolgens worden andere variabelen toegevoegd.

Hierdoor ontstaat een meervoudige regressie. Dit is een lineair model waarbij multicollineariteit kan ontstaan. Om deze multicollineariteit te meten zal er gebruik gemaakt worden van de 'VIF' of 'Variance Inflation Factor'. Een lage waarde van de VIF geeft aan dat er van multicollineariteit geen sprake is. Als maatstaf wordt het getal 10 vaak gebruikt. Een VIF die hoger ligt dan 10 geeft aan dat er sprake is van multicollineariteit. (O'Brien, 2007) De VIF-cijfers zullen telkens toegevoegd worden in de tabellen van de regressieresultaten.

Ook bij de regressieanalyses wordt een opsplitsing gemaakt tussen bedrijven uit de dienstensector en bedrijven uit de productiesector. Op deze manier ontstaat er een dubbele controle voor de resultaten.

Na het bekomen van de resultaten kunnen de hypothesen beantwoord worden. De uitkomsten geven aan of er al dan niet bewijs gevonden is of de relaties significant zijn. De Belgische beursgenoteerde bedrijven werden opgesplitst in een dienstensector en een productiesector.

Wat betreft de significantie kunnen we stellen dat alle waarden gelijk aan of lager dan 0,05 significant zijn. Wanneer het significantieniveau tussen 0,05 en 0,1 ligt, wordt het regressiemodel als 'marginal' beschouwd. In deze omstandigheden is het nog net tolereerbaar. Alle waarden die hoger liggen dan 0,1 zorgen ervoor dat het niet meer als significant kan beschouwd worden.

2.1 Enkelvoudige regressie

De eerste regressievergelijking die we onderzoeken is de directe relatie tussen de beslissingshorizon en de ondernemingsprestaties. Uit tabel 11 en tabel 13 kunnen we afleiden dat er een negatief verband bestaat tussen de beslissingshorizon en de ondernemingsprestaties voor zowel de bedrijven in de dienstensector als in de productiesector. De coëfficiënten voor TobinsQ2010 zijn immers negatief, ze bedragen respectievelijk -2,218 en -4,716. Daarnaast zijn de waarden voor de variabelen significant. Specifiek houdt dit in dat, wanneer de ondernemingsprestaties groeien, de beslissingshorizon meer negatief zal worden. Een negatieve beslissingshorizon betekent dat de CEO een hoge leeftijd heeft en dus het einde van zijn ambtstermijn nadert. Er is een korte beslissingshorizon. Deze conclusie komt overeen met de eerder besproken theoretische gedachte dat een CEO op het einde van zijn ambtstermijn enkel geïnteresseerd is in zo

goed mogelijk resultaten te boeken. Via goede ondernemingsprestaties zal ook zijn eigen beloning groter zijn, wat de uiteindelijke bedoeling was van de CEO.

De regressievergelijkingen zelf zijn ook significant met een waarde van respectievelijk 0,024 en 0,028. De R^2 voor de dienstensector bedraagt 0,098 en voor de productiesector 0,128. De waarden voor de adjusted R^2 bedragen respectievelijk 0,082 en 0,088. Deze waarden voor de R^2 geven weer hoeveel % van de variantie van de afhankelijke variabele verklaard wordt door de onafhankelijke variabele. De adjusted R^2 is een verbeterde versie van R^2 , omdat ze niet noodzakelijk hoger zal liggen wanneer een variabele wordt toegevoegd. We concluderen dat 8,2% van de variantie in de beslissingshorizonwaarden verklaard wordt door de variabele 'ondernemingsprestaties' in de dienstensector en 8,8% in de productiesector. Deze waarden zijn te vinden in tabel 10 en 12. De eerste hypothese stelt dat oudere CEO's meer gericht zijn op bedrijfsprestaties dan jongere CEO's. Als we de resultaten van de enkelvoudige regressie in beschouwing nemen, kunnen we stellen dat hypothese 1 voorlopig ondersteund wordt. In de meervoudige regressies voegen we meerdere variabelen toe, opdat een nauwkeuriger beeld kan gevormd worden.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,292 ^a	,098	,082	6,682690	,098	1,036	1	31	,024

Tabel 10: Enkelvoudige regressie tussen beslissingshorizon en ondernemingsprestaties dienstensector (regressie)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,700	0,885		,437	,395
	TobinsQ2010	-2,218	1,479	-,234	-,189	,022

Tabel 11: Enkelvoudige regressie tussen beslissingshorizon en ondernemingsprestaties dienstensector (variabele)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,169 ^a	,128	,088	7,123936	,128	2,615	1	21	,028

Tabel 12: Enkelvoudige regressie tussen beslissingshorizon en ondernemingsprestaties productiesector (regressie)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	4,771	6,830		1,698	,493
	TobinsQ2010	-4,716	6,015	-,169	-2,784	,020

Tabel 13: Enkelvoudige regressie tussen beslissingshorizon en ondernemingsprestaties productiesector (variabele)

