

2012•2013
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
*master in de toegepaste economische wetenschappen:
handelsingenieur: accountancy en financiering*

Masterproef

Relatie tussen de beloningstructuur van de CEO en de lange termijnprestatie van de onderneming

Promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Stephanie van de Walle

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

2012•2013

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

Relatie tussen de beloningstructuur van de CEO en de
lange termijnprestatie van de onderneming

Promotor :
Prof. dr. Roger MERCKEN

Stephanie van de Walle

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

Voorwoord

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn vijfjarige opleiding Handelsingenieur aan de Universiteit Hasselt met als afstudeerrichting Accountancy en Financiering. Graag wil ik deze kans benutten om een aantal personen te bedanken die mede dit resultaat mogelijk hebben gemaakt.

Als eerste wil ik graag mijn promotor Prof. dr. Roger Mercken bedanken voor zijn begeleiding en deskundig advies bij het schrijven van deze masterproef. Zijn goede raad en opbouwende kritiek gedurende dit academiejaar hebben mij geholpen om deze masterproef tot een goed einde te brengen.

Vervolgens richt ik een woord van dank aan Fernand Haerden voor zijn taalkundig advies.

Daarnaast zou ik graag mijn mama en mijn broer willen bedanken voor hun onvoorwaardelijke steun de afgelopen jaren zowel tijdens de mooie als de moeilijkere momenten. Dankzij de financiële en morele steun heb ik deze opleiding tot een mooi einde kunnen brengen.

Tot slot wil ik graag mijn vriend bedanken voor zijn steun de voorbije jaren en in het bijzonder dit jaar bij het schrijven van mijn masterproef.

Samenvatting

De discussie rond de beloning van de CEO is een zeer actuele discussie. Deze laat geregeld op, wanneer een CEO een hoge beloning ontvangt op het moment dat de prestaties van het bedrijf tegenvallen of wanneer er ontslagen vallen binnen de onderneming. Critici stellen hierbij de vraag of deze CEO's de, soms exuberante, beloningen wel waard zijn en of hun beleid werkelijk leidt tot betere ondernemingsprestaties. Deze discussie kadert binnen de problematiek van hoge beloningen gepaard gaande met slechte prestaties. Een mogelijke oplossing hiervoor is het belonen naar prestaties of 'pay-for-performance'.

Vooraf in de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, maar ook in verscheidene andere landen, werden in het verleden al onderzoeken gedaan naar de samenhang tussen de prestaties van de onderneming en de beloning van de CEO. In deze landen is het al langer verplicht dan in België om de beloning van de CEO transparant te maken. Hoewel de Corporate Governance Code 2004, die sinds 2005 van kracht is, transparantie vraagt omtrent de beloning van de CEO, zijn beursgenoteerde ondernemingen in België pas vanaf 2010 wettelijk verplicht om de beloning van de CEO op individuele basis bekend te maken. Het aantal onderzoeken naar de 'pay-for-performance'-relatie in België is dan ook eerder beperkt. Het doel van deze thesis is om de sterkte van het verband tussen de prestaties van de onderneming en de beloning van de CEO te meten voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen en dit voor de jaren 2009, 2010 en 2011.

Binnen het kader van de agencytheorie wordt een positieve relatie verwacht tussen de CEO-beloning en de bedrijfsprestaties. Een positieve relatie duidt op het gebruik van formele mechanismen om de motieven van de topmanagers op één lijn te brengen met de belangen van de aandeelhouders.

De centrale onderzoeksvraag van deze masterproef kan als volgt geformuleerd worden: is er een verband tussen de prestaties van een onderneming en de beloning van de CEO binnen de Belgische beursgenoteerde ondernemingen? Indien er een verband gevonden wordt, zal er een vergelijking gemaakt worden tussen de Bel20, de BelMid en de BelSmall en een tweede vergelijking zal gemaakt worden tussen de verschillende onderzochte jaren.

Deze masterproef kan in twee delen opgedeeld worden, namelijk de literatuurstudie en het empirisch onderzoek. De literatuurstudie start met een beschrijving van het praktijkprobleem en de gekozen onderzoeksvragen in hoofdstuk 1. In hoofdstuk 2 zullen een aantal theoretische concepten zoals de agencytheorie, de verschillende bestaande controlemechanismen om de CEO te motiveren in het belang van de aandeelhouder te handelen, de wettelijke bepalingen en de corporate governance in België, uitgelegd worden. In hoofdstuk 3 worden de beloning van de CEO en de verschillende componenten van zijn beloningspakket uitvoerig besproken. Hoofdstuk 4 van het literatuurgedeelte bespreekt de verschillende determinanten van de CEO-beloning. Aan de hand van eerdere studies wordt het verwachte verband tussen deze determinanten en de CEO-beloning bepaald. Uit eerdere studies blijkt dat er vooral een sterk positief verband aanwezig is tussen de grootte van de onderneming en de CEO-beloning. Aan de hand van dit hoofdstuk wordt bepaald welke variabelen verzameld dienen te worden.

Het tweede grote luik van deze masterproef, het empirisch onderzoek, bestaat uit drie hoofdstukken. Om het empirisch gedeelte te schrijven werden in eerste instantie de variabelen verzameld die, volgens de literatuurstudie, een invloed hebben op de beloning van de CEO. De verzameling van deze gegevens werd gedaan aan de hand van de jaarverslagen van de ondernemingen en via Belfirst.

Hoofdstuk 5 begint met de onderzoeksopzet van het empirisch gedeelte. Dit onderzoek richt zich op de Belgische beursgenoteerde ondernemingen omwille van de transparantieplichtingen. Vervolgens wordt een beschrijving gegeven van de verzamelde variabelen waaronder de verschillende belonings-, prestatie-, CEO-gerelateerde- en ondernemingsvariabelen. Tot slot wordt overgegaan op de beschrijvende statistiek van de variabelen en de bespreking hiervan.

In hoofdstuk 6 worden een aantal modellen opgesteld en aan de hand van deze modellen zal het verband tussen de prestaties van de onderneming en de CEO-beloning getest worden. Hierbij vertrekken we van een volledige dataset met alle beursgenoteerde ondernemingen voor de drie jaren en vervolgens wordt een onderscheid gemaakt tussen de verschillende indexen en de verschillende jaren. Daarnaast wordt aan de hand van deze regressiemodellen de impact van de andere variabelen, naast de prestatievariabelen, vastgesteld.

Hoofdstuk 7, dat tevens het laatste hoofdstuk vormt, vat de resultaten van het empirisch onderzoek samen en geeft enkele aanbevelingen naar toekomstig onderzoek toe.

Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1: Inleiding	- 1 -
Hoofdstuk 2: Theoretisch kader.....	- 3 -
2.1 Agencytheorie.....	- 3 -
2.1.1 Optimal contracting theorie	- 5 -
2.1.2 'Managerial power'-theorie	- 6 -
2.2 Stewardshiptheorie.....	- 7 -
2.3 Onderscheid 'pay-for-performance' en 'performance-for-pay'	- 8 -
2.4 Controlemechanismen.....	- 8 -
2.4.1 Interne controlemechanismen	- 8 -
I. De raad van bestuur.....	- 8 -
II. De eigendomsstructuur.....	- 9 -
III. Incentives.....	- 9 -
2.4.2 Externe controlemechanismen	- 9 -
I. Proxy fights.....	- 9 -
II. De overnamemarkt	- 10 -
III. Wettelijk systeem	- 11 -
IV. De kapitaalmarkt of financiële structuur.....	- 11 -
2.5 Wettelijke bepalingen en Corporate Governance.....	- 11 -
2.5.1 Internationale corporate governance	- 12 -
2.5.2 Belgische wetgeving	- 13 -
2.5.3 Corporate Governance Code 2009	- 15 -
2.5.4 Toepassing van corporate governance in België.....	- 17 -
2.5.5 De Belgische beurs	- 18 -
Hoofdstuk 3: Beloning van de CEO	- 19 -
3.1 Beloningscomponenten	- 19 -
3.1.1 Kortetermijnbeloning	- 19 -
I. Vast salaris	- 19 -
II. Bonus.....	- 19 -
3.1.2 Langetermijnbeloning	- 20 -
I. Aandelenopties	- 20 -

II. Aandelen	- 22 -
3.1.3 Andere voordelen	- 22 -
3.2 Pay-for-performance.....	- 22 -
Hoofdstuk 4: Determinanten van de beloning van een CEO.....	- 27 -
4.1 Samenstelling van de raad van bestuur	- 27 -
4.2 Dualiteit van de CEO.....	- 27 -
4.3 Intern aandeleigendom.....	- 27 -
4.4 Blockholders	- 28 -
4.5 Remuneratiecomité.....	- 28 -
4.6 Diversificatie van de onderneming	- 28 -
4.7 Grootte van de onderneming	- 29 -
4.8 Prestaties van de onderneming	- 29 -
4.9 Risico van de onderneming	- 29 -
4.10 CEO-ambtstermijn	- 30 -
4.11 Familiecontrole.....	- 30 -
Hoofdstuk 5: Empirisch onderzoek.....	- 31 -
5.1 Gegevensverzameling	- 31 -
5.2 Verzamelde variabelen	- 32 -
5.2.1 Beloningsvariabelen.....	- 33 -
5.2.2 Aandelen-, optie- en warrantbezit door de CEO	- 34 -
5.2.3 Ondernemingsprestaties.....	- 34 -
5.2.4 Kenmerken van de CEO	- 35 -
5.2.5 Kenmerken van de onderneming	- 35 -
5.2.6 Aandeelhoudersstructuur.....	- 36 -
5.2.7 Samenstelling van de raad van bestuur.....	- 36 -
5.2.8 Samenstelling van het remuneratiecomité	- 36 -
5.3 Beschrijvende statistiek.....	- 37 -
5.3.1 Bel20.....	- 37 -
5.3.1.1 Beloningsvariabelen	- 37 -
5.3.1.2 Aandelen-, optie- en warrantbezit door de CEO	- 41 -
5.3.1.3 Ondernemingsprestaties	- 42 -
5.3.1.4 Kenmerken van de CEO	- 43 -
5.3.1.5 Kenmerken van de onderneming.....	- 44 -

5.3.1.6 Aandeelhoudersstructuur	- 45 -
5.3.1.7 Samenstelling van de raad van bestuur	- 46 -
5.3.1.8 Samenstelling van het remuneratiecomité	- 47 -
5.3.2 BelMid	- 48 -
5.3.2.1 Beloningsvariabelen	- 48 -
5.3.2.2 Aandelen-, optie- en warrantbezit door de CEO.....	- 49 -
5.3.2.3 Ondernemingsprestaties	- 50 -
5.3.2.4 Kenmerken van de CEO	- 50 -
5.3.2.5 Kenmerken van de onderneming.....	- 51 -
5.3.2.6 Aandeelhoudersstructuur	- 51 -
5.3.2.7 Samenstelling van de raad van bestuur	- 52 -
5.3.2.8 Samenstelling van het remuneratiecomité	- 52 -
5.3.3 BelSmall	- 53 -
5.3.3.1 Beloningsvariabelen	- 53 -
5.3.3.2 Ondernemingsprestaties	- 54 -
5.3.3.3 Kenmerken van de CEO	- 54 -
5.3.3.4 Kenmerken van de onderneming.....	- 55 -
5.3.3.5 Aandeelhoudersstructuur	- 55 -
5.3.3.6 Samenstelling van de raad van bestuur	- 55 -
5.3.3.7 Samenstelling van het remuneratiecomité.....	- 56 -
5.3.4 Vergelijking Bel20, BelMid en BelSmall.....	- 56 -
Hoofdstuk 6: Meervoudige regressieanalyse	- 59 -
6.1 Analyse van de hele dataset	- 64 -
6.2 Analyse per jaar	- 65 -
6.2.1 Analyse van de Bel20, BelMid en BelSmall voor 2009.....	- 66 -
6.2.2 Analyse van de Bel20, BelMid en BelSmall voor 2010.....	- 67 -
6.2.3 Analyse van de Bel20, BelMid en BelSmall voor 2011.....	- 68 -
6.3 Analyse per index.....	- 69 -
6.3.1 Analyse van de Bel20 voor 2009, 2010 en 2011 samen.....	- 69 -
6.3.2 Analyse van de BelMid voor 2009, 2010 en 2011 samen	- 70 -
6.3.3 Analyse van de BelSmall voor 2009, 2010 en 2011 samen	- 72 -
Hoofdstuk 7: Besluit	- 73 -
7.1 Conclusie.....	- 73 -

7.2. Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek	- 74 -
Geraadpleegde bronnen	- 75 -
I. Wetenschappelijke artikels	- 75 -
II. Internetteksten	- 78 -
III. Boeken	- 78 -
IV. Doctoraatsstudies	- 79 -
V. Masterproeven.....	- 79 -
VI. Krantenartikels	- 79 -
VII. Websites	- 79 -
Bijlagen	- 81 -
Bijlage 1: Lijst van de geanalyseerde Belgische beursgenoteerde ondernemingen.....	- 81 -
Bijlage 2: Beschrijvende statistiek Bel20	- 82 -
Bijlage 3: Beschrijvende statistiek BelMid	- 83 -
Bijlage 4: Beschrijvende statistiek BelSmall	- 90 -
Bijlage 5: Correlatie.....	- 97 -
Bijlage 6: Analyse van de hele dataset	- 104 -
Bijlage 7: Analyse per jaar.....	- 111 -
Bijlage 8: Analyse per index.....	- 117 -

Lijst van afkortingen

ADH	Aandeelhouder
OLS	Ordinary least squares
RC	Remuneratiecomité
RvB	Raad van bestuur
ROA	Return on assets
LT	Lange termijn
KT	Korte termijn

Lijst van figuren

Figuur 2.1: Eigenschappen Angelsaksisch en Latijns systeem.....	- 13 -
Figuur 3.1: Componenten beloningspakket CEO	- 19 -
Figuur 3.2: CEO-beloningsstructuur Verenigde Staten in 2011	- 24 -
Figuur 5.1: Samenstelling CEO-beloning Bel20 in 2011	- 40 -
Figuur 5.2: Samenstelling RvB Bel20	- 47 -

Lijst van tabellen

Tabel 5.1: Transparantie beloningsgegevens.....	- 32 -
Tabel 5.2: Basisloon Bel20	- 37 -
Tabel 5.3: Variabele beloning op korte termijn Bel20	- 37 -
Tabel 5.4: Variabele beloning op lange termijn Bel20.....	- 37 -
Tabel 5.5: Toegekende aandelen, opties en warrants Bel20	- 38 -
Tabel 5.6: Pensioen Bel20	- 38 -
Tabel 5.7: Andere voordelen Bel20	- 38 -
Tabel 5.8: Beloning als lid raad van bestuur Bel20.....	- 39 -
Tabel 5.9: Totale beloning Bel20	- 39 -
Tabel 5.10: Totale vaste beloning Bel20	- 39 -
Tabel 5.11: Totale variabele beloning Bel20.....	- 39 -
Tabel 5.12: Samenstelling beloning Bel20	- 40 -
Tabel 5.13: Aandelenbezit Bel20	- 41 -
Tabel 5.14: Optiebezit Bel20.....	- 41 -
Tabel 5.15: Aantal CEO's in het bezit van aandelen of opties Bel20.....	- 41 -
Tabel 5.16: Winst Bel20	- 42 -
Tabel 5.17: Totale activa Bel20	- 42 -
Tabel 5.18: Marktkapitalisatie Bel20	- 42 -
Tabel 5.19: ROA Bel20	- 43 -
Tabel 5.20: Tobin's Q Bel20.....	- 43 -
Tabel 5.21: CEO-ambtstermijn Bel20	- 43 -
Tabel 5.22: Leeftijd CEO Bel20.....	- 44 -
Tabel 5.23: Leeftijd onderneming Bel20	- 44 -
Tabel 5.24: Aantal werknemers Bel20	- 44 -
Tabel 5.25: Aantal dochterondernemingen Bel20.....	- 45 -
Tabel 5.26: Percentage aandelen in handen van blockholders Bel20	- 45 -
Tabel 5.27: Aantal blockholders Bel20	- 45 -
Tabel 5.28: Percentage aandelen in handen van de grootste aandeelhouder Bel20	- 46 -
Tabel 5.29: Aantal bestuurders RvB Bel20	- 46 -
Tabel 5.30: Samenstelling RvB Bel20.....	- 46 -
Tabel 5.31: Aantal bestuurders RC Bel20	- 47 -

Tabel 5.32: Samenstelling RC Bel20	- 47 -
Tabel 5.33: CEO-beloning BelMid.....	- 48 -
Tabel 5.34: Aandelen- en optiebezit CEO BelMid	- 49 -
Tabel 5.35: Ondernemingsprestaties BelMid	- 50 -
Tabel 5.36: Kenmerken CEO BelMid.....	- 50 -
Tabel 5.37: Kenmerken onderneming BelMid	- 51 -
Tabel 5.38: Aandeelhouderstructuur BelMid	- 51 -
Tabel 5.39: Samenstelling RvB BelMid	- 52 -
Tabel 5.40: Samenstelling RC BelMid	- 52 -
Tabel 5.41: CEO-beloning BelSmall.....	- 53 -
Tabel 5.42: Ondernemingsprestaties BelSmall	- 54 -
Tabel 5.43: Kenmerken CEO BelSmall.....	- 54 -
Tabel 5.44: Kenmerken onderneming BelSmall	- 55 -
Tabel 5.45: Aandeelhoudersstructuur BelSmall	- 55 -
Tabel 5.46: Samenstelling RvB BelSmall	- 55 -
Tabel 5.47: Samenstelling RC BelSmall	- 56 -
Tabel 6.1: Lijst van afkortingen.....	- 63 -
Tabel 6.2: Resultaten regressieanalyse hele dataset	- 64 -
Tabel 6.3: Resultaten regressieanalyse Bel20, BelMid en BelSmall 2009.....	- 66 -
Tabel 6.4: Resultaten regressieanalyse Bel20, BelMid en BelSmall 2010.....	- 67 -
Tabel 6.5: Resultaten regressieanalyse Bel20, BelMid en BelSmall 2011.....	- 68 -
Tabel 6.6: Resultaten regressieanalyse Bel20 voor 2009, 2010 en 2011 samen	- 69 -
Tabel 6.7: Resultaten regressieanalyse BelMid voor 2009, 2010 en 2011 samen	- 70 -
Tabel 6.8: Resultaten regressieanalyse BelSmall voor 2009, 2010 en 2011 samen	- 72 -

Hoofdstuk 1: Inleiding

De chief executive officer (CEO) staat aan het hoofd van een onderneming en is verantwoordelijk voor de leiding en de prestaties van de hele onderneming (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009). Het nog steeds groeiende debat over de hoogte, de samenstelling en de doeltreffendheid van de CEO-beloning heeft geleid tot een groot aantal onderzoeken naar deze CEO beloning. De meeste onderzoeken focussen zich vooral op de beloning van de CEO en niet op de beloning van de overige managers. Dit omwille van het feit dat de CEO de best betaalde manager is en daarom veel aandacht trekt (Duffhues & Kabir, 2008; Ferracone & Zwingli, 2012), maar ook omdat hij/zij uiteraard de meeste invloed op de beloningsstructuur kan uitoefenen.

De CEO-beloning roept een aantal maatschappelijke vragen op, waarvan de belangrijkste wellicht zijn: hoe hoog mag de loonspanning zijn, en zijn hoge bonussen te verenigen met inleveringen en inkrimpingen in ondernemingen in herstructurering?

CEO-bonussen in herstructurende ondernemingen botsen vaak op maatschappelijke weerstand. Zo wordt begin februari 2012 duidelijk dat 609 mensen ontslagen zullen worden bij Bekaert. Eind maart raakt bekend dat de CEO Bert De Graeve zijn beloning ziet stijgen met een derde tot 1.780.000 euro (De Standaard, 2012, 31 maart en 1 april). Alhoewel deze loonstijging het gevolg is van een bonus gebaseerd op de prestaties van 2010, voor de ontslagronde, stellen critici de billijkheid van deze loonstijging in vraag (De Standaard, 2012, 3 april).

De centrale onderzoeksvraag van deze masterproef luidt als volgt: is er een verband tussen de prestaties van de onderneming en de beloning van de CEO? Tot op heden hebben de onderzoeken naar het verband tussen de CEO-beloning en de prestaties van de onderneming in verschillende landen geen eenduidige resultaten opgeleverd. De verwachte significante positieve relatie tussen de CEO beloning en de bedrijfsprestaties wordt niet altijd gevonden. Een aantal onderzoeken vindt helemaal geen verband of zelfs een negatief verband (Duffhues & Kabir, 2008).

Eerder onderzoek naar de relatie tussen de ondernemingsprestaties en de CEO-beloning in België is eerder beperkt en richt zich vooral op de Bel20. Het doel van dit onderzoek bestaat er uit om deze relatie voor alle beursgenoteerde ondernemingen te onderzoeken. Om dit te kunnen verwezenlijken zal een uitgebreid onderzoek nodig zijn waarvoor de nodige gegevens verzameld zullen worden via de jaarverslagen van de ondernemingen en via Belfirst.

Om een antwoord te vinden op de centrale onderzoeksvragen worden een aantal deelvragen geformuleerd:

- Welke componenten maken deel uit van de CEO-beloning?
- Zijn bepaalde componenten van de CEO-beloning sterker verbonden met de prestaties van de onderneming dan andere?
- In welke mate hebben de wetgeving en de corporate governance codes een invloed op de transparantie, de hoogte en de samenstelling van de CEO-beloning?

- Welke factoren, naast de ondernemingsprestaties, kunnen mogelijk een invloed hebben op de beloning van de CEO?
- Wat zal het verband (grootte en richting) zijn tussen elk van deze factoren en de beloning van de CEO?

Aan de hand van de literatuurstudie zal onder meer getracht worden om inzicht te verwerven in de theoretische concepten gelinkt aan de CEO-beloning, de samenstelling van een CEO-beloningspakket en de determinanten van de CEO-beloning. De literatuurstudie zal ook een eerste aanzet vormen voor het empirisch onderzoek.

Hoofdstuk 2: Theoretisch kader

In dit hoofdstuk worden eerst een aantal theoretische raamwerken besproken die gelinkt zijn aan de beloning van de CEO. Vervolgens wordt een beeld geschetst van de Belgische wetgeving omtrent de CEO-beloning en de transparantie van deze beloning. Daarnaast wordt corporate governance in een internationale context en binnen België uitgelegd.

Om de beloning van de CEO te verklaren bestaan er verschillende raamwerken. De theorie die hier het meest voor gebruikt wordt, is de agencytheorie.

2.1 Agencytheorie

Het idee achter de klassieke agencytheorie is dat er een belangenconflict bestaat tussen de principaal en de agent. Het management (agent) bestuurt de onderneming in opdracht van de aandeelhouders (principaal) (Jensen & Meckling, 1976, in Eisenhardt, 1989).

In de meeste ondernemingen is er een scheiding tussen eigendom en controle. De aandeelhouders hebben geïnvesteerd in de onderneming en zijn dus de eigenaars van de onderneming. De CEO wordt aangesteld om de onderneming te leiden en heeft zodoende de controle over de onderneming. De scheiding van eigendom en controle heeft als gevolg dat er twee partijen zijn met verschillende kenmerken en belangen. De aandeelhouders streven naar winstmaximalisatie, zodat hun investering opbrengt en zijn, indien ze niet het leeuwendeel van hun middelen in één onderneming gestopt hebben, risiconeutraal aangezien zij hun risico kunnen spreiden. De agencytheorie veronderstelt dat de CEO uit eigenbelang handelt en dat hij risico-avers is, omdat het niet mogelijk is om zijn job te diversifiëren. Zonder beloningspakket of andere controlemechanismen die de belangen van de aandeelhouders en de managers verenigen, bestaat de mogelijkheid dat de managers zichzelf zullen verrijken of zullen streven naar de uitbouw van een imperium (Eisenhardt, 1989).

Deze scheiding tussen eigendom en controle en het daarbij horende belangenconflict zorgen voor het ontstaan van agencykosten. De agencytheorie suggereert dat, indien een onderneming beter bestuurd wordt, de prestaties zullen verbeteren en de waarde van de onderneming hoger zal zijn omwille van de lagere agencykosten (Sami, Wang, & Zhou, 2009). De agencytheorie betoogt dat het belangenconflict tussen de CEO en de aandeelhouders verholpen kan worden door de beloning van de CEO te laten afhangen van de bedrijfsprestaties (Shiwakoti, 2012).

Het beloningscontract tussen de agent en de principaal speelt dus een centrale rol in de agencytheorie. Bij het afsluiten van dit contract kan de beloning gebaseerd worden op een van de volgende twee elementen:

- (1) het gedrag van de agent (inspanningsverbintenis),
- (2) de resultaten van de agent (resultaatsverbintenis).

Een contract, gebaseerd op het gedrag, kan gebruikt worden wanneer de principaal weet of gemakkelijk te weten kan komen welke inspanningen de agent geleverd heeft. De keuze van het

contract zal ook afhangen van de onzekerheid over de bedrijfsprestaties. Indien er veel onzekerheid is omtrent de resultaten van de onderneming, zal het contract gebaseerd worden op het gedrag van de agent. De kosten die gepaard gaan met het verschuiven van het risico naar de agent, zijn zeer hoog wanneer de resultaten erg onzeker zijn. De agent zal, ondanks de motiverende voordelen van de op prestaties gebaseerde contracten, de bedrijfsprestaties niet voldoende kunnen beïnvloeden door de onzekerheid die optreedt. Ook wanneer de prestaties van de onderneming moeilijk meetbaar zijn, zal de principaal kiezen voor een contract gebaseerd op de inspanningen van de agent. Moeilijk meetbare prestaties ontstaan wanneer bepaalde taken veel tijd vergen en nog niet voltooid zijn op het moment van de evaluatie (Eisenhardt, 1989).

Wanneer de principaal niet precies weet welke inspanningen de agent geleverd heeft om tot een bepaalde prestatie te komen, zal het opgestelde contract gebaseerd zijn op de resultaten. Contracten op basis van de resultaten zijn de meest optimale, wanneer er weinig onzekerheid bestaat omtrent de bedrijfsresultaten en wanneer de prestaties van de onderneming gemakkelijk meetbaar zijn (Eisenhardt, 1989).

De keuze van het contract zal uiteindelijk afhangen van de afweging van de kosten om het gedrag van de agent te meten, de kosten die gepaard gaan met het meten van de bedrijfsprestaties en het overdragen van het risico op de agent (Eisenhardt, 1989).

Het agencyprobleem gaat gepaard met informatie-asymmetrie. Hierbinnen zijn twee soorten te onderscheiden, namelijk 'moral hazard' en 'adverse selection'. Moral hazard ontstaat wanneer de agent zich niet voldoende inspant en dit niet gecontroleerd kan worden door de principaal. Adverse selection is het gevolg van de onjuiste voorstelling van de bekwaamheden van de agent. De agent kan bij de aanwerving doen alsof hij over een aantal bekwaamheden beschikt. Adverse selection treedt op als het bezit van deze bekwaamheden moeilijk gecontroleerd kan worden bij de aanwerving of tijdens de tewerkstelling van de agent (Eisenhardt, 1989).

Niet-waarneembaar gedrag, zoals moral hazard en adverse selection, geeft de principaal twee mogelijke oplossingen. Een eerste mogelijke oplossing is het controleren van de inspanningen van de agent door te investeren in informatiesystemen. Voorbeelden van zulke informatiesystemen zijn extra managementlagen, budgetteringssystemen en rapporteringssystemen. Een tweede mogelijke oplossing is het opstellen van een contract op basis van de resultaten. Op deze manier worden de belangen van de agent en de principaal dichter bij elkaar gebracht. Een gedeelte van het risico wordt overgedragen naar de agent. Een belangrijke opmerking is dat de resultaten, behaald door de onderneming, slechts gedeeltelijk het gevolg zijn van het gedrag en de beslissingen van de agent. Omgevingsfactoren, zoals het overheidsbeleid, het economische klimaat en de technologische veranderingen hebben ook invloed op de resultaten (Eisenhardt, 1989).

De agencytheorie steunt op drie veronderstellingen. Een eerste veronderstelling is dat agents risico-avers zijn. De tweede stelt dat agents zelfzuchtig zijn. De laatste veronderstelling is dat de belangen van de agents kunnen verschillen van de belangen van de principaal. Dit heeft als gevolg dat de agents opportunistisch gedrag kunnen vertonen (Eisenhardt, 1989).

De aandeelhouders streven ernaar de agencykosten te verminderen en indien mogelijk te elimineren. Volgens Eisenhardt (1989) worden aandeelhouders geconfronteerd met drie problemen, wanneer ze de agencykosten trachten te verminderen:

- de inspanningen, geleverd door de CEO, kunnen moeilijk gecontroleerd worden door de aandeelhouders;
- de CEO weet veel meer over de onderneming dan de aandeelhouders;
- de CEO beschikt, door zijn functie, over de macht om beslissingen te nemen die niet overeenstemmen met de belangen van de aandeelhouders. Een CEO die zichzelf een hoge beloning toekent, wanneer de onderneming slecht presteert, is hier een voorbeeld van.

De uitdaging is dan ook om ervoor te zorgen dat de agents zullen handelen in het belang van de aandeelhouders en op die manier de waarde van de onderneming zullen maximaliseren. Het opstellen van een contract tussen de principaal en de agent kan hiervoor zorgen (Tosi, Werner, Katz, & Gomez-Mejia, 2000).

In de literatuur worden verschillende standpunten gevonden met betrekking tot het verband tussen het agencyprobleem en de managementbeloning. De meest gebruikte benadering om de managementbeloning te bestuderen is het beschouwen van de beloning als een oplossing voor het agencyprobleem. Deze denkwijze is bekend als de 'optimal contracting'-theorie. Een tweede benadering is de 'managerial power'-theorie. Hierbij wordt de beloning van het management niet alleen gezien als een oplossing van het agencyprobleem, maar gedeeltelijk als de oorzaak van het agencyprobleem (Bebchuk & Fried, 2003).

2.1.1 Optimal contracting theorie

De 'optimal contracting'-benadering erkent dat het niet vanzelfsprekend is dat managers de aandeelhouderswaarde trachten te maximaliseren. Het is van groot belang dat managers op een efficiënte manier gemotiveerd worden. Deze 'optimal contracting'-theorie stelt dat de raad van bestuur, die verantwoordelijk is voor het ontwerp van het beloningspakket, in het belang van de aandeelhouders handelt. Het beloningspakket moet de managers motiveren om de waarde voor de aandeelhouders te maximaliseren (Bebchuk & Fried, 2003).

Volgens de 'optimal contracting'-theorie kan een optimaal beloningspakket op twee manieren gerealiseerd worden, namelijk door:

- 'arm's length bargaining' tussen de raad van bestuur en het management;
- de werking van de markt.

In de praktijk blijkt dat 'arm's length bargaining' niet altijd toegepast wordt en dat de werking van de markt niet voldoende is om een eerlijk beloningscontract te garanderen.

'Arm's length bargaining' wil zeggen dat de beloning op basis van echte onderhandelingen tussen de partijen bepaald wordt. De CEO en de raad van bestuur bepalen de hoogte van de beloning in samenspraak. Toch is het niet vanzelfsprekend dat de leden van de raad van bestuur het beloningspakket zo zullen opstellen, dat de belangen van de aandeelhouders beschermd worden.

De reden hiervoor is dat een bestuurder graag opnieuw verkozen wordt om te zetelen in de raad van bestuur. Deze functie zorgt immers voor prestige, waardevolle zakelijke en sociale connecties en een aantrekkelijke beloning. Aangezien de CEO sterk betrokken is bij de herbenoeming van een lid van de raad van bestuur, hebben de bestuurders er belang bij om de CEO te bevoordelen (Bebchuk & Fried, 2003). Ook treedt een CEO vaak op als bestuurder in andere vennootschappen, waardoor die netwerking ook invloed heeft.

De marktkrachten, zoals de overnamemarkt, de arbeidsmarkt en de kapitaalmarkt, garanderen ook niet altijd een optimaal beloningspakket. Deze markten zorgen weliswaar voor een aantal beperkingen met betrekking tot de hoogte van het beloningspakket dat de bestuurders zullen goedkeuren en dat de managers zullen vragen om goed te keuren. De beperkingen zijn echter niet sterk genoeg en laten afwijkingen van het optimale contract toe (Bebchuk, Fried, & Walker, 2002, in Bebchuk & Fried, 2003). Een voorbeeld is de overnamemarkt. CEO's kunnen een overname die gunstig is voor de aandeelhouders, tegenwerken om op die manier hun functie te behouden. Een CEO wordt aangemoedigd mee te werken aan een overname door middel van een goudenparachutevoorziening en andere voordelen die toegekend worden wanneer de overname slaagt. Deze beloning wijkt af van het optimale beloningscontract en stelt de CEO in staat zichzelf te verrijken (Bebchuk & Fried, 2003).

De 'optimal contracting'-theorie kan niet altijd toegepast worden. Hoe groter de macht van de CEO, hoe groter de kans dat hij deze macht zal gebruiken om zijn eigen beloning te bepalen. De 'managerial power'-theorie veronderstelt dat de CEO zijn beloning in grote mate zelf kan bepalen.

2.1.2 'Managerial power'-theorie

Volgens de 'managerial power'-theorie weerhouden de werking van de markt en de raad van bestuur de CEO er niet van om een beloning te regelen die hoger ligt dan het loon dat de CEO zou ontvangen na een onderhandeling 'at arm's length' (Bebchuk & Fried). Deze theorie veronderstelt dat managers enkel uit eigenbelang handelen en hun beloningspakket trachten te beïnvloeden. Een voorbeeld hiervan zijn managers die kiezen voor prestatiemaatstaven op basis van boekhoudkundige resultaten, die ze op korte termijn kunnen manipuleren. Dit gedrag zorgt voor hoge kosten voor de aandeelhouders en het leidt er tevens toe dat de belangen van de aandeelhouders en het management niet meer op een lijn liggen. Door het manipuleren van de resultaten waarop de beloning gebaseerd is, kan het management rijkdom opeisen die eigenlijk aan de aandeelhouders toebehoort. Daar de beloning gebaseerd is op de resultaten, kan de manager of de CEO nochtans laten uitschijnen dat het beloningspakket een optimale samenstelling kent (Geiler & Renneboog, 2011).

De beloning van de CEO kan wel beperkt worden door de verontwaardiging van de aandeelhouders en het publiek. Deze verontwaardiging zal de reputatie van de bestuurders en het management beschadigen. Het gevolg hiervan is dat hoe groter deze verontwaardiging is, hoe kleiner de kans wordt dat de raad van bestuur een te hoge beloning zal goedkeuren en des te kleiner de kans dat een manager een buitensporige beloning zal voorstellen (Bebchuk & Fried).

De mogelijkheid tot camouflage van de beloning speelt een grote rol bij de toekenning van buitensporige beloning. Wanneer het mogelijk is om de hoogte van de beloning te verbergen of gerechtvaardigd te laten lijken, zal de kans op buitensporige beloning groter zijn. Dergelijke camouflage leidt tot beloningspakketten die niet doeltreffend zijn, en dit leidt tot managementbeslissingen die niet in het belang zijn van de aandeelhouders, met slechtere prestaties voor de onderneming als gevolg. Hieruit blijkt het belang van transparantie omtrent de beloning van de CEO. Enkel wanneer de beloning bekend is, kan buitensporige beloning tot reactie van het publiek en de aandeelhouders leiden (Bebchuk & Fried, 2003).

Om de beïnvloeding van het beloningspakket door de CEO tegen te gaan, werden de afgelopen jaren 'say-on-pay'-bepalingen in een aantal landen ingevoerd. Het gaat hierbij o.m. om het Verenigd Koninkrijk, Australië, België en Nederland. Deze bepalingen houden in dat de aandeelhouders een stem hebben in het bepalen van het beloningspakket van het management. Op deze manier kunnen buitensporige beloningspakketten beperkt worden. Deze bepalingen zijn niet bindend, maar ze zorgen voor morele druk bij de aandeelhouders om rekening te houden met de mening van de aandeelhouders (Geiler & Renneboog, 2011).

2.2 Stewardshiptheorie

De stewardshiptheorie vindt, in tegenstelling tot de agencytheorie, haar oorsprong in de sociologie en de psychologie. Volgens deze theorie zullen de spelers in een organisatie niet uit eigenbelang handelen op korte termijn, maar zien ze het belang in van het focussen op lange termijn. De stewardshiptheorie gaat ervan uit dat de langetermijnbelangen van de onderneming op de eerste plaats komen en niet de persoonlijke belangen (Hernandez, 2012).