2.2 Meervoudige regressie

Bij meervoudige regressie zijn er meerdere variabelen aanwezig die de afhankelijke variabele zullen verklaren. In de eerstvolgende meervoudige regressie voegen we de variabelen die instaan voor de bedrijfskenmerken toe. 'Leverage2010', 'Ebitopsales2010' en 'Immva/sales2010' zijn de extra variabelen. Uit tabel 14 en tabel 15 kunnen we afleiden dat de regressie opnieuw significant is voor de dienstensector met een significantiewaarde van 0,010. De regressieanalyse bij de productiesector bleek niet significant te zijn en had een waarde van 0,221. Dit ligt te ver boven de grens van 0,1. Verder zijn zowel R^2 als de adjusted R^2 verhoogd ten opzichte van de enkelvoudige regressie. In de meervoudige regressie bij de dienstensector wordt 24,5% van de variantie in de waarden van de beslissingshorizon verklaard door de variabelen, bij de productiesector bedraagt dit 23,6%.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,501 ^a	,273	,245	6,493111	,273	3,336	4	17	,010

Tabel 14: Meervoudige regressie dienstensector

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,471 ^a	,253	,236	6,966931	,253	3,562	4	16	,221

Tabel 15: Meervoudige regressie productiesector

De variabelen voor bedrijven in de dienstensector in tabel 16 blijken allen significant te zijn, met uitzondering van de variabele 'Leverage2010'. De significante variabelen hebben allen een negatief coëfficiënt. Voor 'TobinsQ2010' was dit te verwachten, zoals eerder werd uitgelegd bij de enkelvoudige regressie. Ook bij de meervoudige regressie voor bedrijven in de dienstensector kan hypothese 1 bevestigd worden. Voor 'Ebitopsales2010' is het negatieve coëfficiënt ook een verwacht gegeven. Een stijging van 'Ebitopsales2010', doet de beslissingshorizonwaarden dalen. Dit betekent dat oudere CEO's hogere waarden voor EBIT/sales hebben, wat strookt met de theoretische gedachte dat oudere CEO's die het einde van hun ambtsperiode naderen meer gericht zijn op goede resultaten. 'Immva/sales2010' heeft ook een negatief coëfficiënt en is significant. Dit betekent dat hogere investeringen ervoor zorgen dat de beslissingshorizon zal dalen. Dit strookt niet met de resultaten die vooraf verwacht werden. In hypothese 2 stellen we dat CEO's op het einde van hun ambtsperiode minder zullen investeren. De resultaten uit de regressieanalyse voor bedrijven in de dienstensector leiden ons tot de conclusie dat hypothese 2 niet bevestigd wordt. De resultaten vertellen ons net het tegenovergestelde. Namelijk dat jongere CEO's minder investeren dan oudere CEO's. Een mindere

mate van ervaring in het nemen van moeilijke investeringsbeslissingen zou een oorzaak kunnen zijn.

Na deze regressieanalyse kunnen we hypothese 1 bevestigen en hypothese 2 niet. De VIF-waarden in deze regressieanalyse blijken aanvaardbaar te zijn, alle waarden liggen tussen 1 en 2. Dit is lager dan de toelaatbare grens van 5 en aldus kunnen we stellen dat er geen sprake is van multicollineariteit.

De variabelen in de regressieanalyse voor bedrijven in de productiesector zijn daarentegen allen niet significant zoals blijkt uit tabel 17. Het feit dat eerder de regressieanalyse niet significant werd bevonden geeft aan dat we geen conclusies kunnen trekken. Concreet bewijs om hypothese 1 en 2 te beantwoorden is via deze regressieanalyse niet mogelijk. Wat opvalt zijn de hogere VIF-waarden voor de variabelen 'Immva/sales2010' en 'Ebitopsales2010'. De VIF-waarde van 'Immva/sales2010' overschrijdt de grens van 10, terwijl 'Ebitopsales2010' er slechts net onder blijft. Er is sprake van multicollineariteit tussen de variabelen en dit kan de oorzaak zijn van het niet significante karakter van de regressieanalyse.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	4,051	7,026		,577	,572		
TobinsQ2010	-4,490	6,139	-,205	-1,731	,004	,692	1,444
Leverage 2010	-2,105	7,994	-,065	-,263	,396	,885	1,130
Ebitopsales2010	-,208	1,378	-,091	-2,151	,012	,723	1,383
Immva/sales 2010	-1,164	2,082	-,144	-1,559	,053	,822	1,217

Tabel 16: Meervoudige regressie dienstensector (2)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	12,299	8,241		1,493	,155		
TobinsQ2010	-9,521	6,807	-,375	-,399	,228	,763	1,311
Leverage 2010	-1,197	10,780	-,026	-,111	,413	,963	1,038
Immva/sales 2010	-7,367	7,433	-,746	-,991	,336	,097	10,337
Ebitopsales2010	-,365	,398	-,664	-,916	,373	,104	9,590

Tabel 17: Meervoudige regressie productiesector (2)

Om de derde hypothese te analyseren, voegen we de variabele 'Variabel/Totalcompensation' toe in de eerdere regressievergelijking. We willen nagaan of oudere CEO's meer belang hechten aan het aandeel variabele beloning in hun totale beloningspakket. De verwachte uitkomst is dat de variabele 'Variabel/Totalcompensation' een negatieve waarde zal hebben. Dit impliceert dat hoe hoger het aandeel van de variabele beloning is, hoe lager de beslissingshorizonwaarde zal zijn. Hoe lager de beslissingshorizonwaarde, hoe ouder de CEO.