Volgens de stewardshiptheorie worden managers niet gemotiveerd door individuele doelen, maar zijn ze 'stewards' (beheerders), die dezelfde belangen hebben als hun principalen (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997). Voor deze beheerders zullen acties die de hele organisatie ten goede komen, een hoger nut hebben dan acties puur uit eigenbelang. Dus zelfs wanneer de belangen van de beheerder en de principaal niet overeenkomen, zal de beheerder de doelen van de onderneming nastreven.

Volgens Davis et al. (1997) zorgt een 'steward' niet enkel voor de bescherming van de aandeelhouders, maar streeft hij tevens naar het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde door de prestaties van de onderneming te verbeteren. Zodoende maximaliseert de beheerder zijn nutsfunctie. Dit betekent niet dat de beheerders geen inkomen nodig hebben om te overleven. De beheerder realiseert zich dat een afweging tussen zijn persoonlijke noden en de doelen van de onderneming nuttig is en gelooft dat hij door te streven naar de doelen van de onderneming ook voldoet aan zijn persoonlijke noden. De beheerders zijn ervan overtuigd dat hun belangen overeenkomen met die van de onderneming en de aandeelhouders. De beloning, om te verzekeren dat de managers en de CEO zullen handelen in het belang van de organisatie, staat niet centraal. De essentie van de stewardshiptheorie is dat het gedrag van de managers op een lijn ligt met de belangen van de aandeelhouders.

Na deze bespreking van de agencytheorie en de stewardshiptheorie zal er gekeken worden naar de verschillende mechanismen die mogelijk zijn om de agent te controleren. Daaruit blijkt dat de agencytheorie toch het meest in aanmerking komt.

2.3 Onderscheid 'pay-for-performance' en 'performance-for-pay'

De beloning van de CEO kan enerzijds gezien worden als de afhankelijke variabele of de variabele die verklaard wordt. De 'pay-for-performance'-relatie beschouwt de beloning van de CEO als afhankelijke variabele. Anderzijds kan de beloning van de CEO beschouwd worden als de onafhankelijke variabele of de verklarende variabele. In dit geval spreekt men van de 'performance-for-pay'-relatie. (Finkelstein et al., 2009).

2.4 Controlemechanismen

De principaal-agent-theorie gaat ervan uit dat de CEO niet altijd in het belang van de aandeelhouders handelt (Duffhues & Kabir, 2008). Om de CEO hiertoe toch te motiveren bestaan er verschillende controlemechanismen: interne en externe.

2.4.1 Interne controlemechanismen

I. De raad van bestuur

Vennootschappen hebben een raad van bestuur. De raad van bestuur wordt verkozen door de aandeelhouders en kent als belangrijkste taken het aanwerven, ontslaan, controleren en belonen van het management. Hierbij wordt in principe gehandeld met het oog op het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde. De raad van bestuur bestaat uit uitvoerende bestuurders en niet-uitvoerende bestuurders. De uitvoerende bestuurders maken deel uit van het management, de niet-uitvoerende bestuurders (externen) niet. De raad van bestuur wordt in de theorie als een potentieel doeltreffend, deugdelijk bestuursmechanisme gezien (Hart, 1995; Denis & McConnell, 2003).

In de praktijk is er echter vaak onduidelijkheid over de doeltreffendheid van de raad van bestuur (Denis & McConnell, 2003). De verwachting dat de uitvoerende bestuurders zichzelf zullen controleren is niet realistisch, terwijl de effectiviteit van de niet-uitvoerende bestuurders in vraag kan worden gesteld omwille van een aantal redenen. Voor bestuurders die geen groot financieel belang in de onderneming hebben, heeft de verbetering van de prestaties van de onderneming weinig of geen impact op hun rijkdom. Het is ook mogelijk dat de niet-uitvoerende bestuurder zijn positie te danken heeft aan de CEO en zich dus loyaal tegenover hem zal gedragen. Ten slotte oefent de niet-uitvoerende bestuurder vaak nog andere functies uit. Hierdoor beschikt hij niet altijd de tijd heeft om de nodige informatie over het management te verzamelen of om zich grondig in de onderneming te verdiepen (Hart, 1995). Voor externe bestuurders die wel een groot financieel belang in de onderneming hebben, geldt dat er zich een conflict kan voordoen tussen de belangen van de referentieaandeelhouders en de andere aandeelhouders.

II. De eigendomsstructuur

De eigendomsstructuur van een onderneming geeft weer wie de aandeelhouders zijn en hoeveel aandelen in het bezit zijn van elke aandeelhouder (Denis & McConnell, 2003). Versnipperd aandeelhouderschap en geconcentreerd aandeelhouderschap zijn de twee uiterste vormen in de eigendomsstructuur van een onderneming. Versnipperd aandeelhouderschap betekent dat de aandelen verspreid zijn over een groot aantal aandeelhouders die een relatief beperkt aantal aandelen bezitten. Wanneer een klein aantal aandeelhouders in het bezit is van een relatief groot aantal aandelen, is het aandeelhouderschap geconcentreerd.

Wanneer het aandeelhouderschap sterk versnipperd is, hebben de aandeelhouders niet de neiging om veel inspanningen te leveren en geld te investeren om de CEO te controleren. Het 'free-rider'-probleem, waarbij de andere aandeelhouders mee profiteren van deze controle, vermindert de kans dat een aantal kleine aandeelhouders zal samenwerken om de acties van de CEO te controleren. De grote aandeelhouders hebben er wel alle belang bij om de CEO te controleren en deze aandeelhouders beschikken ook over de middelen om dit te doen. Toch is de aanwezigheid van grote aandeelhouders niet altijd positief voor de kleine aandeelhouders. Wanneer de grote aandeelhouders hun macht gebruiken om persoonlijke voordelen te bemachtigen die de andere aandeelhouders schaden, zal de aanwezigheid van deze aandeelhouders als negatief aangezien worden (Denis & McConnell, 2003). Een voorbeeld hiervan is een grote aandeelhouder die belooft het management met rust te laten, in ruil voor het kunnen verkopen van zijn aandelen met een premium (Hart, 1995).

III. Incentives

De incentives, gecreëerd door de samenstelling van het beloningspakket, vormen een derde intern controlemechanisme om de belangen van de CEO te doen overeenstemmen met die van de aandeelhouders (Canyon & Schwalbach, 2000). De belangrijkste incentives om dit te bewerkstelligen, zijn de bonus, aandelen en aandelenopties. Deze incentives komen uitgebreider aan bod in hoofdstuk 3.

2.4.2 Externe controlemechanismen

I. Proxy fights

Een 'proxy fight' wordt gevoerd door een dissidente aandeelhouder. Deze aandeelhouder stelt een lijst met kandidaten op om het bestuur te vervangen. Hij zal trachten zoveel mogelijk aandeelhouders ervan te overtuigen om voor deze kandidaten te stemmen in plaats van voor de kandidaten van het huidige management. De dissidente aandeelhouder kan ook proberen zoveel mogelijk volmachten van andere aandeelhouders te bemachtigen om zodoende meer dan 50 procent van de mandaten te kiezen. De 'proxy fight' is een mechanisme om de raad van bestuur te vervangen. De dissidente aandeelhouder hoopt dat de nieuwe raad van bestuur het management doeltreffend zal controleren (Ikenberry & Lakonishok, 1993). Wanneer een onderneming slecht

presteert of het management van de onderneming als niet-doeltreffend gezien wordt, zal de kans op een 'proxy fight' toenemen (Hancock & Mougoué, 1991; Hart, 1995).

Hart (1995) stelt dat dit mechanisme niet altijd even doeltreffend is in een onderneming met een versnipperd aandeelhouderschap. Een verklaring is het optreden van het 'free-rider'-probleem, dat reeds besproken werd bij de eigendomsstructuur als controlemechanisme. Hier draagt de dissidente aandeelhouder de kosten van de zoektocht naar het niet naar behoren functioneren van de onderneming en de kosten van de 'proxy fight'. De dissidente aandeelhouder moet op zoek gaan naar de gegevens van alle aandeelhouders om hen ervan te overtuigen voor zijn kandidaten te stemmen. Dit gaat gepaard met aanzienlijke kosten en inspanningen. Bovendien denken de aandeelhouders er vaak niet over na op wie ze zullen stemmen, omdat ze ervan uitgaan dat hun stem geen verschil maakt. Het blijkt dat deze aandeelhouders meestal op het huidige management stemmen. Tot slot laat de wet het management vaak toe om bedrijfsmiddelen te gebruiken om de kandidatenlijst te steunen. De combinatie van deze factoren zorgt ervoor dat er een grotere kans bestaat dat de kandidaten van het huidige management verkozen geraken.

II. De overnamemarkt

De dreiging van de overname van een onderneming zal groter zijn, naarmate het verschil tussen de huidige waarde van de onderneming en haar potentiële waarde groter is. In dat geval is het interessant voor externe partijen om de controle over de onderneming te verwerven. Deze dreiging zal ervoor zorgen dat de CEO de huidige waarde van de onderneming zo hoog mogelijk zal trachten te houden, zodat de onderneming minder gemakkelijk overgenomen kan worden en hij zijn functie als CEO van de onderneming behoudt. Wanneer een onderneming overgenomen wordt, gaat dit immers meestal gepaard met de vervanging van het topmanagement (Denis & McConnell, 2003).

De overnamemarkt kan ook een bedreiging vormen voor de aandeelhouders, wanneer de onderneming zelf andere ondernemingen wil overnemen. CEO's die ernaar streven een zo groot mogelijk imperium uit te bouwen, kunnen mogelijk bedrijfsmiddelen verspillen bij de overname van een ander bedrijf. Dit geldt behoort eigenlijk toe aan de aandeelhouders in de vorm van dividenden (Denis & McConnell, 2003).

De overnamemarkt is een sterker mechanisme dan de 'proxy fights' of de aanwezigheid van een grote aandeelhouder. De persoon die ervoor kiest een onderneming over te nemen, draagt alle kosten van deze overname. In de toekomst zullen alle winsten, in de vorm van de gestegen waarde van zijn aandelen, volledig deze persoon toekomen. In het geval van een 'proxy fight' zal slechts een klein gedeelte van de gestegen prestaties van de onderneming naar de dissidente aandeelhouder gaan, ook al draagt hij alle kosten (Hart, 1995).

Hart (1995) stelt dat de overname minder winstgevend kan zijn als hierboven vermeld. De kleine aandeelhouders, die hopen ook mee te kunnen profiteren van de toekomstige waardeverhoging van de onderneming, beslissen mogelijk om hun aandelen enkel tegen een hogere prijs te verkopen aan de overnemer. Op deze manier kan een deel van de winst of zelfs alle winst van de overnemer tenietgedaan worden. Wanneer de overnemer te maken krijgt met andere overnemers die de

onderneming wensen over te nemen, kan er een opbodoorlog ontstaan. Dit zal de prijs de hoogte injagen. Ook het management, dat zijn functie niet wil verliezen, zal de waarde van de onderneming trachten te verhogen.

III. Wettelijk systeem

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer en Vishny (1998) stellen dat het wettelijk systeem een belangrijk 'corporate governance'-systeem is. Hoe corporate governance evolueert in een bepaald land, hangt af van de mate waarin de wet de investeerders beschermt.

Ter aanvulling van het wettelijk systeem is er ook een systeem van corporate governance ontwikkeld, dat de ondernemingen al dan niet vrijwillig toepassen en dat meestal op een 'comply or explain' (pas toe of leg uit)-basis gebruikt wordt: de aanbevelingen van het corporate governance-systeem moeten opgevolgd worden, tenzij er gegronde redenen zijn om ervan af te wijken, wat dan wordt uitgelegd. De wettelijke regels en het 'corporate governance'-systeem voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen, en meer specifiek op het vlak van de beloning van het management, worden toegelicht in punt 2.5.

IV. De kapitaalmarkt of financiële structuur

Een laatste belangrijk controlemechanisme is de financiële structuur van de onderneming. De keuze voor een bepaalde manier van schuldfinanciering werkt als controlemechanisme voor het bedrijf. Wanneer een onderneming schulden aangaat, wordt het management beperkt in de aanwending van de bedrijfsmiddelen. Het aangaan van schulden zal enkel als een doeltreffend controlemechanisme werken, als het niet-terugbetalen van de schuld gepaard gaat met een faillissement of een andere straf (Hart, 1995).

2.5 Wettelijke bepalingen en Corporate Governance

Denis en McConnell (2003) definiëren 'corporate governance' als een verzameling mechanismen die ervoor moeten zorgen dat egocentrische leidinggevendenden beslissingen nemen die de waarde van de onderneming maximaliseren ten voordele van de aandeelhouders.

Shleifer en Vishny (1997) definiëren corporate governance als de manier waarop de kapitaalverstrekkers van de onderneming zichzelf ervan verzekeren een opbrengst te halen uit hun investering.

Het verbeteren van de 'corporate governance'-standaarden overal ter wereld is het gevolg van de toenemende bezorgdheid over de kwaliteit van de financiële rapportering en de controversie omtrent de beloningspakketten van managers en CEO's. De openbaarmaking van de managementbeloning is een belangrijk onderdeel van een corporate governance code. (Geiler & Renneboog, 2011).

Een onderneming wordt geleid door de CEO en gecontroleerd door de raad van bestuur. De raad van bestuur controleert de onderneming namens de aandeelhouders. Deze bestuursvorm zorgt

voor de scheiding tussen het beslissingsmanagement, de beslissingscontrole en de investering. Het beslissingsmanagement is in handen van de CEO en de andere managers, de beslissingscontrole is in handen van de raad van bestuur en de investering gebeurt door de aandeelhouders, die eveneens het risico dragen (Fama & Jensen, 1983, in Acharya, Myers, & Rajan, 2011).

'Corporate governance' of deugdelijk bestuur wordt gekenmerkt door een verzameling mechanismen die de investeerders beschermen tegen acties die de waarde van hun claim zouden kunnen verminderen. Deze mechanismen kunnen ingedeeld worden in twee categorieën, namelijk interne en externe mechanismen. De interne mechanismen zijn de eigendomsstructuur, de samenstelling van de raad van bestuur, de tijdige en correcte onthulling van de relevante informatie (Boubakri et al, 2005, in Huyghebaert & Wang, 2012; Weir, 2002). Externe mechanismen voor deugdelijk bestuur zijn 'proxy fights', de overnamemarkt, het wettelijk systeem en de kapitaalmarkt. Deze mechanismen werden reeds besproken in het gedeelte over de agencytheorie.

2.5.1 Internationale corporate governance

Internationaal gezien kunnen de verschillende 'corporate governance'-systemen in vier typen opgedeeld worden volgens Weimer en Pape (1999). Deze vier typen zijn het Angelsaksische systeem, het Germaanse systeem, het Latijnse systeem en het Japanse systeem. Deze vier systemen onderscheiden zich op basis van een aantal eigenschappen, zoals de werking van de raad van bestuur, de eigendomsstructuur, het belang van de aandelenmarkt, de aan- of afwezigheid van een overnamemarkt, de mate waarin de managementbeloning afhangt van de bedrijfsprestaties en de tijdschhorizon van de economische relaties. In deze thesis wordt de nadruk gelegd op het Angelsaksische systeem en het Latijnse systeem. Het Angelsaksische systeem bestaat in onder meer het Verenigd Koninkrijk, de Verenigde Staten, Canada en Australië. Frankrijk, Italië, Spanje en België maken deel uitmaken van het Latijnse systeem.

De twee systemen kunnen opgedeeld worden in een marktgeoriënteerd en een netwerkgeoriënteerd systeem. Het Angelsaksische systeem is een marktgeoriënteerd systeem. Een marktgeoriënteerd systeem wordt gekenmerkt door het grote aantal investeerders voor het financieren van de onderneming en de belangrijke rol van de overnamemarkt. Het Latijnse systeem is een netwerkgeoriënteerd systeem. Hierin neemt de bank het grootste deel van de financiering voor zijn rekening en speelt de overnamemarkt een veel kleinere rol (Weimer & Pape, 1999; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

Het Latijnse systeem en bijgevolg ook het Belgische worden gekenmerkt door een raad van bestuur die een vrij grote invloed heeft, het ontbreken van een actieve overnamemarkt, het belang van familiecontrole, een hoge eigendomsconcentratie, de kleine rol die de aandelenmarkt speelt, minder prestatiegerelateerde beloning en het aanmoedigen van langetermijnrelaties (Weimer & Pape, 1999).

	Markt-georiënteerd	Netwerk-georiënteerd
	Angelsaksisch	Latijns
Concept van de onderneming	Aandeelhouders georiënteerd	Institutioneel
Systeem van de raad van bestuur	One-tier	One-tier of two-tier Meestal one-tier
Belangrijkste stakeholder	Aandeelhouders	Financiële holdings, overheid, familie
Belang van de aandelenmarkt	Hoog	Gemiddeld
Actieve overnamemarkt	Ja	Nee
Eigendomsconcentratie	Laag	Hoog
Mate van prestatiebeloning	Hoog	Gemiddeld
Tijdshorizon van de economische relaties	Korte termijn	Lange termijn

Figuur 2.1: Eigenschappen Angelsaksisch en Latijns systeem

Bron: La Porta et al, 2000

2.5.2 Belgische wetgeving

De belangrijkste Belgische wetgeving over de beloning van de CEO is de wet van 6 april 2010. Deze wet staat ook gekend als de wet tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector.

Vennootschappen waarvan de aandelen verhandeld worden op de beurs dienen een verklaring inzake deugdelijk bestuur in hun jaarverslag op te nemen. Deze verklaring bevat informatie over de toepassing van de code inzake deugdelijk bestuur, zoals: op welke code de vennootschap zich baseert, van welke delen van de code de onderneming afwijkt en de reden waarom. Daarnaast moet ze een beschrijving bevatten van de belangrijkste kenmerken van de interne controle- en risicobeheerssystemen van de vennootschap, in verband met het proces van financiële verslaggeving. Ook de samenstelling en de werking van de bestuursorganen en hun comités mogen niet ontbreken. De verklaring inzake deugdelijk bestuur dient tevens een remuneratieverslag te bevatten.