De regressieanalyse is opnieuw enkel significant voor de dienstensector met een waarde van 0,039 (tabel 18). R^2 en de adjusted R^2 zijn respectievelijk 0,335 en 0,259. De toevoeging van de extra variabele zorgt alweer voor een (kleine) verhoging van de verklaarde variantie in de beslissingshorizonwaarden. De significantiewaarde van de regressieanalyse voor bedrijven in de productiesector bedraagt 0,235 (tabel 19). Wat betekent dat de regressieanalyse niet als significant mag beschouwd worden.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,485 ^a	,335	,259	6,643141	,335	3,799	5	13	,039

Tabel 18: Meervoudige regressie dienstensector (3)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,672 ^a	,451	,277	6,251521	,451	1,644	5	10	,235

Tabel 19: Meervoudige regressie productiesector (3)

De variabelen in tabel 20 zijn allen negatief, behalve de variabele 'Variabel/Totalcompensation'. Enkel de variabelen 'TobinsQ2010' en 'Variabel/Totalcompensation' zijn significant. Het feit dat de variabele 'Variabel/Totalcompensation' een positieve waarde heeft, impliceert dat hoe hoger het aandeel van het variabel deel in de beloning is, hoe hoger de beslissingshorizonwaarde zal zijn. Een hoge beslissingshorizonwaarde betekent dat de CEO jong is. Voor een jonge CEO is het variabele aandeel in het loon van groter belang dan voor een oudere CEO volgens de uitgevoerde regressie. Dit impliceert het tegenovergestelde van wat hypothese 3 stelt, namelijk dat oudere CEO's meer belang hechten aan het aandeel van variabele beloning. Hypothese 3 kan aldus niet ondersteund worden via de regressieanalyse van bedrijven in de dienstensector. Verder geven de VIF-waarden aan dat er geen sprake is van multicollineariteit in de regressieanalyse. Alle waarden zijn kleiner dan 5, wat aangeeft dat er geen sprake is van multicollineariteit.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-2,553	7,625		-,335	,743		
TobinsQ2010	-,350	7,084	-,416	-2,049	,003	,586	1,706
Leverage 2010	-5,167	9,454	-,154	-,547	,594	,743	1,346
Ebitopsales2010	-,199	1,491	-,040	-,134	,896	,648	1,542
Immva/sales 2010	-2,822	2,935	-,266	-,961	,354	,770	1,299
Variabel/Totalcompensation	14,804	9,841	,440	1,504	,056	,689	1,451

Tabel 20: Meervoudige regressie dienstensector (4)

Voor de bedrijven in de productiesector worden de variabelen van de regressieanalyse in tabel 21a weergegeven. De regressieanalyse op zich was eerder al niet significant en ook de variabelen bleken allen niet significant te zijn. Alweer zijn de VIF-waarden voor de variabelen 'Immva/sales2010' en 'Ebitopsales2010' zeer hoog (voor beiden meer dan 28), wat op multicollineariteit wijst tussen de variabelen. Via deze regressieanalyse kan voor hypothese 3 geen besluit genomen worden.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	12,997	7,641		1,701	,120		
1 TobinsQ2010	-6,161	7,514	-,247	-,820	,431	,607	1,649
Leverage 2010	-,665	13,375	-,014	-,050	,961	,687	1,456
Immva/sales 2010	-17,240	11,138	-1,927	-1,548	,153	,035	28,240
Ebitopsales2010	-,870	,635	-1,714	-1,370	,201	,035	28,496
Variabel/Totalcompensation	-19,719	13,433	-,475	-1,468	,173	,523	1,910

Tabel 21a: Meervoudige regressie productiesector (4)

Door de hoge VIF-waarden die de regressie kent, trachten we aan de hand van het verwijderen van de variabele 'Ebitopsales2010' een nieuwe regressie uit te voeren die geen multicollineariteit kent. De totale regressie is echter wederom niet significant zoals blijkt uit tabel 21b, die een waarde van 0,277 aangeeft. De resultaten uit tabel 21c geven weer dat de multicollineariteit door het verwijderen van de variabele 'Ebitopsales2010' niet meer optreedt. Alle VIF-waarden liggen tussen 1 en 2. Alle variabelen zijn niet significant, met uitzondering van de variabele 'Variabel/Totalcompensation' waardoor geen besluit genomen kan worden voor hypothese 3 voor bedrijven in de productiesector.

Tabel 21b: Meervoudige regressie productiesector (4)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,590 ^a	,348	,211	6,496099	,348	1,468	4	11	,277

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	10,161	7,644		1,329	,211		
1 TobinsQ2010	-3,014	7,435	-,121	-,405	,693	,669	1,495
Leverage 2010	-3,128	13,772	-,066	-,227	,825	,699	1,430
Immva/sales 2010	-2,308	2,394	-,258	-,964	,356	,828	1,208
Variabel/Totalcompensation	-25,132	13,342	-,606	-1,884	,086	,573	1,745

Tabel 21c: Meervoudige regressie productiesector (4)

Om de vierde hypothese te analyseren werd de variabele 'agencycost' gebruikt. Gezien de hypothesestelling is het noodzakelijk om deze variabele als afhankelijke variabele te gebruiken. De variabele 'beslissingshorizon' wordt in de regressieanalyse als onafhankelijke variabele gebruikt.

We willen nagaan of een korte beslissingshorizon gepaard gaat met hogere agencykosten. De verwachte waarde voor de beslissingshorizonvariabele moet om deze reden negatief zijn. De gedachte hierachter is dat oudere CEO's een korte beslissingshorizon hebben. Negatieve waarden voor de beslissingshorizonvariabele impliceert dat het gaat om oudere CEO's.

De regressieanalyses blijken voor zowel de dienstensector als de productiesector significant te zijn. De significantiewaarden zijn respectievelijk 0,094 en 0,000.

Verder komen we uit tabel 22 en 23 te weten dat de R^2 en de adjusted R^2 voor de dienstensector 0,418 en 0,236 bedraagt. Voor de productiesector bedraagt dit respectievelijk 0,975 en 0,967.

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,646 ^a	,418	,236	,1196272	,418	2,296	5	16	,094

Tabel 22: Meervoudige regressie dienstensector (5)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics				
					R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,988 ^a	,975	,967	,0774965	,975	119,270	5	15	,000

Tabel 23: Meervoudige regressie productiesector (5)

De bedrijfskenmerkende variabelen 'Leverage2010', 'TobinsQ2010', 'Immva/sales2010' en 'EBIT/sales2010' werden in de regressieanalyses toegevoegd. Uit tabel 24 kunnen we zien dat enkel de variabelen 'TobinsQ2010' en 'Ebitopsales2010' significant zijn bij de regressieanalyse voor bedrijven uit de dienstensector. De belangrijkste variabele om hypothese 4 na te gaan, de beslissingshorizonvariabele, heeft een positieve waarde maar is niet significant. Om deze reden kunnen we voor hypothese 4 geen uitspraak doen.

Ook bij de regressieanalyse voor bedrijven uit de productiesector treedt hetzelfde probleem op. Tabel 25 geeft aan dat de beslissingshorizonvariabele niet significant is. Concluderend kunnen we stellen dat de resultaten hypothese 4 niet ondersteunen.

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,269	,131		-2,058	,056	
	TobinsQ2010	,252	,115	,512	2,197	,043	,671
	Leverage 2010	,122	,148	,167	,824	,422	,881
	Ebitopsales2010	,077	,025	,682	3,040	,008	,722
	Immva/sales 2010	,042	,039	,231	1,090	,292	,807
	Beslissingshorizon	,002	,004	,086	,436	,669	,927

Tabel 24: Meervoudige regressie dienstensector (6)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-,015	,098		-,158	,877		
TobinsQ2010	,074	,080	,045	,917	,374	,679	1,472
Leverage 2010	-,098	,120	-,034	-,813	,429	,963	1,039
Immva/sales 2010	,082	,085	,128	,959	,353	,091	10,971
Ebitopsales2010	,039	,005	1,097	8,537	,000	,099	10,094
Beslissingshorizon	,001	,003	,013	,310	,761	,877	1,141

Tabel 25: Meervoudige regressie productiesector (6)

Hoofdstuk 6: Conclusie en discussie

1 Algemene conclusie

Deze masterproef is tot stand gekomen met de bedoeling de relatie tussen de beslissingshorizon van een CEO met de ondernemingsprestaties te onderzoeken. Via een literatuurstudie en een empirisch onderzoek wordt getracht hierop een antwoord te geven. In de literatuurstudie wordt een samenvatting gegeven van de belangrijkste werken die reeds over dit topic gemaakt zijn. Naast een verduidelijking van de begrippen, worden er ook enkele theorieën besproken. Vooral de agency theorie speelt in dit onderzoek een grote rol. Vervolgens worden de hypotheses opgesteld aan de hand van de literatuurstudie en de deelvragen. In het empirisch onderzoek worden de hypotheses getest. Op basis van de gevonden resultaten in zowel de literatuurstudie als het empirisch onderzoek kan een conclusie afgeleid worden op de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen.