Het remuneratieverslag moet minstens volgende informatie betreffende de CEO bevatten:

- ❖ de tijdens het boekjaar gehanteerde procedure om een remuneratiebeleid te ontwikkelen voor de CEO;
- ❖ het tijdens het boekjaar gehanteerde remuneratiebeleid, bestaande uit de volgende gegevens:

- de principes waarop de remuneratie was gebaseerd, met aanduiding van de relatie tussen remuneratie en prestaties;
 - het relatieve belang van de verschillende componenten van de vergoeding;
 - de kenmerken van de prestatiepremies in aandelen, opties of andere rechten om aandelen te verwerven;
 - informatie over het remuneratiebeleid voor de komende twee boekjaren.
- ❖ het bedrag van de remuneratie en andere voordelen die rechtstreeks of onrechtstreeks aan de CEO werden toegekend. Deze informatie moet worden verstrekt met een uitsplitsing tussen:
- het basissalaris;
 - de variabele remuneratie: alle bijkomende bezoldigingen, die gekoppeld zijn aan prestatiecriteria, met aanduiding van de vorm waarin deze variabele remuneratie werd betaald;
 - het pensioen: de bedragen die zijn betaald gedurende het door het jaarverslag behandelde boekjaar of de kosten van de diensten die zijn verleend gedurende het door het jaarverslag behandelde boekjaar, naargelang van het type pensioenplan, met een verklaring van de toepasselijke pensioenregeling;
 - de overige componenten van de remuneratie, zoals de kosten of waarde van verzekeringen en andere voordelen in natura, met een toelichting van de bijzonderheden van de belangrijkste onderdelen;
- ❖ het aantal en de belangrijkste kenmerken van de aandelen, aandelenopties of alle andere rechten om aandelen te verwerven, toegekend, uitgeoefend of vervallen in de loop van het door het jaarverslag behandelde boekjaar op individuele basis;
- ❖ op individuele basis de bepalingen omtrent de vertrekvergoedingen;
- ❖ de mate waarin ten gunste van de vennootschap voorzien is in een terugvorderingsrecht van de variabele remuneratie die wordt toegekend op basis van onjuiste financiële gegevens.

De wet van 6 april 2010 verplicht beursgenoteerde bedrijven om een remuneratiecomité op te richten binnen de raad van bestuur. Het remuneratiecomité moet bestaan uit niet-uitvoerende leden van de raad van bestuur en uit een meerderheid van onafhankelijke bestuurders. De voorzitter van de raad van bestuur of een ander niet-uitvoerend bestuurder zit dit comité voor. Het remuneratiecomité heeft de volgende taken:

- ❖ voorstellen doen aan de raad van bestuur over het remuneratiebeleid;
- ❖ voorstellen doen over de individuele remuneratie;
- ❖ het remuneratieverslag voorbereiden en dit verslag toelichten op de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders;
- ❖ het remuneratiecomité dient minstens tweemaal per jaar samen te komen en brengt geregeld verslag uit aan de raad van bestuur over de uitoefening van zijn taken.

Artikel 526quater van het Wetboek van Vennootschappen stelt dat vennootschappen die op geconsolideerde basis aan ten minste twee van de volgende drie criteria voldoen:

- a) gemiddeld aantal werknemers gedurende het betrokken boekjaar van minder dan 250 personen,
- b) balanstotaal van minder dan of gelijk aan 43.000.000 euro,
- c) jaarlijks netto-omzet van minder dan of gelijk aan 50.000.000 euro,

niet verplicht zijn om een remuneratiecomité op te richten binnen hun raad van bestuur. In dat geval moeten de aan het remuneratiecomité toegewezen taken worden uitgevoerd door de raad van bestuur als geheel.

Indien er een vertrekvergoeding voorzien is van meer dan 12 maanden loon of, op gemotiveerd advies van het remuneratiecomité, van meer dan 18 maanden loon, moet die afwijkende bepaling over de vertrekvergoeding vooraf worden goedgekeurd door de eerstvolgende gewone algemene vergadering. Elk hiermee strijdig begin is van rechtswege nietig.

Ten minste een vierde van de variabele remuneratie van een uitvoerend bestuurder moet gebaseerd zijn op vooraf vastgelegde en objectief meetbare prestatiecriteria over een periode van minstens twee jaar, en ten minste een ander vierde dient gebaseerd te zijn op vooraf vastgelegde en objectief meetbare prestatiecriteria over een periode van minstens drie jaar.

2.5.3 Corporate Governance Code 2009

De Belgische Corporate Governance Code is opgebouwd rond principes, bepalingen, richtlijnen en de 'pas toe of leg uit'-benadering ('comply or explain') met als doel de verwezenlijking van betere corporate governance.

De herziene Code 2009 kent een aantal wijzigingen ten opzichte van die van 2004. Vanaf nu vraagt de Code transparantie betreffende de remuneratie en de vertrekvergoedingen, zowel naar de aandeelhouders als de buitenwereld toe. De Verklaring inzake Corporate Governance bevat het remuneratieverslag, informatie over het 'corporate governance'-beleid, een beschrijving van de samenstelling en werking van de raad van bestuur en de belangrijkste kenmerken van de interne controle- en risicobeheerssystemen. De functie van voorzitter van de raad van bestuur en de functie van CEO mogen niet door dezelfde persoon uitgeoefend worden. Ten slotte wordt de rol van de raad van bestuur benadrukt.

De Corporate Governance Code 2009 definieert corporate governance als volgt:

"Corporate governance omvat een reeks regels en gedragingen die bepalen hoe vennootschappen worden bestuurd en gecontroleerd. Een goed 'corporate governance'-model zal zijn doel bereiken door het juiste evenwicht te vinden tussen leiderschap, ondernemerschap en prestatie enerzijds, alsook controle en conformiteit met deze regels anderzijds".

De Code bestaat uit negen principes, waarvan het zevende principe omtrent de vergoeding van de CEO het belangrijkste is voor deze eindverhandeling. Dit principe luidt als volgt:

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

De bepalingen geven verdere toelichting over hoe de principes toegepast dienen te worden. Ten slotte worden de bepalingen aangevuld door richtlijnen, die helpen bij de toepassing of de interpretatie van de bepalingen van de Code. De Belgische bedrijven zullen vanaf het jaarverslag van het jaar 2010 deze bepalingen moeten volgen.

De onderneming wordt geleid door een raad van bestuur, die beslist over de waarden en de strategie van de vennootschap, over haar bereidheid om risico's te nemen en over de belangrijkste beleidslijnen. De raad van bestuur zal ook toezicht uitoefenen op het management van de onderneming. Dit gebeurt onder andere door het beoordelen van de prestaties van het management en het nemen van maatregelen om de integriteit en het tijdig openbaar maken van de jaarrekeningen te waarborgen. De raad van bestuur moet groot genoeg zijn, zodat er voldoende ervaring en kennis aanwezig is, maar mag tevens niet te groot zijn, zodat besluiten efficiënt genomen worden. Geen van de bestuurders mag een te grote beslissingsbevoegdheid hebben. Een volgende vereiste is dat minstens de helft van de raad van bestuur uit niet-uitvoerende bestuurders bestaat. Met een niet-uitvoerende bestuurder wordt een lid van de raad van bestuur bedoeld die geen uitvoerende taken vervult binnen de onderneming. Daarnaast dienen minstens drie van hen onafhankelijk te zijn. De voorwaarden om als onafhankelijke bestuurder beschouwd te worden, worden gegeven in artikel 526ter van het Wetboek van Vennootschappen.

De remuneratie moet voldoende zijn om de bestuurders en het management aan te trekken, te motiveren en te behouden. Elk jaarverslag van een beursgenoteerde onderneming zal een sectie bevatten die uitweidt over de remuneratie. Het remuneratieverslag bevat zowel informatie over de ontwikkeling van een remuneratiebeleid als de vaststelling van het remuneratieniveau voor de niet-uitvoerende bestuurders en de leden van het uitvoerend management. Daarnaast bevat het ook een verklaring over het gehanteerde remuneratiebeleid voor de leden van het uitvoerend management. Niemand mag de macht hebben om over zijn eigen remuneratie te beslissen.

Prestatiegebonden remuneratie, in de vorm van bonussen, aandelengerelateerde beloning, voordelen in natura of pensioenplannen, mag niet toegekend worden aan niet-uitvoerende bestuurders. De structuur van de remuneratie van het uitvoerend management wordt zodanig opgesteld, dat er een gedeelte van het remuneratiepakket gekoppeld wordt aan de individuele prestaties en de prestaties van het bedrijf. Wanneer een lid van het uitvoerend management ook lid is van de raad van bestuur, moet het bedrag van deze remuneratie ook vermeld worden in het remuneratieverslag. Het toekennen van bonussen aan de leden van het uitvoerend management wordt gemotiveerd in het remuneratieverslag. Indien leden van het uitvoerend management vergoed worden in de vorm van aandelen, aandelenopties of elk ander recht om aandelen te verwerven, dient dit vooraf door de aandeelhouders goedgekeurd te worden op de algemene vergadering. Een richtlijn omtrent de verwerving van aandelen luidt als volgt:

"In principe worden tijdens de eerstvolgende drie jaar na de toekenning ervan toegekende aandelen niet als verworven beschouwd en opties niet uitgeoefend."

In het remuneratieverslag, opgenomen in de jaarrekening wordt de vergoeding van de CEO als volgt weergegeven:

- het basissalaris,
- de variabele beloning,
- het pensioen,
- de overige componenten van de remuneratie, zoals de kosten of waarde van verzekeringen en voordelen in natura.

De vertrekvergoeding van een CEO bij een vervroegde beëindiging van het contract mag niet meer bedragen dan 12 maanden basis- en variabele remuneratie. Dit geldt voor alle contracten afgesloten na 1 juli 2009. Uitzonderlijk en op advies van het remuneratiecomité kan de raad van bestuur een hogere vertrekvergoeding toekennen tot maximaal 18 maanden basis- en variabele remuneratie. De toekenning van deze hogere vertrekvergoeding moet verantwoord worden in het remuneratieverslag (Belgische Corporate Governance Code 2009).

De Corporate Governance Code 2009 is 'soft law', wat wil zeggen dat de ondernemingen niet verplicht zijn deze aanbevelingen toe te passen. De wet van 6 april 2010 zorgt ervoor dat een aantal van deze aanbevelingen in de wet omgezet worden en vanaf dan verplicht zijn. Het gaat hierbij onder andere om het publiceren in het jaarverslag van een verklaring inzake deugdelijk bestuur en het opnemen van een remuneratieverslag in de verklaring inzake deugdelijk bestuur (Corporate Governance).

2.5.4 Toepassing van corporate governance in België

Grant Thornton heeft een onderzoek gedaan naar de toepassing van de 'corporate governance'-wetgeving door beursgenoteerde bedrijven in België (Corporate Governance Review, 2010). Uit dit onderzoek blijkt dat er een opmerkelijke verbetering heeft plaatsgevonden in het bestuur en de rapportering de afgelopen jaren. Voor de Corporate Governance Code van 2004 hadden bedrijven vaak geen auditcomité, waren er meer uitvoerende dan niet-uitvoerende bestuurders en was de voorzitter van de raad van bestuur meestal ook de CEO van de onderneming.

Alle bedrijven die verhandeld worden op de Euronext Brussel, dienen een remuneratierapport op te nemen in hun Corporate Governance Verklaring. Deze verplichting wordt opgelegd door de Corporate Governance Code 2009. Vanaf de jaarverslagen 2011 zullen bedrijven hier niet meer van mogen afwijken. Voor de jaarverslagen 2010 voldoen 86 procent van de ondernemingen aan de vereiste van het remuneratierapport. Het remuneratierapport dient ook het remuneratiebeleid op te nemen en de principes waarop dit gebaseerd is. De verplichting van het opnemen van informatie over het beloningsbeleid voor de volgende twee jaar wordt slechts door 75 procent van de ondernemingen toegepast. Het remuneratierapport moet de beloning en de andere voordelen toegekend aan de niet-uitvoerende bestuurders, vrijgeven. Dit dient te gebeuren op individuele basis. De beloning van de CEO wordt opgesplitst in de basisbeloning, de variabele beloning verbonden aan de prestatiecriteria, de pensioenvoordelen en de andere componenten van de beloning. Hieraan voldeden 69 procent van de ondernemingen.

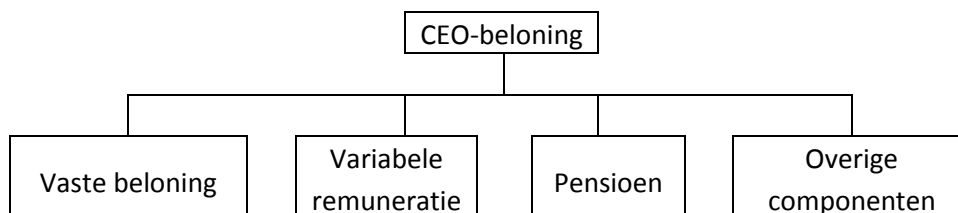
2.5.5 De Belgische beurs

De beursgenoteerde ondernemingen in België worden opgedeeld in drie indexen, namelijk de Bel20, de BelMid en de BelSmall. Het ontbreken van een beurscultuur in België vertaalt zich naar een klein aantal ondernemingen dat beursgenoteerd is. In september 2012 noteert de beurs van Brussel 121 bedrijven. Zes daarvan kondigden in 2012 hun exit aan. Dit zal het totaal terugbrengen naar 115 genoteerde bedrijven. Steeds meer bedrijven zien de verplichtingen die gepaard gaan met een notering op de beurs als een last. De transparantieverplichting geeft de concurrentie de mogelijkheid om over gevoelige informatie van de onderneming te beschikken. Die transparantie is verteerbaar, wanneer men als bedrijf ook voordelen kan halen uit de beursnotering. Een voorbeeld hiervan is de toegang tot bijkomende financiering voor een overname (De Standaard, 2012, 13 en 14 oktober).

Hoofdstuk 3: Beloning van de CEO

3.1 Beloningscomponenten

In deze eindverhandeling zal de CEO-beloning opgesplitst worden, zoals de wet van 6 april 2010 dat voorschrijft. De beloning van de CEO wordt opgesplitst in vier grote componenten, namelijk: het basissalaris, de variabele remuneratie, het pensioen en de overige componenten van de remuneratie. Onderstaande figuur illustreert deze globale indeling.



Figuur 3.1: Componenten beloningspakket CEO

De variabel remuneratie zal opgesplitst worden in de variabele beloning op korte en op lange termijn. De overige componenten wordt opgesplitst in de andere voordelen en de beloning als lid van de raad van bestuur.

3.1.1 Kortetermijnbeloning

De kortetermijnbeloning bestaat uit het vast salaris en de bonus.

I. Vast salaris

Het vast salaris maakt deel uit van de vaste beloning van de CEO. Het remuneratiecomité bepaalt de hoogte van het vast salaris. Deze beloning wordt gebaseerd op de inspanningen, de taken, de verantwoordelijkheden, de anciënniteit, de ervaring van de CEO en het salaris verdiend door andere CEO's in dezelfde bedrijfstak. Het vast salaris maakt een steeds kleiner deel uit van de totale beloning (Canyon & Murphy, 2000).

II. Bonus

De jaarlijkse bonus is meestal gebaseerd op de prestaties van het voorbije jaar en maakt deel uit van de variabele beloning (Murphy, 1999). De behaalde prestaties kunnen bepaald worden aan de hand van verschillende criteria. De meest gebruikte criteria zijn: de verkoop, de opbrengsten, de winst per aandeel en de kasstromen. De meeste ondernemingen maken gebruik van 2 of meer criteria (Towers Watson, 2010).

De bonus zorgt voor een koppeling tussen de beloning en de prestaties. Naarmate de CEO meer doelstellingen behaalt, zal deze beloning hoger zijn. Mogelijke nadelen van de bonus zijn dat de CEO enkel naar kortetermijnwinsten zal streven en de prestatiecriteria zal beïnvloeden.

3.1.2 Langetermijnbeloning

De langetermijnbeloning bestaat uit componenten die ervoor moeten zorgen dat de CEO aandacht heeft voor de langetermijnprestaties van het bedrijf. Aandelen, aandelenopties en 'long term incentives plans' moeten daarvoor zorgen (Geiler & Renneboog, 2011).

I. Aandelenopties

Aandelenopties worden in de meeste grote bedrijven een keer per jaar aan de CEO toegekend. Deze toekenning gebeurt door het remuneratiecomité. De remuneratiecomités kunnen het moment kiezen waarop de aandelenopties toegekend worden en ze beslissen eveneens over het aantal toegekende opties. Het moment van toekenning en het aantal verschillen van bedrijf tot bedrijf en veranderen door de jaren heen (Yermack, 1997).

Een optie geeft recht om op het einde van de uitoefenperiode een aandeel te kopen tegen een vooraf vastgestelde koers. De optiepremie is de prijs die betaald dient te worden voor de verwerving van dat recht. De CEO zal de optie enkel uitoefenen, wanneer de koers van het aandeel op de aandelenmarkt hoger is dan de uitoefenprijs. Wanneer koers lager is, kan de CEO het aandeel goedkoper op de markt kopen en is de optie dus waardeloos (Mercken, 2004). De opties moeten de CEO aanmoedigen om risicovollere investeringen te doen, die de aandeelhouderswaarde zullen verhogen (Geiler & Renneboog, 2011).

In de USA maken aandelenopties al sinds lang deel uit van het beloningspakket van de CEO, maar het is pas vanaf de jaren negentig dat de proportie aandelenopties in het beloningspakket stijgt (Frydman & Saks, 2010). De bedoeling van de aandelenopties is om de CEO aan te moedigen meer risico's te nemen, die zullen leiden tot een hogere waarde voor de onderneming. De uitgave van de opties gebeurt doorgaans 'at-the-money', wat wil zeggen dat de uitoefenprijs gelijk is aan de huidige marktprijs. De opties kennen meestal een vervaltijd van 10 jaar en deze kan gewoonlijk na 3 jaar uitgeoefend worden. Een CEO-beloningspakket dat voor een groot deel uit aandelenopties bestaat, zorgt voor een sterke relatie tussen de beloning van de CEO en de prestaties van de onderneming. Een stijging in de aandelenprijs verhoogt de waarde van een optie die 'in-the-money' is. Een optie 'in-the-money' heeft een uitoefenprijs die lager is dan de huidige marktprijs. Dit betekent dat het goedkoper is om het aandeel te kopen door het uitoefenen van de optie dan om het aandeel rechtstreeks op de markt te kopen.