Aan de hand van de antwoorden op de deelvragen kunnen we een breder antwoord geven op de centrale onderzoeksvraag. De centrale onderzoeksvraag luidt: *Wat is de relatie tussen de beslissingshorizon van een CEO en de ondernemingsprestaties?*

Een direct antwoord op de centrale onderzoeksvraag leidt ons tot de constatactie dat er een negatieve relatie is tussen de beslissingshorizon van een CEO en de ondernemingsprestaties. In het empirisch onderzoek gingen we in hypothese 1 na of oudere CEO's (die een korte beslissingshorizon hebben) meer gericht zijn op bedrijfsprestaties in vergelijking met jongere CEO's. De bevindingen uit het onderzoek bevestigen de hypothese. In de enkelvoudige regressie werden voor zowel de bedrijven uit de productiesector, als de bedrijven uit de dienstensector ondersteunende resultaten geleverd dat oudere CEO's meer gericht zijn op de resultaten dan de jongere CEO's. Er was immers een negatieve relatie. Bij de meervoudige regressie kon enkel voor de bedrijven in de dienstensector significante ondersteuning gevonden worden voor de negatieve relatie tussen ondernemingsprestaties en de beslissingshorizon. Hoe korter de

beslissingshorizon, hoe beter de ondernemingsprestaties. Er heerst dus een negatieve relatie. De studie van Davidson, Xie en Ning (2007) sluit aan bij dit resultaat. Zij kwamen tot de bevinding dat wanneer de beslissingshorizon korter wordt, vaak aan positieve earnings management wordt gedaan om de ondernemingsprestaties te verbeteren. Ook het standpunt van de agency theorie heeft een groot aandeel in de relatie tussen ondernemingsprestaties en de beslissingshorizon. De problemen die kunnen voortvloeien uit een agencyrelatie dragen bij tot de negatieve relatie tussen ondernemingsprestaties en de beslissingshorizon. Jensen & Meckling (1976) stellen dat beide partijen in de agencyrelatie nutsmaximalisatie nastreven, waardoor de agent niet altijd de doelen van de principaal zal nastreven. Heath (2009) omschrijft dit als opportunistisch gedrag van het individu. Door opportunistisch gedrag van een CEO zal de CEO trachten in de resterende jaren van zijn ambtstermijn nog zoveel mogelijk profijt te behalen voor zichzelf.

Om een beter beeld te krijgen in deze materie worden ook de deelvragen beantwoord.

De eerste deelvraag luidt: *Welke determinanten hebben een invloed bij het nemen van beslissingen door een CEO?*

Via de literatuurstudie kunnen we de determinanten die de beslissingneming van een CEO beïnvloeden achterhalen. Om te beginnen beschrijven Kirkpatrick & Locke (1991) de karaktereigenschappen voor een CEO die leiden tot effectief leiderschap. Effectief leiderschap leidt tot het nemen van goede beslissingen. De zes karaktereigenschappen die beschreven worden zijn: gedrevenheid, verlangen om leiding te geven, eerlijkheid en integriteit, zelfvertrouwen, intelligentie en beschikken over de relevante kennis. Het bezitten van deze eigenschappen stelt de CEO in staat om de meest optimale beslissingen te nemen. Indien hij over de juiste eigenschappen beschikt, is de CEO in staat een goede kijk te hebben op situaties waarin keuzes dienen gemaakt te worden uit verschillende (winstgevende) projecten.

Daarnaast dient de CEO ook vier belangrijke taken te vervullen. Lafley (2009) vermeldt de volgende taken: definieer de betekenisvolle wereld, beslis in welke business je opereert, breng heden en toekomst in balans en zet waarden en standaarden neer. De keuzes die een CEO maakt en op welke wijze hij deze

taken wil vervullen, hebben ook hun invloed op de verdere beslissingen die de CEO zal nemen in de bedrijfsuitvoering. Mintzberg (1973) tenslotte stelt dat al deze taken slechts naar behoren kunnen uitgevoerd worden indien de CEO goed communiceert. Alle betrokken partijen bij een bepaalde beslissing dienen immers over de relevante informatie te kunnen beschikken.

De tweede deelvraag luidt: *In welke mate zorgt de beslissingshorizon voor een agencyprobleem?*

Om de tweede deelvraag te beantwoorden kunnen we beroep doen op zowel de literatuurstudie als het eigen empirisch onderzoek. Hoe kunnen beslissingen leiden tot een probleem? Finkelstein, Hambrick & Cannella (2009) vermelden dat de eindverantwoordelijkheid voor het beleid en de prestaties van een bedrijf bij de CEO ligt. Zijn beslissingen zijn cruciaal voor de onderneming. Een probleem ontstaat echter wanneer de CEO plant het bedrijf te verlaten. Dechow en Sloan (1991) merken op dat een manager die plant uit het bedrijf te vertrekken minder geneigd is te handelen in het belang van de onderneming. Gibbons en Murphy (1992) stellen dat bedrijven met zulk een horizonprobleem te maken krijgen met CEO's die suboptimale investeringsbeslissingen nemen of aan earningsmanagement doen.

De theoretische achtergrond die bij het horizonprobleem naar voren komt, kan men vinden in de agency theorie. In de agency theorie gaat men uit van een relatie tussen een principaal en een agent. Hierbij dient de agent opdrachten uit te voeren voor de principaal, in ruil voor meer beslissingsbevoegdheid. Toch kunnen in deze verstandhouding problemen ontstaan. Het horizonprobleem is een rechtstreeks gevolg van de problemen die kunnen ontstaan bij agencyrelaties. Indien er problemen ontstaan in de agencyrelatie komen de doelen van de principaal niet meer overeen met die van de agent. Bij onvoldoende of niet efficiënte controle van de principaal bestaat de mogelijkheid dat de agent het eigenbelang zal voorop stellen. Dit misbruik, gemaakt door de agent, leidt tot het horizonprobleem.

In het eigen empirisch onderzoek gingen we na of de agencykosten hoger zijn wanneer de beslissingshorizon korter is. Hypothese 4 impliceert dat oudere CEO's meer controlekosten hebben omdat zij meer geneigd zouden zijn tot handelen in eigenbelang. De hypothese kon echter niet ondersteund worden voor de

bedrijven uit beide sectoren omdat ze niet significant bevonden werden. Significante ondersteuning opdat oudere CEO's meer controle nodig hebben werd aldus niet gevonden.

De derde deelvraag luidt: *Heeft de manier van CEO-remuneratie een invloed op de ondernemingsprestaties en op welke wijze komt dit tot uiting?*

Uit verschillende studies is gebleken dat de remuneratie van de CEO een invloed heeft op de ondernemingsprestaties. Ozkan (2011) stelt dat beloningscontracten een motiverende rol vervullen voor de managers. Een slecht opgesteld beloningscontract leidt tot opportunistisch gedrag van de CEO en mindere bedrijfsprestaties. Ook Jensen & Meckling (1976) volgen deze mening. Zij stellen dat een goed opgesteld beloningscontract ervoor zorgt dat de doelen van de manager en de aandeelhouders dichter bij elkaar aan zullen sluiten, wat de bedrijfsprestaties ten goede zal komen. Een goed beloningscontract dient immers uit een goede mix te bestaan tussen zowel equitybased-elementen als cash-elementen (Narayanan, 2009). Daarnaast werd in het eigen empirisch onderzoek onderzocht of het percentage van de variabele beloning ten opzichte van de totale beloning voor oudere CEO's hoger ligt dan het percentage voor jongere CEO's. Gibbons & Murphy (1992) stellen immers dat oudere CEO's meer opteren voor directe beloningsvarianten dan jongere CEO's. Jongere CEO's aanvaarden vaker andere beloningsvarianten omdat zij nog meer waarde hechten of dienen te werken aan status en andere carrièredoelstellingen. Deze hypothese kon volgens de uitkomsten niet ondersteund worden. De regressieanalyse bij de bedrijven uit de dienstensector gaf het tegenovergestelde aan. Jongere CEO's hebben een groter aandeel in variabel loon dan oudere CEO's. De waarden bleken ook significant te zijn. De regressieanalyse bij bedrijven uit de productiesector bleek niet significant te zijn. Aldus kon er voor deze regressieanalyse geen ondersteuning gevonden worden over de hypothese.

De laatste deelvraag luidt: *Wordt er minder geïnvesteerd door CEO's in de laatste jaren van hun ambtsperiode?*

Om de concurrentiepositie te verstevigen dienen bedrijven te investeren in nieuwe projecten en nieuwe vaardigheden. Om deze reden investeren bedrijven in het ontwikkelen van nieuwe technieken door kosten voor onderzoek en ontwikkeling te maken. Dechow & Sloan (1991) bewezen in hun studie dat CEO's

in de laatste jaren van hun ambtstermijn vaker discretionaire uitgaves verminderen. Onder deze discretionaire uitgaves kwamen voornamelijk de kosten voor onderzoek en ontwikkeling aan bod. Door het verlagen van deze kosten wordt de winst verhoogd in dat boekjaar, maar werkt dit nadelig voor het bedrijf op de lange termijn.

Ook in het eigen empirisch onderzoek hebben we getracht dit na te gaan. In het eigen onderzoek werd echter het tegenovergestelde bewezen. Hypothese 2 kon niet ondersteund worden in de regressieanalyses voor zowel de bedrijven in de dienstensector als de productiesector. De regressieanalyse van bedrijven uit de productiesector bleek niet significant te zijn. Bij de regressieanalyse van bedrijven uit de dienstensector constateerden we het tegenovergestelde van wat de hypothese vooropstelde. Het negatieve coëfficiënt in de regressievergelijking voor de investeringsvariabele geeft namelijk weer dat jongere CEO's minder investeren dan oudere CEO's. Deze uitkomst is niet uitzonderlijk en blijkt niet alleenstaand te zijn. Ook Murphy en Zimmerman (1993) gaven in hun studie aan dat het inperken van de discretionaire uitgaves niet zozeer het gevolg zijn van het korte termijn denken van een oudere CEO, maar van de slechte prestaties van het bedrijf.

De centrale onderzoeksvraag en de deelvragen zijn beantwoord. De gevonden antwoorden bleken niet altijd in lijn te zijn met wat verwacht of verondersteld werd. Dit blijkt uit het feit dat voor hypothesen 2 en 3 ondersteunende resultaten werden geleverd (enkel bij de regressieanalyses voor bedrijven uit de dienstensector) van het tegendeel van wat werd vooropgesteld. Zo blijkt niet aannemelijk te zijn dat oudere CEO's minder investeren of meer belang hechten aan variabele beloning.