De toekenning van aandelenopties gaat gepaard met twee grote voordelen. De belangen van de aandeelhouders en de CEO worden verenigd en het motiveert de CEO op langere termijn. Er zijn echter ook een aantal nadelen verbonden aan de toekenning van opties. Een eerste nadeel is dat de uitgifte van een groot aantal opties kan leiden tot verwatering. Dat CEO's, in het bezit van aandelenopties, mogelijk risicovollere investeringen doen om zodoende de waarde van de opties te verhogen, is een tweede nadeel. Jensen en Murphy (1990, in Geiler & Renneboog, 2011) suggereren dat het toekennen van opties de CEO's enkel zal motiveren om aandeelhouderswaarde te creëren, wanneer deze toekenning verbonden is aan het behalen van bepaalde prestaties. Een derde nadeel is dat de opties een CEO aanmoedigen te kiezen voor niet-efficiënte projecten om de

aandelenprijs op korte termijn te verhogen. Tenslotte wordt de CEO, in het bezit van opties, enkel beloond wanneer de aandelenprijs stijgt en niet wanneer de totale opbrengst voor de aandeelhouders gemaximaliseerd wordt. De totale opbrengst van de aandeelhouders houdt immers rekening met de uitkering van dividenden (Geiler & Renneboog, 2011).

De waardering van opties kan op een aantal manieren gebeuren. De meest gebruikte methode is het Black-Scholes-model. Een andere manier om aandelenopties te waarderen is door het berekenen van 25 procent van de uitoefenprijs (Finkelstein & Boyd, 1998).

Het Black-Scholes-model maakt gebruik van volgende formule om de waarde van de aandelenopties te bepalen (Conyon, 2006):

$$c = Se^{-qt}N(d_1) - Xe^{-rt}N(d_2)$$

met $d_1 = (\ln(S/x) + (r-q+\sigma^2/2)t)/\sigma\sqrt{t}$

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

S = aandelenprijs

X = uitoefenprijs

t = looptijd

R = risicovrije rente

q = dividend 'yield'

σ = volatiliteit van de opbrengsten

Deze formule waardeert voor de onderneming de economische kost van het toekennen van de aandelenopties. Het is de opportuniteitskost van het niet-verkopen van de optie bijvoorbeeld op de beurs. Een nadeel van deze waardering is dat ze in de realiteit niet zal kloppen, omdat de CEO de optie lager zal waarderen. Deze lagere waardering is het gevolg van het feit dat de CEO risico-avers is en een niet-gediversifieerde aandelenportefeuille bezit. Het verschil in waardering is de premie die een onderneming moet betalen, zodat de CEO de opties aanvaardt die meer risico inhouden dan cashbeloning. De onderneming wil natuurlijk dat de prestaties van de CEO hoger zijn dan de premie (Conyon, 2006).

Geiler en Renneboog (2011) benadrukken dat het Black-Scholes-model nog drie andere beperkingen kent. Het model veronderstelt dat de opties enkel op de afloopdatum uitgeoefend kunnen worden. Daarnaast veronderstelt het geen beperkingen op 'short-selling', terwijl dit in de praktijk dikwijls niet toegelaten wordt. Ten slotte moet de CEO afstand doen van de opties die hij bezit, wanneer hij de onderneming verlaat. Deze drie beperkingen van het model zorgen ervoor dat de kosten verbonden aan de toekenning van de opties, eigenlijk lager liggen. Dit betekent dat het Black-Scholes-model de waarde van de opties overschat.

De moeilijkheid bij het waarderen van de optiebeloning van de CEO is dat vaak niet alle elementen bekend zijn om de waarde van de opties via het Black-Scholes-model te bepalen. Een veel eenvoudigere en toch betrouwbare methode is het waarderen van de aandelenopties aan 25

procent van de uitoefenprijs op het moment van de toekenning (Lambert, Larcker, & Weigelt, 1993; Baeten, 2012).

II. Aandelen

Door het toekennen van aandelen aan een CEO wordt hij voor een stuk mede-eigenaar van de onderneming. Op deze manier kan een onderneming de belangen van de CEO en de aandeelhouders iets dichterbij elkaar brengen. 'Restricted'-aandelen zijn aandelen die pas overgedragen kunnen worden, wanneer aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan. Deze voorwaarden kunnen slaan op het verstrijken van een bepaalde tijd of op prestatiedoelen. Wanneer het verwerven van de aandelen niet gebaseerd is op de prestaties, worden deze meestal na drie à vijf jaar verworven (Geiler & Renneboog, 2011).

3.1.3 Andere voordelen

Het beloningspakket van een CEO kan nog uit een aantal andere voordelen bestaan. Pensioenvoordelen kunnen aan de CEO toegekend worden als extra voordeel. De toekenning van deze pensioenvoordelen is meestal gebaseerd op de prestaties van de onderneming of de ambtstermijn van de CEO. Andere voordelen die een CEO kan ontvangen, zijn ontslagvergoedingen of gouden parachutes, vergoedingen wanneer de CEO van locatie dient te veranderen en een bonus wanneer de CEO zijn contract tekent (Geiler & Renneboog, 2011). Uit een analyse van de jaarverslagen van de beursgenoteerde bedrijven in België blijkt dat de andere voordelen van de CEO veel verschillende vormen kunnen aannemen. Binnen de Bel20 zijn een huisvestingstoelage, een groepsverzekering, een hospitalisatieverzekering, een bedrijfswagen en representatiekosten de meest voorkomende andere voordelen.

3.2 Pay-for-performance

Pay-for-performance betekent dat de beloning van de CEO afhangt van de prestaties van de onderneming. Wanneer de onderneming goed presteert, zal de CEO een hogere beloning ontvangen. Het belonen naargelang de prestaties gaat gepaard met onzekerheid over de vergoeding die de CEO zal ontvangen.

De mate waarin de beloningsstructuur de CEO-beloning en de bedrijfswaarde verbindt, kan op verschillende manieren gemeten worden. Zo geven Geiler & Renneboog (2011) vier maatstaven aan:

- (1) de procentuele verandering van de beloning als gevolg van een verandering in de waarde van de onderneming van één procent. Deze maatstaf staat bekend als de elasticiteit van de beloning;
- (2) de dollarverandering in de rijkdom van de CEO per dollarverandering in de ondernemingswaarde. Dit wordt de Jensen-Murphy-statistiek genoemd;

(3) de dollarverandering in de rijkdom van de CEO als gevolg van een verandering in de ondernemingswaarde van één procent. Deze methode is de 'equity at stake' of het vermogen van de CEO dat op het spel staat;

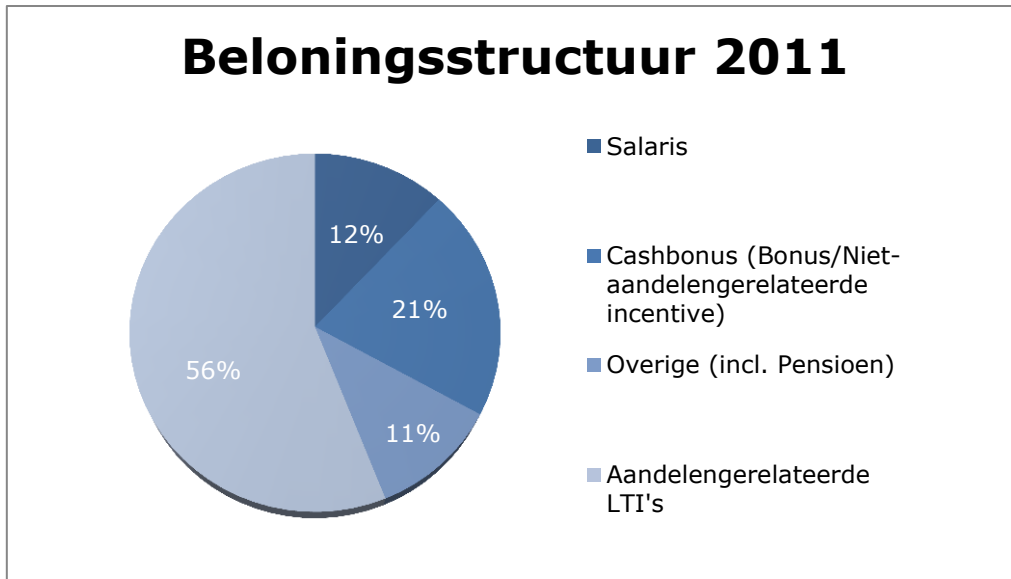
(4) de dollarverandering van de beloning als gevolg van een stijging van 1000 dollar in bedrijfsprestaties, gemeten door de aandeelhoudersopbrengsten.

Jensen en Murphy (1990) onderzochten de 'pay-performance'-sensitiviteit in de Verenigde Staten. In dit onderzoek werd de 'pay-performance'-sensitiviteit gemeten als de verandering in de rijkdom van de CEO (t+1) uitgedrukt in dollar, als gevolg van een verandering van de rijkdom van de aandeelhouders (t) uitgedrukt in dollar. De 'pay-performance'-sensitiviteit voor het vast salaris en de bonus in de Verenigde Staten bedroeg 1,35 cent per 1000\$ stijging in aandeelhouderswaarde (Jensen en Murphy, 1990).

De 'pay-performance'-sensitiviteit van de totale beloning lag in kleine bedrijven beduidend hoger (8.05\$ per 1000\$ verandering in aandeelhouderswaarde) dan in grote bedrijven (1.85\$ per 1000\$ verandering in aandeelhouderswaarde). De beloning van de CEO veranderde gemiddeld met 3.25\$, wanneer de aandeelhouderswaarde steeg met 1000\$. De 'pay-performance'-sensitiviteit gevonden door Jensen en Murphy (1990), was significant, maar zeer klein. Het onderzoek maakte gebruik van beloningsgegevens uit de periode 1969 tot en met 1983, wat - zoals Lilling (2006) aangeeft - een enorme toename in de toekenning van aandelenopties voorafging.

Tussen 1980 en 1994 steeg de beloning gemiddeld met 209 procent in de Verenigde Staten. Het grootste gedeelte van deze stijging was te wijten aan de toename in de toegekende aandelenopties. Hall en Liebman (1998) geven twee mogelijke verklaringen voor deze toename. Een eerste verklaring wordt gevonden in de wens van de raad van bestuur om de beloning en de prestaties sterker te verbinden. Deze wens is het gevolg van de bevindingen van onderzoekers dat de prestaties van de onderneming op die manier verhoogd kunnen worden. Een tweede verklaring voor de toename in de toekenning van aandelenopties is dat de raad van bestuur de beloning van de CEO wil laten toenemen. De strijd om de meest getalenteerde CEO's of de loyaliteit van de raad van bestuur aan de CEO verklaart de stijging. Hall en Liebman (1998) vinden een sterk verband tussen de prestaties van de onderneming en de beloning van de CEO. Dit sterk verband is grotendeels het gevolg van de toename in de proportie aandelenopties in de bezoldiging van de CEO.

In 2011 zag de beloningsstructuur van een CEO van een S&P 1500-bedrijf in de Verenigde Staten er als volgt uit: vast salaris (12%), cashbonus (21%), overige componenten (11%) en aandelengerelateerde long term incentive plans (56%). De aandelengerelateerde long term incentive plans maken het grootste gedeelte uit van de CEO-beloning en bestaan meestal uit aandelenopties, 'restricted'-aandelen en prestatie-aandelen. De uitoefening gebeurt over een periode van drie of meer jaren. Sinds 2000 is het gebruik van de prestatiegerelateerde beloning enorm toegenomen (Ferracone & Zwingli, 2012).



Figuur 3.2: CEO-beloningsstructuur Verenigde Staten in 2011

Ozkan (2011) heeft onderzoek gedaan naar het verband tussen de beloning van de CEO en de bedrijfsprestaties in het Verenigd Koninkrijk en dit voor de periode 1999 tot en met 2005. In dit onderzoek wordt rekening gehouden met zowel de cashbeloning (salaris en bonus) als de aandelengerelateerde beloning (aandelenopties en long term incentives plans). De gevonden 'pay-performance'-sensitiviteit voor de cashbeloning bedraagt 0,075. Dit betekent dat wanneer de aandeelhouderswaarde stijgt met 10 procent, de cashbeloning van de CEO met 0,75 procent zal stijgen. Eerdere onderzoeken in het Verenigd Koninkrijk vinden een zwak verband tussen de beloning van de CEO en de prestaties van de onderneming. In deze onderzoeken wordt echter enkel rekening gehouden met de cashbeloning en niet met de aandelengerelateerde beloning. Wanneer rekening gehouden wordt met de aandelengerelateerde beloning, stijgt de 'pay-performance'-sensitiviteit naar 0,095.

Ozkan (2011) onderzoekt ook het verband tussen de beloning van de CEO en de aandeelhouderswaarde. Dit verband kan ontstaan, wanneer de CEO aandelen en aandelenopties van de onderneming in zijn bezit heeft of in bezit krijgt via zijn bezoldiging. Uit het onderzoek van Ozkan (2011) blijkt dat in het jaar 2005 de rijkdom van de CEO gemiddeld met 30,2 pond stijgt als gevolg van een stijging in de aandeelhouderswaarde met 1000 pond. Dit komt overeen met een 'pay-performance'-sensitiviteit, gebaseerd op aandelen en aandelenopties van 3,02 procent.

In Australië heeft het niveau van de CEO-bezoldiging en de 'pay-performance'-relatie, net zoals in andere landen, de aandacht getrokken van de samenleving. De onderzoeken naar de 'pay-performance'-relatie in Australië vinden een negatief verband of geen verband. In tegenstelling tot eerdere onderzoeken in Australië vinden Matolcsy (2000) en Merhebi, Pattenden, Swan en Zhou (2006) een positief verband tussen de beloning van de CEO en de prestaties van de onderneming. Merhebi et al. (2006) vinden dat de CEO-bezoldiging stijgt met ongeveer 1.82 dollar, wanneer de aandeelhouderswaarde stijgt met 1000 dollar. In de onderzoeken van Matolcsy (2000) en Merhebi et al. (2006) wordt er geen rekening gehouden met

de aanwezigheid van beloning in de vorm van aandelen en opties. Beide onderzoeken raden dan ook aan om in toekomstige onderzoeken wel rekening te houden met deze beloningsvormen. De verwachting is dat de 'pay-performance'-sensitiviteit dan zal toenemen.

In het volgende hoofdstuk wordt gezocht naar de mogelijke variabelen die een invloed hebben op de beloning van de CEO. Hierbij wordt de beloning van de CEO als afhankelijke variabele beschouwd. De gevonden onafhankelijke variabelen zullen bijdragen tot het verklaren van de verschillen in beloning, die bestaan tussen CEO's in verschillende ondernemingen.

Hoofdstuk 4: Determinanten van de beloning van een CEO

Uit een onderzoek van Tosi, Werner, Katz en Gomez-Mejia (1998, in Barkema & Gomez-Mejia, 1998) blijkt dat minder dan vijf procent van de CEO-beloning verklaard kan worden door prestatiefactoren. Verschillende andere factoren, zoals de samenstelling van de raad van bestuur en de grootte van de onderneming, beïnvloeden de beloningsstructuur van de CEO veel meer. In dit hoofdstuk wordt er aan de hand van een uitgebreide literatuurstudie gezocht naar deze factoren en hun invloed op de beloningsstructuur van de CEO.

4.1 Samenstelling van de raad van bestuur

In het verleden werd in onderzoeken naar de invloed van de samenstelling van de raad van bestuur op de CEO-beloning veel aandacht besteed aan het aandeel niet-uitvoerende en uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur. De verwachting is dat een raad van bestuur bestaande uit meer niet-uitvoerende bestuurders, gepaard zal gaan met een lager beloningspakket voor de CEO, ondanks de bedenkingen omtrent de effectiviteit van de niet-uitvoerende bestuurders beschreven in hoofdstuk 1. (Fama & Jensen, 1983, in Conyon & Peck, 1998).

Conyon en Peck (1998) vinden geen verband tussen het aantal niet-uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur en de beloning van de CEO.

4.2 Dualiteit van de CEO

CEO-dualiteit treedt op wanneer dezelfde persoon zowel de functie van CEO als de functie van voorzitter van de raad van bestuur uitoefent (Cordeiro & Veliyath, 2003). Een CEO die beide functies uitoefent, zal meer invloed hebben op de hoogte en samenstelling van zijn beloning. Jensen (1993, in Conyon en Peck, 1998) benadrukt dan ook dat het belangrijk is om de functie van voorzitter en CEO te scheiden. Tevens beveelt de Corporate Governance Code 2009 de scheiding van deze twee functies aan. Een CEO die ook voorzitter van de raad van bestuur is, kent een grotere verantwoordelijkheid en zal een grotere invloed hebben op de raad van bestuur en het remuneratiecomité (Conyon & Murphy, 2000).

De verwachting is dat de beloning van de CEO hoger zal zijn in een onderneming waar de voorzitter van de raad van bestuur en de CEO dezelfde persoon is. (Conyon & Murphy, 2000).

4.3 Intern aandeleneigendom

Cordeiro en Veliyath (2003) tonen aan dat intern aandelenbezit door de CEO negatief gerelateerd is aan de CEO-beloning. CEO's die aandelen van de onderneming bezitten, zullen meer geneigd zijn acties te ondernemen, die een positief effect hebben op de waarde van de aandelen (Jensen & Meckling, 1976, in Cordeiro & Veliyath, 2003). Aandelenbezit door de CEO kan gezien worden als een substituuat voor CEO-beloning, aangezien de nood aan hoge beloning lager zal zijn. De CEO

beschikt door het bezit van aandelen van de onderneming over de incentives om de aandeelhouderswaarde te maximaliseren (Cordeiro & Veliyath, 2003).

4.4 Blockholders

Blockholders zijn aandeelhouders die in het bezit zijn van meer dan vijf procent van de uitstaande aandelen. Zowel individuele investeerders als institutionele investeerders kunnen blockholders zijn. Institutionele investeerders zijn bijvoorbeeld pensioenfondsen, investeringsbedrijven of beleggingsfondsen. Deze grote aandeelhouders dragen een groter investeringsrisico en hebben er dan ook meer belang bij om de managers en bestuurders tot de orde te roepen (Cordeiro & Veliyath, 2003).

Uit het onderzoek gevoerd door Cordeiro en Veliyath (2003) blijkt dat het aantal blockholders een negatief effect heeft op de beloning in cashvorm. De totale beloning wordt niet beïnvloed door het aantal blockholders. Een verklaring hiervoor kan zijn dat de institutionele aandeelhouders de CEO aanmoedigen om een groter deel van zijn bezoldiging in de vorm van aandelen of aandelenopties te aanvaarden.

4.5 Remuneratiecomité

De belangrijkste taak van het remuneratiecomité is om een beloningspakket voor het topmanagement voor te stellen. Het remuneratiecomité bestaat uit externe bestuurders, zodat de interne bestuurders geen invloed hebben op de beslissing over de beloning van de CEO.

Volgens Daily, Johnson, Ellstrand en Dalton (1998, in Barkema & Gomez-Mejia, 1998) zal de beloning van de CEO hoger liggen en minder afhankelijk zijn van de prestaties, als de leden van het comité afhankelijk zijn. Conyon en Peck (1998) stellen daarentegen dat de aanwezigheid van een remuneratiecomité niet leidt tot een lager beloningspakket voor de CEO. Het remuneratiecomité maakt vaak gebruik van consultants gespecialiseerd in het bepalen van de beloning. Uit het onderzoek van Wade et al. (1997, in Geiler & Renneboog, 2011) blijkt dat de consultants dikwijls gebruikmaken van een beloning gebaseerd op een referentiegroep. Dit heeft tot gevolg dat de lonen stijgen, omdat de consultants zich baseren op het gemiddelde loon binnen de bedrijfstak. Een bedrijf dat een CEO wil aantrekken, zal de CEO een beloning toekennen die hoger ligt dan het gemiddelde. Wanneer elke onderneming dit toepast, zullen de lonen blijven stijgen.

4.6 Diversificatie van de onderneming

De diversificatie van een onderneming verhoogt voor de CEO de complexiteit van de job. Ondernemingen die actief zijn in verschillende bedrijfstakken, vereisen inzicht in de verschillende productmarkten (Cordeiro & Veliyath, 2003). Sanders en Carpenter (1998) wijzen op het belang van de internationalisering van de onderneming als determinant van de complexiteit. Uit dit onderzoek blijkt dat de graad van internationalisering positief gecorreleerd is met de langetermijnbeloning van de CEO. De internationaliseringsgraad van een onderneming is ook

positief gerelateerd aan het beloningsniveau van de CEO. Ondernemingen die actief zijn in een complexe omgeving, vergen grotere inspanningen van de CEO en dit zal bijgevolg gepaard gaan met een hogere beloning.

4.7 Grootte van de onderneming

De grootte van de onderneming heeft een positieve invloed op de beloning van de CEO. Deze relatie is het gevolg van de grotere verantwoordelijkheid en de grotere inspanningen die gepaard gaan met een grotere onderneming (Cordeiro & Veliyath, 2003).

4.8 Prestaties van de onderneming

Er is in het verleden veel onderzoek gevoerd naar de relatie tussen de prestaties van de onderneming en de beloning van de CEO (Cordeiro & Veliyath, 2003). Onderzoekers vinden vaak een zwak verband en het gevonden verband varieert sterk in de verschillende studies. Een mogelijke verklaring voor de verschillen in de sterkte van de relatie is dat de beloning van de CEO niet enkel afhangt van de prestaties van de onderneming, maar ook van andere factoren, zoals de grootte van de onderneming en de samenstelling van de raad van bestuur (Barkema & Gomez-Mejia, 1998).

4.9 Risico van de onderneming

Gray en Cannella (1997) definiëren risico als de mate waarin er onzekerheid heerst over de uitkomst/resultaten van de prestaties. Aandeelhouders kunnen hun risico diversifiëren door het aanhouden van aandelen van verschillende ondernemingen, maar managers hebben deze mogelijkheid niet. Het kapitaal van de CEO bestaat voor een groot gedeelte uit zijn menselijk kapitaal en dit kan hij niet diversifiëren, omdat hij maar één job kan uitoefenen. Hierdoor is de CEO meer risico-avers dan de risiconeutrale aandeelhouders. Dergelijk verschil in risico en het daarmee gepaard gaande belangenconflict tussen aandeelhouder en CEO kunnen gedeeltelijk opgelost worden door een goede beloningsstructuur. De twee extreme beloningspakketten bestaan ofwel uit enkel een vast salaris (CEO draagt geen beloningsrisico) ofwel alleen maar uit een prestatiegebaseerde beloning (CEO draagt een groot beloningsrisico) (Gray & Cannella, 1997).

Een contractueel mechanisme om het nemen van risico's aan te moedigen is het toekennen van een risicopremie aan de CEO (Shavell, 1979, in Gray & Cannella, 1997). Aangezien de CEO meestal risico-avers is, verwachten Gray en Cannella (1997) dat de CEO een hogere totale beloning zal eisen, indien hij een risicovoller beloningspakket heeft (groter aandeel prestatiegebaseerde beloning). Deze hogere beloning kan dan gezien worden als de risicopremie. Gray en Cannella (1997) vinden in tegenstelling tot hun verwachting een negatieve relatie tussen de totale CEO-beloning en het risico van de onderneming.

Onderzoeken naar het verband tussen de 'pay-performance'-sensitiviteit en het risico van de onderneming leveren geen eenduidige resultaten op (Dee, Lulseged, & Nowlin, 2005). Aggarwal en Samwick (1999) vinden een negatieve relatie tussen 'pay-performance'-sensitiviteit en het risico

van de onderneming. Deze onderzoekers hebben aangetoond dat de variantie in het aandelenrendement van een onderneming een belangrijke variabele is in de 'pay-performance'-regressie. Het weglaten van deze variabele uit de regressie kan leiden tot een onderschatting van de 'pay-performance'-sensitiviteit. Prendergast (2002, in Dee et al., 2005) vindt daarentegen wel een aantal argumenten waarom de 'pay-performance'-sensitiviteit positief gerelateerd kan zijn aan de risico's van de onderneming.

4.10 CEO-ambtstermijn

In de literatuur wordt meestal een positieve invloed van de CEO-ambtstermijn op de beloning van de CEO gevonden. Gedurende de tewerkstelling heeft de CEO de waarde van zijn menselijk kapitaal kunnen verhogen. Dit zorgt ervoor dat het inhuren van zijn diensten een hogere kost met zich meebrengt. De CEO heeft ook meer macht, naarmate hij zijn positie langer bekleedt (Cordeiro & Veliyath, 2003).

4.11 Familiecontrole

In België is er een sterk geconcentreerde eigendomsstructuur, waarbij vooral families in het bezit zijn van grote, controlerende eigendomsbelangen in vele beursgenoteerde bedrijven. De agency-theorie suggereert dat familiecontrole een significante impact kan hebben op de beloningsstructuur van de CEO. De agencykosten, die ontstaan door de scheiding van eigendom en controle, zullen laag zijn in familiebedrijven, aangezien de grote aandeelhouders sterke motieven hebben om ervoor te zorgen dat het management gecontroleerd wordt (Shleifer & Vishny, 1997; Croci, Gonenc, & Ozkan, 2012).

Het bewijs dat familiecontrole de beloning van de CEO kan beïnvloeden, is eerder beperkt en niet eenduidig (Croci et al., 2012).

Hoofdstuk 5: Empirisch onderzoek

Dit hoofdstuk start met een opsomming van de verzamelde gegevens, vervolgens wordt een beschrijving gegeven van de verzamelde variabelen en tot slot worden de verzamelde variabelen aan de hand van hun beschrijvende statistiek besproken. Deze bespreking gebeurt per index en het hoofdstuk wordt afgesloten met een vergelijking tussen de drie indexen en dit voor de belangrijkste variabelen.

5.1 Gegevensverzameling

Om de beloning van de CEO's te analyseren werden alle Belgische beursgenoteerde ondernemingen onderzocht. Via de website van Euronext (www.euronext.com) en De Tijd (www.tijd.be) werd de lijst van Belgische beursgenoteerde bedrijven opgesteld. De bekomen samenstelling is die van 5 september 2012 en op dat moment waren er 121 Belgische ondernemingen beursgenoteerd.

Om de beloningsgegevens van de CEO's te verzamelen, werden de jaarverslagen van alle beursgenoteerde ondernemingen geraadpleegd. Uit deze jaarverslagen werden naast de beloningsgegevens ook een aantal andere gegevens verzameld, die gebruikt zullen worden in de analyses. De volgende gegevens werden opgeslagen in een Excelbestand:

- de naam van de onderneming,
- de naam van de CEO,
- de beloning van de CEO met uitsplitsing in het basisloon, de variabele beloning, het pensioen en de overige componenten van de beloning,
- de toekenning van aandelen en aandelenopties,
- de totale beloning,
- het geslacht van de CEO,
- de start van het mandaat als CEO,
- het geboortjaar van de CEO,
- de aanwezigheid van CEO-dualiteit,
- de opleiding van de CEO,
- het aandelen- en optiebezit van de CEO,
- het totaal aantal uitgegeven aandelen,
- de aandelenprijs op 30 juni,
- de oprichtingsdatum van de onderneming,
- de aandeelhoudersstructuur,
- de grootte van de raad van bestuur en van het remuneratiecomité,
- de samenstelling van de raad van bestuur en het remuneratiecomité (aantal niet-uitvoerende bestuurders met onderverdeling in het aantal afhankelijke en onafhankelijke niet-uitvoerende bestuurders en het aantal uitvoerende bestuurders).

Deze gegevens werden verzameld uit de jaarverslagen van 2009, 2010 en 2011.

Op het moment dat de lijst met beursgenoteerde ondernemingen werd opgevraagd, namelijk op 5 september 2012, waren er 121 ondernemingen beursgenoteerd in België. De Bel20 bestond op dat moment uit negentien ondernemingen. In de analyses worden 37 BelMid-ondernemingen opgenomen. Van de BelSmall worden 50 ondernemingen opgenomen in deze masterproef. In de analyses worden in het totaal 106 van de 121 beursgenoteerde ondernemingen opgenomen. Cofinimmo, dat drie keer genoteerd staat op de beurs, is slechts één keer opgenomen. De ondernemingen RealDolm 1/100 TMP, Sofina, Solvac, Tubize, Retail Estates, Wereldhave, Beluga, Cimescaut en Sucraf A&B werden niet opgenomen. Deze ondernemingen werden weggelaten, aangezien ze te weinig informatie vrijgaven omtrent de CEO-beloning, de aandeelhoudersstructuur en de samenstelling van de raad van bestuur om te kunnen analyseren. Uiteindelijk werd beslist om de banken uit de BelMid weg te laten omwille van hun bijzondere structuur. Het gaat om Dexia, KBC Ancora en de Nationale Bank van België. Tot slot werd Belreca, een onderneming uit de BelMid, weggelaten omwille van een te groot aantal ontbrekende beloningsgegevens.

5.2 Verzamelde variabelen

De Corporate Governance Code 2004 geeft reeds de aanbeveling om de CEO-beloning en de verschillende componenten van deze beloning transparant te maken. Deze aanbevelingen werden pas omgezet in de wet via de wet van 6 april 2010. De verplichting voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen om de beloning transparant te maken, geldt eigenlijk pas vanaf de jaarverslagen van 2011. Toch geeft een groot deel van de bedrijven de individuele beloning van de CEO al voor 2011 vrij.

Tabel 5.1: Transparantie beloningsgegevens

	2009	2010	2011
Bel20	19/20	19/20	20/20
BelMid	32/41	33/41	39/41
BelSmall	30/51	36/51	43/51

In 2009 en 2010 heeft Colruyt de beloning van CEO Jef Colruyt niet vrijgegeven. Enkel de totaal betaalde remuneratie van alle leden van de directiegroep werd vrijgegeven en dit uit respect voor de privélevenssfeer van de leden van de directiegroep.

In 2011 maakten Dexia en Henex de beloning van hun CEO niet transparant. In 2010 gaven Econocom Group, Galapagos, Melexis, Van de Velde en VPK enkel de totale beloning voor het management vrij. EVS Broadc. Equipm., Henex en VGP gaven geen beloning vrij. In 2009 maakten Econocom Group, Galapagos, Melexis, Tessengerlo, Van de Velde, VGP en VPK enkel de totale beloning van het management transparant. Dexia, Thromobogenics en EVS Broadc. Equipm. maakten de beloning van de CEO niet bekend.

In 2011 maakten Campine, Resilux (twee hoofdvertegenwoordigers), Transics de beloning niet op individuele basis bekend. Connect group, Deficom, Immo Moury, Quest for growth en Scheerders Van Kerchove maakten de beloning van geen enkele manager bekend. In 2010 maakten Campine, Deceuninck, Devgen, Fountain, Hamon, Jensen-group, Punch International, Resilux, Tigenix,

Transics en Zetes de beloning niet op individuele basis bekend. Quest for growth, Rosier, Sabca, Scheerders van Kerchove, gaven de beloning van geen enkel lid van het managementteam vrij. In 2009 maakten Ablynx, Campine, Connect group, Deceuninck, Devgen, Hamon, IBA, Jensen-group, Miko, Punch International, Quest for growth, Resilux, Serviceflats, Tigenix, Transics en Zetes Industries de beloning niet op individuele basis bekend. Fountain, Immo Moury, Rosier, Sabca, Scheerders Van Kerchove en Zenitel maakten helemaal geen beloningen transparant. Atenor gaf enkel de totale beloning van de CEO zonder uitsplitsing in de verschillende componenten.

5.2.1 Beloningsvariabelen

Het basisloon is het loon dat een CEO maandelijks ontvangt voor de uitoefening van zijn job en dit op jaarbasis.

De variabele beloning op korte termijn bestaat uit de bonus. De bonus wordt meestal gebaseerd op prestatie maatstaven van een jaar of minder. Om de variabele beloning op lange termijn te bepalen, wordt er gekeken naar de prestaties op langere termijn (dus meer dan een jaar).

De variabele beloning op lange termijn bestaat uit de toegekende aandelen, aandelenopties en warrants. De waarde van de toegekende aandelen wordt berekend als het aantal toegekende aandelen vermenigvuldigd met de waarde per aandeel op de toekenningsdatum, indien deze bekend is. Indien de toekenningsdatum niet bekend is, wordt er gebruikgemaakt van de aandelenprijs op 30 juni van dat boekjaar. Het bepalen van de waarde van de toegekende aandelenopties en warrants gebeurt op de volgende manier. Indien de reële waarde per optie of warrant op het moment van toekenning in het jaarverslag wordt vrijgegeven, zal het aantal toegekende opties of warrants vermenigvuldigd worden met deze waarde. Indien de reële waarde op het moment van toekenning niet vrijgegeven wordt, maar de uitoefenprijs wel, zal het aantal toegekende opties of warrants vermenigvuldigd worden met de uitoefenprijs. Indien ook de uitoefenprijs niet bekend is, wordt het aantal opties of warrants vermenigvuldigd met de aandelenprijs op 30 juni van het boekjaar. Om de waarde van de beloning op lange termijn te bekomen, wordt de som gemaakt van de afzonderlijke waarden van de toegekende aandelen, opties en warrants.

Om een CEO op lange termijn te motiveren in het belang van de aandeelhouders te handelen, krijgt hij soms een deel van zijn beloning in de vorm van aandelen, opties of warrants toegekend. Dit onderdeel van de beloning bevat het aantal toegekende aandelen, opties of warrants, terwijl de waarde hiervan vervat zit in de variabele beloning op lange termijn.

Het pensioen wordt gedefinieerd als de pensioenaanbouw van de CEO.

De andere voordelen van een CEO kunnen onder andere bestaan uit een ongevallenverzekering, een hospitalisatieverzekering, het gebruik van een bedrijfswagen en een vergoeding voor de gsm-kosten.

De beloning als lid van de raad van bestuur bestaat uit de beloning die een CEO ontvangt, wanneer hij ook deel uitmaakt van de raad van bestuur. Hierbij merken we wel op dat sommige

ondernemingen deze beloning al verrekenen in het basisloon. Het aantal CEO's dat een beloning ontvangt voor het bestuursmandaat, zal wellicht hoger liggen dan dat de variabele beloning als lid van de raad van bestuur aangeeft.

De totale beloning wordt berekend als de som van het basisloon, de variabele beloning op korte en lange termijn, het pensioen, de andere voordelen en de beloning als lid van de raad van bestuur.

De totale vaste beloning wordt gedefinieerd als de som van het basisloon, het pensioen, de andere voordelen en de beloning als lid van de raad van bestuur. De totale variabele beloning wordt gedefinieerd als de som van de variabele beloning op korte termijn en de variabele beloning op lange termijn.

Om een vaststelling te kunnen doen omtrent de samenstelling van de beloning, wordt van elke beloningscomponent (het basisloon, de variabele beloning op korte en lange termijn, het pensioen, de andere voordelen en de beloning als lid van de RvB) het aandeel ten opzichte van de totale beloning berekend.

5.2.2 Aandelen-, optie- en warrantbezit door de CEO

Het bezit van aandelen, opties en/of warrants door de CEO wordt door drie afzonderlijke variabelen gemeten. In de uiteindelijke analyses zullen deze variabelen echter niet opgenomen worden, omdat heel wat jaarverslagen het aandelen-, optie- en/of warrantbezit door de CEO niet weergeven. Hierdoor lijken bijvoorbeeld relatief weinig CEO's aandelen te bezitten. In realiteit ligt het aantal CEO's dat aandelen bezit, waarschijnlijk veel hoger.

5.2.3 Ondernemingsprestaties

De prestaties van de onderneming zullen aan de hand van twee maatstaven gemeten worden, namelijk de 'return on assets' en 'Tobin's Q'. De maatstaf 'return on assets' (ROA) is een boekhoudkundige maatstaf, die aan de hand van de volgende formule gemeten wordt:

$$ROA = \frac{\text{Winst voor belastingen}}{\text{Totale activa}}$$

De maatstaf 'Tobin's Q' is een marktmaatstaf, die in deze thesis als volgt wordt gedefinieerd:

$$\begin{aligned} \text{Tobin's Q} &= \frac{\text{Marktkapitalisatie van de onderneming}}{\text{Totale activa}} \\ &= \frac{\text{Aandelenprijs} \times \text{totaal aantal uitstaande aandelen}}{\text{Totale activa}} \end{aligned}$$

De winst voor belastingen en de totale activa, nodig om de twee prestatie maatstaven te berekenen, werden van Belfirst afgehaald. Het totaal aantal uitstaande aandelen werd verzameld uit de jaarverslagen van alle beursgenoteerde ondernemingen voor de drie jaren. Tot slot werd de aandelenprijs voor elke onderneming op 30 juni verzameld via het internet (www.tijd.be en

www.finance.yahoo.com). Indien de aandelenprijs op deze datum niet beschikbaar was, werd de aandelenprijs genomen zo dicht mogelijk bij, maar voor 30 juni.

5.2.4 Kenmerken van de CEO

Om het geslacht van de CEO als variabele te gebruiken, wordt een dummyvariabele aangemaakt, die aangeeft of de CEO een man of een vrouw is. Indien de CEO een man is, krijgt deze dummy de waarde 1, anders 0.