De laatste jaren is het ook een trend dat vele jonge CEO's 'blitzcarrières' nastreven. Hieronder wordt verstaan dat ze slechts enkele jaren in bedrijven actief zullen zijn en in die periode zo goed mogelijke persoonlijke resultaten trachten te behalen. Wanneer ze vermoeden het maximum bereikt te hebben op die korte periode, schakelen ze over naar andere bedrijven.

In deze thesis werd verondersteld dat enkel oudere CEO's dit gedragspatroon hanteerden. Dit was een gevolg van het feit dat de beslissingshorizonvariabele enkel gebaseerd was op de leeftijd van de CEO. De invloed of mogelijke

aanwezigheid van jonge CEO's die zulke blitzcarrières nastreven werd hierdoor uitgesloten.

2 Beperkingen onderzoek

In wat volgt worden de beperkingen van het onderzoek weergegeven.

Hoewel de gebruikte data de werkelijke cijfers weergeven, zijn er toch enkele kanttekeningen die men in overweging dient te nemen.

Om te beginnen was het moeilijk om de precieze gegevens van de CEO-remuneratie op te sporen. Deze waren niet opgenomen in de Belfirst-database en dienden op de desbetreffende sites van elk beursgenoteerd bedrijf opgezocht te worden.

Vaak werden de gegevens om privacyredenen niet vrijgegeven of in totale pakketten weergegeven (voor het hele managementteam). Voor deze bedrijven werden om deze reden geen remuneratiecijfers gevonden en gebruikt.

Ook in de Belfirst-database ontbraken voor sommige bedrijven bepaalde financiële gegevens. Dit had tot gevolg dat de regressieanalyses voor slechts een klein aantal bedrijven geanalyseerd kon worden. Voor regressieanalyses dienen immers alle gegevens aanwezig te zijn. Dit doet de representativiteit van de uitkomsten voor de Belgische beursgenoteerde bedrijven sterk dalen.

Verder treedt er dubbele causaliteit op in de relatie tussen de beslissingshorizon en de ondernemingsprestaties. Dit houdt in dat beide variabelen zowel als afhankelijke of als onafhankelijke variabele kunnen optreden. In dit onderzoek werd de invloed van de ondernemingsprestaties op de beslissingshorizon onderzocht. Voor verder onderzoek zou de invloed van de beslissingshorizon op de ondernemingsprestaties ook onderzocht kunnen worden. Hierbij is het mogelijk dat de resultaten andere conclusies bekomen. Dit kan als een tweede beperking van het onderzoek gezien worden.

Om af te sluiten met een aanbeveling, raad ik analyse via paneldata aan. Hoewel analyses via paneldata niet in onze TEW-opleiding werd opgenomen, zou deze paneldata-analyse een meerwaarde kunnen betekenen aangezien deze analyse

niet enkel handelt over een specifiek jaar maar de mogelijkheid geeft om een vergelijking te maken over verschillende jaren.

Bijlage 1: Correlatietabel variabelen

		Beslissingshorizon	TobinsQ 2010	Ebitopsales 2010	Immva/sales 2010	Leverage 2010	Variabel/Total compensation
Beslissingshorizon	Pearson Correlation	1	-,325*	-,205	-,056	,127	-,361*
	Sig. (2-tailed)		,020	,159	,720	,375	,036
	N	73	51	49	44	51	34
TobinsQ2010	Pearson Correlation	-,325*	1	,013	-,181	,096	,067
	Sig. (2-tailed)	,020		,907	,108	,332	,629
	N	51	106	90	80	105	55
Ebitopsales2010	Pearson Correlation	-,205	,013	1	-,384**	,046	,361**
	Sig. (2-tailed)	,159	,907		,000	,665	,008
	N	49	90	105	89	90	53
Immva/sales 2010	Pearson Correlation	-,056	-,181	-,384**	1	-,128	-,146
	Sig. (2-tailed)	,720	,108	,000		,260	,332
	N	44	80	89	89	80	46
Leverage 2010	Pearson Correlation	,127	,096	,046	-,128	1	,139
	Sig. (2-tailed)	,375	,332	,665	,260		,312
	N	51	105	90	80	105	55
Variabel/Total compensation	Pearson Correlation	-,361*	,067	,361**	-,146	,139	1
	Sig. (2-tailed)	,036	,629	,008	,332	,312	
	N	34	55	53	46	55	69