Om de variabele CEO-ambtstermijn te creëren, wordt in eerste instantie het startjaar van het mandaat van de CEO opgezocht in de jaarverslagen en via het internet. Aan de hand van het startjaar van het mandaat kan berekend worden hoelang een CEO reeds aan het hoofd staat van een bepaalde onderneming. Om ervoor te zorgen dat een CEO die bijvoorbeeld in 2009 aangesteld werd, de numerieke waarde 1 krijgt voor de variabele CEO-ambtstermijn, wordt het startjaar van het mandaat afgetrokken van 2010. Indien we deze aanpassing niet maken, zouden een aantal CEO's nul jaar aan het hoofd van de onderneming staan. Deze aanpassing wordt ook gemaakt voor 2010 en 2011.

De leeftijd van de CEO is een derde variabele die verzameld werd als onderdeel van de kenmerken van de CEO. Het geboortjaar van elke CEO wordt verzameld, om zodoende te bepalen of de leeftijd van de CEO een invloed heeft op de hoogte van de beloning en de samenstelling van het beloningspakket. Om de leeftijd van de CEO in 2009 te bepalen, werd het geboortjaar afgetrokken van 2009.

Ook de gegevens met betrekking tot de opleiding van de CEO werd verzameld, maar enkel voor de CEO's uit de Bel20. Uit de jaarverslagen, via LinkedIn en via het internet, werd gezocht naar de hoogste opleiding die de CEO genoten heeft. De opleiding van de CEO wordt als een dummy variabele gedefinieerd. Hierbij wordt er een onderscheid gemaakt tussen een middelbareschooldiploma, een hogeschooldiploma en een universitair diploma.

Een laatste kenmerk van de CEO dat verzameld werd, is het al dan niet aanwezig zijn van CEO-dualiteit. Uit de jaarverslagen kan informatie gehaald worden over het optreden van CEO-dualiteit. Wanneer de CEO ook voorzitter is van de raad van bestuur, zal hij wellicht meer invloed kunnen uitoefenen op de hoogte en samenstelling van zijn beloningspakket. In welke mate dit het geval is voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen, zal in deze thesis onderzocht worden.

5.2.5 Kenmerken van de onderneming

Een eerste variabele die verzameld werd om een uitspraak te kunnen doen over de relatie tussen de kenmerken van de onderneming en de beloning van de CEO, is de leeftijd van de onderneming. Om de leeftijd van de onderneming te bepalen, werd de oprichtingsdatum van elke onderneming gezocht via de jaarverslagen, de website van de onderneming en het internet. Vervolgens werd deze leeftijd respectievelijk afgetrokken van 2009, 2010 en 2011.

De grootte van een onderneming kan gemeten worden aan de hand van verschillende variabelen, zoals de totale activa, de marktkapitalisatie, de verkopen en het aantal werknemers. In deze masterproef wordt gebruikgemaakt van het aantal werknemers als proxy voor de grootte van de onderneming. Deze variabele wordt via Belfirst verzameld en de eventueel ontbrekende gegevens zullen aangevuld worden aan de hand van de jaarverslagen.

Een laatste kenmerk van de onderneming dat verzameld werd, is de complexiteit van de onderneming. Dit kenmerk werd gemeten aan de hand van het aantal dochterondernemingen dat een onderneming telt en deze informatie werd afgehaald via Belfirst.

5.2.6 Aandeelhoudersstructuur

De aandeelhoudersstructuur wordt gemeten aan de hand van volgende drie variabelen:

- 1) het percentage van het totaal aantal uitgegeven aandelen in handen van aandeelhouders die meer dan vijf procent van de aandelen bezitten;
- 2) het aantal aandeelhouders dat meer dan vijf procent van de aandelen bezit;
- 3) het percentage van het totaal aantal uitgegeven aandelen in handen van de grootste aandeelhouder.

De gegevens om deze drie variabelen te berekenen, werden uit de jaarverslagen gehaald.

In deze masterproef worden blockholders gedefinieerd als aandeelhouders die meer dan vijf procent van de aandelen bezitten. Er werd gekozen voor deze drempel van vijf procent, omdat ondernemingen verplicht zijn om in het jaarverslag aan te geven welke aandeelhouders meer dan vijf procent van de aandelen bezitten (wet van 2 mei 2007).

5.2.7 Samenstelling van de raad van bestuur

Om de samenstelling van de raad van bestuur mee op te nemen in de regressies, werden de volgende gegevens met betrekking tot de raad van bestuur verzameld uit de jaarverslagen:

- 1) het aantal bestuurders in de raad van bestuur,
- 2) het aantal niet-uitvoerende, onafhankelijke bestuurders,
- 3) het aantal niet-uitvoerende, afhankelijke bestuurders,
- 4) het aantal uitvoerende bestuurders.

5.2.8 Samenstelling van het remuneratiecomité

Om de samenstelling van het remuneratiecomité mee in overweging te nemen als onafhankelijke variabele, werden de volgende gegevens verzameld:

- 1) het aantal bestuurders in het remuneratiecomité,
- 2) het aantal onafhankelijke bestuurders,
- 3) het aantal afhankelijke bestuurders.

5.3 Beschrijvende statistiek

5.3.1 Bel20

5.3.1.1 Beloningsvariabelen

Tabel 5.2: Basisloon Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	783.084,20	817.516,17	825.296,75
Mediaan	659.054,50	677.240,00	730.164,00
Standaardafwijking	513.653,64	598.458,67	575.371,76
Minimum	280.000,00	302.500,00	289.413,00
Maximum	2.496.200,00	2.896.200,00	2.896.200,00

Het gemiddelde basisloon van een CEO in de Bel20 neemt geleidelijk toe tussen 2009 en 2011. De beloning van CEO Jef Colruyt (Colruyt) wordt niet vrijgegeven in 2009 en 2010. In 2011 zijn de beloningsgegevens van alle CEO's bekend.

De variabele beloning op korte termijn wordt meestal gebaseerd op prestatie maatstaven gemeten over een jaar of minder dan een jaar (Bootsman, 2009). Onderstaande tabel toont aan dat de gemiddelde variabele beloning op korte termijn een stijgende trend kent tussen 2009 en 2011.

Tabel 5.3: Variabele beloning op korte termijn Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	470.975,24	567.558,08	599.389,37
Mediaan	302.339,00	506.062,50	616.969,00
Standaardafwijking	683.890,42	688.442,74	672.808,27
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	3.010.000,00	3.130.000,00	3.160.000,00

Tabel 5.4: Variabele beloning op lange termijn Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	439.315,59	647.148,62	736.887,89
Mediaan	129.730,00	337.700,00	338.500,00
Standaardafwijking	625.703,22	899.179,49	1.047.781,60
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	1.981.403,38	2.984.879,18	3.555.869,98

Om de variabele beloning op lange termijn te bepalen, worden de prestaties over meer dan een jaar gemeten (Bootsma, 2009). De variabele beloning op lange termijn stijgt heel sterk in 2010 ten opzichte van 2009 en stijgt in 2011 verder.

Tabel 5.5: Toegekende aandelen, opties en warrants Bel20

	2009	2010	2011
Toegekende aandelen	9.902,61	20.795,56	17.498,47
Toegekende opties	32.727,28	45.913,11	51.233,47
Toegekende warrants	10.000	0,00	1.513,16

Bovenstaande tabel toont het gemiddelde aantal toegekende aandelen, opties en warrants aan een CEO in de Bel20 en dit voor 2009, 2010 en 2011. De grootste stijging is waarneembaar in het gemiddelde aantal toegekende opties. De waarde van deze aandelen, opties en warrants zit vervat in de variabele beloning op lange termijn.

Tabel 5.6: Pensioen Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	207.732,00	194.673,43	221.768,12
Mediaan	76.201,00	97.983,34	107.383,00
Standaardafwijking	326.012,02	306.162,85	336.276,07
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	1.122.943,00	1.292.501,00	1.448.889,00

De beloning toegekend in de vorm van het pensioen, kent een lichte daling tussen 2009 en 2010, maar stijgt vervolgens opnieuw sterk. Wanneer we kijken naar de mediaan, stijgt het pensioen elk jaar. Dit verschil tussen het gemiddelde en de mediaan kan verklaard worden door de aanwezigheid van enkele uitschieters. Wanneer een CEO in een bepaald jaar met pensioen gaat, liggen deze bedragen hoger dan normaal. Daarnaast zal er ook een hoger pensioenbedrag toegekend worden bij ontslag van de CEO. De ontslagvergoedingen zelf werden niet opgenomen in de gegevens, maar het volledige bedrag van het pensioen wel. Het was niet mogelijk om te onderscheiden welk gedeelte van dit bedrag deel uitmaakt van het gewoon pensioen en welk gedeelte toegekend werd omwille van de beëindiging van het mandaat.

Tabel 5.7: Andere voordelen Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	114.178,70	74.359,89	110.738,37
Mediaan	32.465,84	28.196,00	32.986,37
Standaardafwijking	226.321,17	116.238,31	230.309,63
Minimum	0,00	3.177,00	167,00
Maximum	939.116,00	476.751,00	892.121,00

Tot slot zien we dat zowel de andere voordelen als de beloning als lid van de raad van bestuur dalen in 2010 en stijgen in 2011.

Tabel 5.8: Beloning als lid raad van bestuur Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	16.132,84	15.225,45	16.798,17
Mediaan	0,00	0,00	0,00
Standaardafwijking	27.446,18	27.171,98	30.777,17
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	80.000,00	80.000,00	87.164,00

De gemiddelde totale beloning stijgt tussen 2009 en 2010. De mediaan kent een kleine daling in 2010 en stijgt in 2011 opnieuw enorm.

Tabel 5.9: Totale beloning Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	2.025.075,31	2.312.428,31	2.505.050,28
Mediaan	1.593.297,02	1.545.654,50	2.244.080,00
Standaardafwijking	1.520.732,42	1.883.611,59	1.927.481,80
Minimum	517.447,00	568.357,00	700.587,60
Maximum	6.090.461,80	7.564.428,66	7.743.819,38

Tabel 5.10: Totale vaste beloning Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	1.114.784,48	1.076.943,50	1.171.562,49
Mediaan	1.013.122,52	842.068,43	881.594,00
Standaardafwijking	660.321,75	789.069,87	801.250,57
Minimum	367.447,00	418.357,00	356.562,00
Maximum	2.724.855,00	3.105.513,00	3.344.390,00

Uit onderstaande tabel blijkt duidelijk dat de totale variabele beloning van een CEO in de Bel20 enorm stijgt zowel tussen 2009 en 2010 als tussen 2010 en 2011.

Tabel 5.11: Totale variabele beloning Bel20

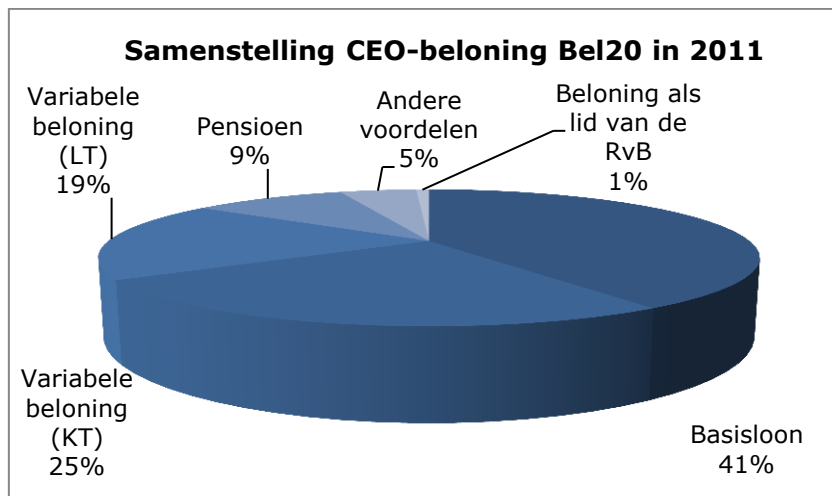
	2009	2010	2011
Gemiddelde	883.847,94	1.214.706,70	1.336.277,26
Mediaan	481.161,50	743.989,50	955.469,00
Standaardafwijking	1.191.405,59	1.477.554,10	1.560.825,62
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	4.864.689,25	6.114.879,18	6.398.333,70

Tabel 5.12: Samenstelling beloning Bel20

	2009	2010	2011
Basisloon	44,17	43,06	40,71
Variabele beloning (KT)	22,28	25,34	25,56
Variabele beloning (LT)	14,40	18,34	18,92
Pensioen	12,01	8,69	9,50
Andere voordelen	6,77	4,21	4,77
Beloning als lid van de raad van bestuur	0,74	0,60	0,80

Bovenstaande tabel geeft de gemiddelde procentuele samenstelling van het beloningspakket van een CEO in de Bel20 weer. Zowel in 2009, 2010 als 2011 is het basisloon het belangrijkste onderdeel van het CEO-beloningspakket. De overige componenten, gerangschikt in volgorde van afnemend belang, zijn de variabele beloning op korte termijn, de variabele vergoeding op lange termijn, het pensioen, de andere voordelen en de beloning als lid van de raad van bestuur. Tussen 2009 en 2011 is er een daling in het aandeel van het basisloon en een stijging in het aandeel van de variabele beloning op korte termijn en lange termijn. Het aandeel van het pensioen, de andere voordelen en de beloning als lid van de raad van bestuur, dalen in 2010, maar kennen opnieuw een stijging in 2011.

In het tweede hoofdstuk van deze masterproef werd de gemiddelde samenstelling van het beloningspakket van een CEO van een S&P 1500-bedrijf in de Verenigde Staten beschreven. De samenstelling van het beloningspakket van een CEO uit de Bel20 in 2011 verschilt vrij sterk van een CEO uit de Verenigde Staten. Vooral opvallend is dat in België het basisloon de belangrijkste component van het beloningspakket (41%) is, terwijl dit voor een CEO in de Verenigde Staten (12%) samen met de overige componenten (11%) de minst belangrijke component is. In de Verenigde Staten is het belang van de beloning op lange termijn (in de vorm van opties en aandelen) veel groter dan in België (56% ten opzichte van 19%). Het aandeel van de cashbonus is vergelijkbaar in de twee landen.



Figuur 5.1: Samenstelling CEO-beloning Bel20 in 2011

5.3.1.2 Aandelen-, optie- en warrantbezit door de CEO

Tabel 5.13: Aandelenbezit Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	27.979,37	27.689,95	28.648,16
Mediaan	0,00	0,00	0,00
Standaardafwijking	93.013,403	57.155,291	78.182,208
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	400.000,00	169.613,00	320.269,00

Het gemiddelde aandelenbezit van een CEO in de Bel20 daalt licht in 2010, maar stijgt met ongeveer 1.000 aandelen in 2011. Het gemiddelde aandelenbezit is vrij laag en dit kan verklaard worden door het feit dat niet alle ondernemingen het aandelenbezit van de CEO vrijgeven in het jaarverslag. Dezelfde opmerking kan gemaakt worden voor het optiebezit, weergegeven in onderstaande tabel.

Tabel 5.14: Optiebezit Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	50.135,16	156.496,89	140.166,68
Mediaan	0,00	0,00	0,00
Standaardafwijking	127.684,793	434.759,92	287.356,74
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	479.389,00	1.883.942,00	1.145.005,00

Tabel 5.15: Aantal CEO's in het bezit van aandelen of opties Bel20

	2009	2010	2011
Aandelen	5	6	6
Opties	4	7	8

Bovenstaande tabel laat zien hoeveel CEO's aandelen of opties bezitten volgens de jaarverslagen. We kunnen opmerken dat volgens de jaarverslagen slechts een minderheid van de CEO's aandelen of opties bezitten. Er is slechts een CEO die warranten bezit en dit enkel in 2009. Het gaat om de CEO van Telenet, Duco Sickinge, die 668 649 warranten bezat in 2009. Deze cijfers zijn waarschijnlijk in werkelijkheid beduidend groter.

5.3.1.3 Ondernemingsprestaties

Tabel 5.16: Winst Bel20

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	-1.292.136,06	661.087,86	227.794,34	1.244.730,89
Mediaan	31.035,00	165.857,20	91.867,00	253.395,00
Standaardafwijking	5.557.405,38	1.567.425,36	811.046,59	4.237.367,93
Minimum	-24.046.566,00	-193.293,00	-1.287.449,00	-1.956.597,00
Maximum	802.317,00	6.378.211,00	2.754.024,00	18.490.546,00

Bovenstaande tabel geeft de winstgevendheid van de Bel20-ondernemingen en dit uitgedrukt in duizendtallen. De gemiddelde onderneming maakt in 2008 een vrij groot verlies. In 2009 kent de gemiddelde onderneming positieve winstcijfers. Deze dalen in 2010 echter, maar in 2011 stijgen de winstcijfers opnieuw ver boven het niveau van 2009.

Onderstaande tabel geeft de totale activa in duizendtallen. De gemiddelde totale activa groeien jaarlijks.

Tabel 5.17: Totale activa Bel20

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	6.762.871,77	7.138.490,07	7.834.490,26	9.107.315,68
Mediaan	4.087.945,00	4.174.492,00	4.555.036,00	4.471.993,00
Standaardafwijking	7.892.208,64	8.562.072,65	8.277.497,72	11.752.025,80
Minimum	1.176.906,55	1.140.582,12	1.233.726,80	1.290.531,91
Maximum	32.825.813,00	35.260.784,00	33.737.453,00	52.245.135,00

Tabel 5.18: Marktkapitalisatie Bel20

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	8.092.321,58	5.333.121,12	7.347.280,38	7.771.507,44
Mediaan	3.768.000,00	2.635.833,06	2.862.000,00	4.513.200,00
Standaardafwijking	11.294.813,40	8.919.695,44	13.882.681,11	13.855.398,66
Minimum	821.278,56	604.000,00	849.112,59	1.114.336,23
Maximum	44.146.879,53	40.772.160,00	63.266.080,00	63.800.000,00

De marktkapitalisatie, uitgedrukt in duizendtalen, daalt sterk in 2009, maar klimt vervolgens opnieuw. Ondanks deze stijging vanaf 2010 is de gemiddelde marktkapitalisatie in 2011 iets lager dan in 2008. Wanneer we echter naar de mediaan kijken, zien we dat de marktkapitalisatie in 2010 al boven het niveau van 2008 ligt.

Tabel 5.19: ROA Bel20

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	-0,30	0,07	0,06	0,08
Mediaan	0,01	0,02	0,03	0,05
Standaardafwijking	1,33	0,11	0,14	0,13
Minimum	-5,79	-0,06	-0,20	-0,13
Maximum	0,35	0,37	0,49	0,39

De mediaan van de ROA van ondernemingen in de Bel20 stijgt jaarlijks tussen 2008 en 2011. De mediaan van de Tobin's Q schommelt iets meer. Deze marktmaatstaf daalt heel sterk tussen 2008 en 2009, waarna hij opnieuw stijgt om in 2011 lichtjes te dalen.