Literatuurlijst

- Adams, R.B., Hermalin, B.E., Weisbach, M.S., The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey. *Journal of Economic Literature*, March 2010, Vol. 48, p. 58-107.
- Bebchuk, L.A., Fried, J., Pay without performance: The unfulfilled promise of executive compensation. Harvard University Press, 2004, 304p.
- Belgische Corporate Governance Code 2009
- Berle, A., Means, G., The Modern corporation and private property. New York, McMillan, 1932, 380p.
- Butler, S., Newman, H., Agency control mechanisms, effectiveness and decision making in an executive's final year with the firm. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 145, 1989, p. 451-464.
- Byttebier, K., Piu, P., Roeland, S., Corporate Governance: Eigendom, structuur en controle van vennootschappen. Antwerpen, Maklu, 2003, 661p.
- Core, J.E., Holthausen, R.J., Larcker, D., Corporate governance, chief executive officer compensation and firm performance. *Journal of financial economics*, Vol. 5, 1999, p. 371-406.
- Davidson, W.N., Xie, B., Xu, W., Ning, Y., The influence of executive age, career horizon and incentives on pre-turnover earnings management. *Journal of Management and Governance*, March 2007, Vol. 11, 45-60.
- Davis, J.H., Schoorman, D.F., Donaldson, L., Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, Vol. 22, 1997, p. 20-47.
- Dechow, P., Sloan, R., Executive incentives and the horizon problem: Some empirical evidence. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 14, March 1991, p. 51-89.
- Denis, D.K., McConnell, J.J., International Corporate Governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, March 2003, Vol. 38, p. 1-36.
- Eisenhardt, K.M., Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, 1989, Vol. 14, p. 57-74.
- Fama, E.F., Jensen, M.C., Separation of ownership and control. *Journal of Law & Economics*, June 1983, Vol. 26, p. 1-31.

- Finkelstein, S., Hambrick, D.C. & Cannella, A.A., Strategic Leadership: Theory and Research On Executives, Top Management Teams, and Boards. New York, Oxford University Press, 2009, 463p.
- Gibbons, R., Murphy, K.J., Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: theory and evidence. *Journal of Political Economy*, Vol. 100, p. 468-505.
- Gramling, A.A., Rittenberg, L.E., Johnstone, K.M., Auditing. Canada, South-Western Cengage Learning, 2008, 942p.
- Hart, O., Corporate governance: Some theory and implications. *The economic journal*, May 1995, Vol. 105, p. 678-689.
- Heath, J., The Uses and Abuses of Agency Theory. *Business Ethics Quarterly*, October 2009, p. 497-528.
- Hirshleifer, D., Suh, Y., Risk, managerial effort and project choice. *Journal of financial Intermediation*, Vol. 2, 1992, p. 308-345.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H., Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October 1976, Vol. 3, p. 305-360.
- Kalyta, P., Accounting Discretion, Horizon Problem, and CEO Retirement Benefits. *The Accounting Review*, Vol. 84, 2009, p. 1553-1573.
- Kirkpatrick, S.A., Locke, E.A., Leadership: Do traits really matter? *Academy of Management Executive*, May 1991, p. 48-60.
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., Vishay, R.W., Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 1998, Vol. 106, p. 1113-1155.
- Lafley, A.G., What only the CEO can do. *Harvard Business Review*, May 2009, Vol. 87, p. 54-62.
- Laveren, E., Engelen, P-J., Limère, A., Vandemaele, S., Handboek financieel beheer. Antwerpen, Intersentia, 2004, 2^e druk, 723p.
- Lieberman, S., O'Connor, J.F., Leadership and organizational performance: A study of large corporations. *American Sociological Review*, Vol. 37, April 1972, p. 117-130.
- Mackey, A., The effect of CEO's on firm performance. *Strategic Management Journal*, Vol. 29, May 2008, p. 1357-1367.
- Mintzberg, H., The nature of managerial work. New York, Harper and Row, 1973, 298p.

- Moerland, P., Corporate Governance: Theorie en praktijk in internationaal perspectief. Wolters-Noordhoff, Groningen, 1997, p. 23-30.
- Murphy, K.J., Zimmerman, J., Financial Performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, 1993, p. 273-315.
- Narayanan, M.P., Form of Compensation and Managerial Decision Horizon. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, December 1996, p. 467-491.
- O'Brien, R.M., A Caution Regarding Rules of Thumb for Variance Inflation Factors. *Quality & Quantity*, Vol. 41, 2007, p. 673-690.
- Ozkan, N., CEO compensation and firm performance: an empirical investigation of UK panel data. *European Financial Management*, Vol. 17, 2011, p. 260-285.
- Reitenga, A.L., Tearney, M.G., Mandatory CEO retirements, Discretionary Accruals, and Corporate Governance Mechanisms. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 18, March 2003, p. 255-280.
- Robbins, S.P., Coulter, M., Management, Pearson Education Benelux, Amsterdam, 2003, 7^e druk, 598p.
- Saam, N.J., Asymmetry in information versus asymmetry in power: Implicit assumptions of agency theory?. *The journal of Socio-economics*, Vol. 36, p. 825-840.
- Shleifer, A., Vishny, R., A Survey of Corporate Governance. *The journal of finance*, Vol. 52, June 1997, p. 737-783.
- Solomon, A., Solomon, J., Corporate Governance and Accountability. Chichester, John Wiley & sons Ltd, 2004, 318p.
- Tosi, H.L., Brownlee, A.L., Silva, P., Katz, J.P., An empirical exploration of decision-making under agency controls and stewardship structure. *Journal of management studies*, Vol. 40, December 2003, p. 2053-2071.

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

De relatie tussen de beslissingshorizon van een CEO en de ondernemingsprestaties

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

Jaar: **2012**

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,

Sneyers, Bregt

Datum: **21/08/2012**