Het minimum van de ROA in 2008 - en het maximum van de Tobin's Q in dat jaar - behoren toe aan Ageas, dat toen nog de naam Fortis droeg.

Tabel 5.20: Tobin's Q Bel20

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	1,26	1,40	1,23	1,36
Mediaan	0,91	0,53	0,70	0,67
Standaardafwijking	1,25	3,25	1,62	2,09
Minimum	0,31	0,03	0,34	0,40
Maximum	5,75	14,65	7,57	9,71

5.3.1.4 Kenmerken van de CEO

De 106 ondernemingen die opgenomen worden in de analyses, tellen slechts drie vrouwelijke CEO's. De BelMid telt een vrouwelijke CEO en de BelSmall telt er twee. De Bel20 heeft enkel mannelijke CEO's aan de top van de onderneming staan. Enkel Melexis (Françoise Chombar), Sioen Industries (Michèle Sioen) en Think Media (Ann Nisot) hebben een vrouwelijke CEO in 2009, 2010 en 2011. Dit betekent dat 97,30 procent van de CEO's van het mannelijke geslacht zijn. Het is duidelijk dat de mannelijke CEO's oververtegenwoordigd zijn in de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Onderstaande tabel toont aan dat een CEO in 2011 gemiddeld reeds negen jaar aan het hoofd van de onderneming staat.

Tabel 5.21: CEO-ambtstermijn Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	8,47	9,47	9,21
Mediaan	7,00	8,00	7,00
Standaardafwijking	7,62	7,62	7,52
Minimum	1,00	2,00	1,00
Maximum	28,00	29,00	30,00

De gemiddelde leeftijd van een CEO in de Bel20 is 56 jaar in 2011. De jongste CEO is op dat moment 46 jaar. De oudste CEO, met een leeftijd van 85 jaar in 2011, is Albert Frère van GBL.

Tabel 5.22: Leeftijd CEO Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	54,42	55,42	55,89
Mediaan	53,00	54,00	54,00
Standaardafwijking	8,53	8,53	8,50
Minimum	43,00	44,00	46,00
Maximum	83,00	84,00	85,00

Alle CEO's van de Bel20, behalve Albert Frère, zijn in het bezit van een universitair diploma. Albert Frère heeft noch een universitair diploma noch een hogeschooldiploma in zijn bezit.

Colruyt (Jef Colruyt) en GBL (Albert Frère) zijn de enige Bel20-ondernemingen waar de CEO ook de voorzitter van de raad van bestuur is en dit voor zowel 2009, 2010 als 2011.

5.3.1.5 Kenmerken van de onderneming

Tabel 5.23: Leeftijd onderneming Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	72,37	73,37	74,37
Mediaan	26,00	27,00	28,00
Standaardafwijking	69,57	69,57	69,57
Minimum	2,00	3,00	4,00
Maximum	204,00	205,00	206,00

Een onderneming uit de Bel20 werd in 2011 gemiddeld 74 jaar geleden opgericht. Er is een grote kloof waarneembaar tussen de mediaan en het gemiddelde van de drie jaren. Dit betekent dat een aantal ondernemingen een stuk ouder zijn dan de middelste waarneming. Zo bestaan zeven ondernemingen reeds meer dan 100 jaar, waaronder Delhaize en Umicore.

Tabel 5.24: Aantal werknemers Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	2.796,89	2.798,79	2.852,11
Mediaan	656,50	272,00	296,00
Standaardafwijking	4.704,29	4.950,23	4.990,34
Minimum	7,00	7,00	16,00
Maximum	13.049	14.460	14.473

Het gemiddelde aantal werknemers stijgt tussen 2009 en 2011, maar als we naar de mediaan kijken, is er een sterke daling tussen 2009 en 2010. Daarna stijgt het aantal werknemers lichtjes. De mediaan en het gemiddelde verschillen voor de drie jaren sterk. Dit verschil is het gevolg van een aantal ondernemingen dat een zeer groot aantal werknemers heeft. Belgacom, Colruyt en Delhaize tellen bijvoorbeeld meer dan 10.000 werknemers.

De complexiteit, gemeten aan de hand van het aantal dochterondernemingen, wordt weergegeven in onderstaande tabel. Aangezien het aantal dochterondernemingen, opgevraagd via Belfirst, niet is gewijzigd tussen 2009 en 2011 en dit voor geen van de ondernemingen, werd voor het aantal dochterondernemingen ook geen opsplitsing gemaakt naar jaartal. Een onderneming in de Bel20 heeft gemiddeld 211 dochterondernemingen. KBC heeft met 1.158 dochterondernemingen het grootste aantal dochterondernemingen.

Tabel 5.25: Aantal dochterondernemingen Bel20

Gemiddelde	211,16
Mediaan	101,00
Standaardafwijking	297,93
Minimum	3,00
Maximum	1.158

5.3.1.6 Aandeelhoudersstructuur

Het percentage van het totaal aantal uitgegeven aandelen in handen van aandeelhouders die meer dan vijf procent van de aandelen bezitten, de blockholders, wordt weergegeven in onderstaande tabel. Gemiddeld bezitten deze aandeelhouders tussen de 36 en 39 procent van de aandelen.

Tabel 5.26: Percentage aandelen in handen van blockholders Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	38,80	36,68	36,29
Mediaan	42,00	41,00	42,43
Standaardafwijking	19,96	18,30	19,36
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	62,55	57,51	60,66

Gemiddeld bezitten een of twee aandeelhouders meer dan vijf procent van de aandelen.

Tabel 5.27: Aantal blockholders Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	1,84	1,63	1,63
Mediaan	2,00	1,00	1,00
Standaardafwijking	0,96	0,90	1,07
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	3,00	3,00	5,00

De grootste aandeelhouder van een onderneming in de Bel20 bezit gemiddeld 30 procent van de aandelen in 2011.

Tabel 5.28: Percentage aandelen in handen van de grootste aandeelhouder Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	30,89	30,74	29,65
Mediaan	33,00	33,00	33,00
Standaardafwijking	18,06	17,84	17,52
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	59,91	55,80	56,10

5.3.1.7 Samenstelling van de raad van bestuur

In de raad van bestuur zetelen gemiddeld 12 of 13 bestuurders. Het minimum aantal bestuurders is zes voor de drie jaren, terwijl het maximum schommelt tussen 22 en 25 (KBC).

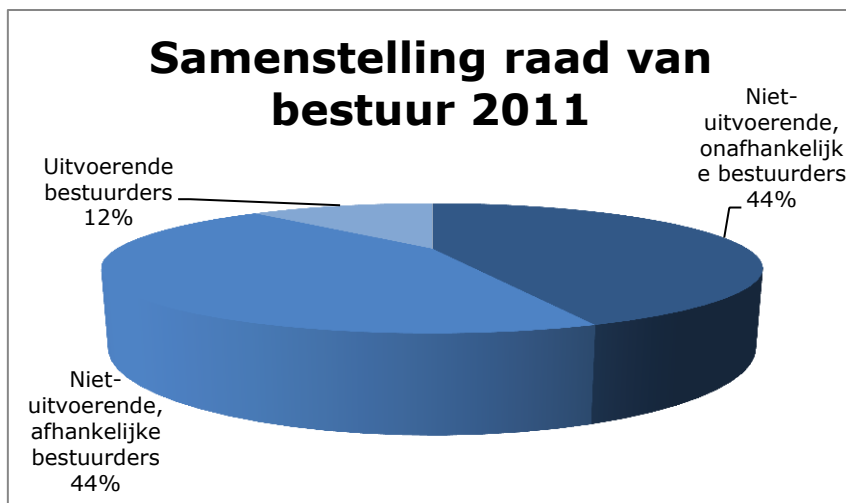
Tabel 5.29: Aantal bestuurders RvB Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	12,37	12,58	12,63
Mediaan	12,00	13,00	12,00
Standaardafwijking	3,93	4,00	4,30
Minimum	6,00	6,00	6,00
Maximum	22,00	23,00	25,00

Tabel 5.30: Samenstelling RvB Bel20

	2009	2010	2011
% niet-uitvoerende, onafhankelijke bestuurders	42,91	43,30	43,93
% niet-uitvoerende, afhankelijke bestuurders	45,45	45,67	44,04
% uitvoerende bestuurders	11,64	11,03	12,03

De raad van bestuur bestaat in 2011 gemiddeld uit 44 procent niet-uitvoerende, onafhankelijke bestuurders, 44 procent niet-uitvoerende, afhankelijke bestuurders en 12 procent uitvoerende bestuurders. De samenstelling van de raad van bestuur in 2009 en 2010 is erg gelijkend op die van 2011. Onderstaande figuur geeft de samenstelling van de raad van bestuur in 2011 visueel weer.



Figuur 5.2: Samenstelling RvB Bel20

5.3.1.8 Samenstelling van het remuneratiecomité

Onderstaande tabel geeft het gemiddelde aantal bestuurders, het gemiddelde aantal onafhankelijke bestuurders en het gemiddelde aantal afhankelijke bestuurders in het remuneratiecomité voor de drie onderzochte jaren.

Tabel 5.31: Aantal bestuurders RC Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddeld aantal bestuurders	3,68	3,58	3,79
Gemiddeld aantal onafhankelijke bestuurders	2,22	2,22	2,63
Gemiddeld aantal afhankelijke bestuurders	1,67	1,56	1,16

De evolutie van de procentuele samenstelling van het remuneratiecomité tussen 2009 en 2011 wordt in volgende tabel weergegeven.

Tabel 5.32: Samenstelling RC Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddeld percentage onafhankelijke bestuurders	58,15	59,07	69,74
Gemiddeld percentage afhankelijke bestuurders	41,85	40,93	30,26

De sterke stijging van het aandeel onafhankelijke bestuurders in het remuneratiecomité is het gevolg van de wet van 6 april 2010, die ondernemingen verplicht een remuneratiecomité op te richten, dat uit een meerderheid van onafhankelijke bestuurders bestaat.

5.3.2 BelMid

5.3.2.1 Beloningsvariabelen

Tabel 5.33: CEO-beloning BelMid

	2009	2010	2011
CEO-beloning			
Absoluut			
Basisloon	373.596,24	337.915,95	376.967,91
Variabele beloning (KT)	176.998,41	280.687,97	179.856,38
Variabele beloning (LT)	42.072,49	84.975,07	63.145,10
Toegekende aandelen	3.600,00	11.614,40	235,43
Toegekende opties	3.800,00	20.856,67	12.678,49
Toegekende warranten	0,00	0,00	4.914,29
Pensioen	47.709,45	67.010,02	41.194,52
Andere voordelen	46.018,74	18.547,94	44.124,44
Beloning als lid RvB	8.141,85	14.767,44	10.755,19
Totale beloning	703.124,41	807.096,90	706.796,78
Totale vaste beloning	478.430,85	432.271,79	480.982,14
Totale variabele beloning	226.150,80	438.003,90	244.858,69
Procentueel			
Basisloon	62,09	57,37	66,89
Variabele beloning (KT)	22,53	27,44	21,84
Variabele beloning (LT)	3,19	5,05	3,46
Pensioen	7,43	5,04	4,87
Andere voordelen	3,10	2,88	2,68
Beloning als lid RvB	1,23	2,04	1,63

Het gemiddelde basisloon van een CEO in de BelMid neemt af tussen 2009 en 2010, maar stijgt daarna opnieuw boven het niveau van 2009. In 2010 en 2011 ontving Luc Tack, CEO van Picanol, een basisloon van nul euro. Luck Tack voerde in beide jaren zijn taak onbezoldigd uit, vandaar dat het minimum in deze twee jaren nul euro bedraagt.

De gemiddelde variabele kortetermijnbeloning kent een sterke stijging in 2010, maar daalt in 2011 sterk tot net boven het niveau van 2009. De gemiddelde variabele beloning is in 2010 dubbel zo hoog als in 2009. Ondanks deze stijging is de mediaan gelijk aan nul en dit is te wijten aan een beperkt aantal CEO's dat een langetermijnbeloning in de vorm van aandelen, opties of warranten ontvangt. In 2011 bijvoorbeeld ontvangen slechts zes CEO's een dergelijke beloning. In 2011 daalt deze beloning opnieuw sterk ten opzichte van 2010. Het gemiddelde aantal toegekende aandelen, opties en warranten ligt vrij laag, omdat voor weinig CEO's deze beloning deel uitmaakt van hun beloningspakket.

Het pensioen stijgt vrij sterk in 2010, maar daalt in 2011 tot beneden het niveau van 2009. De gemiddelde toekenning van de CEO-beloning in de vorm van andere voordelen kent een grote daling in 2010, waarna ze in 2011 stijgt en opnieuw op gelijke hoogte komt van de hoeveelheid andere voordelen toegekend in 2009. De beloning als lid van de raad van bestuur volgt ongeveer hetzelfde patroon als het pensioen, met dit verschil dat de beloning als lid van de raad van bestuur stijgt tot boven het niveau van 2009.

De totale beloning ligt in 2010 gemiddeld 100.000 euro hoger dan in 2009, maar daalt sterk in 2011. De totale vaste beloning daalt licht in 2010, waarna ze in 2011 opnieuw stijgt tot op het niveau van 2009. De gemiddelde totale variabele beloning verdubbelt bijna in 2010, waarna deze beloning in 2011 daalt tot iets boven het niveau van 2009.

Het belang van het basisloon en de variabele beloning op lange termijn volgt eenzelfde trend, namelijk een daling in 2010 en een stijging in 2011 tot iets boven het niveau van 2009. Het belang van de variabele beloning op korte termijn neemt eerst toe, waarna het terug afneemt tot beneden het niveau van 2009. Het belang van het pensioen en de andere voordelen neemt geleidelijk aan af tussen 2009 en 2011.

5.3.2.2 Aandelen-, optie- en warrantbezit door de CEO

Tabel 5.34: Aandelen- en optiebezit CEO BelMid

	2009	2010	2011
<u>Aandelen- en optiebezit CEO</u>			
Aandelenbezit	1.859.125,22	2.052.992,97	1.804.316,14
Optiebezit	2.040,54	19.325,97	28.389,43

Een CEO in de BelMid bezit gemiddeld tussen de 1.800.000 en de 2.000.000 aandelen. Ook hier dient dezelfde opmerking gemaakt als bij de Bel20. Waarschijnlijk zal het gemiddelde aandelenbezit in werkelijkheid hoger liggen, omdat niet alle ondernemingen het aandelenbezit van hun CEO vrijgeven in het jaarverslag. Hierdoor zijn er volgens mijn gegevens in 2009, 2010 en 2011 respectievelijk slechts 13, 12 en 12 CEO's die aandelen bezitten en de overige CEO's bezitten geen aandelen. Wanneer deze CEO's in werkelijkheid wel aandelen bezitten, ook al is dit niet gegeven, zal deze variabele geen realistisch beeld weergeven van het gemiddelde aandelenbezit van de CEO. Ook het gemiddelde optiebezit zal in werkelijkheid waarschijnlijk hoger liggen. Het aantal CEO's dat opties bezit in 2009, 2010 en 2011, bedraagt respectievelijk 1, 2 en 4. In 2009 bezit enkel de CEO van Arseus, Ger van Jeveren, warranten. Hij heeft 500.000 warranten in bezit en dit sinds 2007. In 2010 bezitten drie CEO's warranten, namelijk die van Arseus, Galapagos en Thrombogenics. In 2011 hebben de CEO's van Arseus, EVS Broadc. Equipm., Galapagos en Thrombogenics warranten in bezit.

5.3.2.3 Ondernemingsprestaties

Tabel 5.35: Ondernemingsprestaties BelMid

	2008	2009	2010	2011
<u>Ondernemingsprestaties</u>				
Winst (x 1.000)	-3.527,48	15.701,70	33.666,99	24.364,93
Totale activa (x 1.000)	601.417,05	603.382,27	643.813,19	645.045,28
Marktkapitalisatie (x 1.000)	441.468,86	294.893,62	365.354,69	417.396,38
ROA	0,04	0,03	0,07	0,07
Tobin's Q	1,39	1,03	1,09	1,35

De gemiddelde winst van een onderneming in de BelMid is het laagste in 2008, maar neemt dan toe tot 2010. In 2011 daalt deze gemiddelde winst opnieuw, maar zij blijft boven het niveau van 2010. De gemiddelde marktkapitalisatie daalt enorm sterk tussen 2008 en 2009 en dit is het gevolg van de crisis in België. Vanaf 2009 neemt de gemiddelde marktkapitalisatie geleidelijk aan opnieuw toe. De ROA kent een lichte daling tussen 2008 en 2009, waarna deze maatstaf opnieuw sterk stijgt in 2010 en constant blijft in 2011. De marktmaatstaf, Tobin's Q, daalt sterk tussen 2008 en 2009. De Tobin's Q stijgt opnieuw licht in 2010 en stijgt vervolgens zeer sterk tot net beneden het niveau van 2008. EVS Broadcast Equipment heeft in 2011 de hoogste Tobin's Q van de BelMid, namelijk 6.67. Daarnaast heeft EVS Broadcast Equipment in 2011 ook de hoogste ROA. In 2008, 2009 en 2010 heeft EVS Broadcast Equipment ook telkens de hoogste Tobin's Q en de hoogste ROA.

5.3.2.4 Kenmerken van de CEO

Tabel 5.36: Kenmerken CEO BelMid

	2009	2010	2011
<u>Kenmerken CEO</u>			
Ambtstermijn	6,59	6,82	7,59
Leeftijd	51,56	51,97	52,08

In 2011 staat een CEO van de BelMid gemiddeld iets meer dan zeven jaar aan het hoofd van de onderneming. Slechts twee CEO's stonden in 2011 twintig jaar of meer aan het hoofd van de onderneming. Rik De Nolf is sinds 1981 CEO van Roularta Media Group en Marc Saverys is sinds 1992 CEO van CMB. In 2011 is de CEO gemiddeld 52 jaar oud. De oudste CEO in de BelMid is Jean-Louis Bouchard (1942) van Econocom Group.

5.3.2.5 Kenmerken van de onderneming

Tabel 5.37: Kenmerken onderneming BelMid

	2009	2010	2011
<u>Kenmerken onderneming</u>			
Leeftijd	46,83	47,83	48,83
Aantal werknemers	330,04	337,39	329,73
Aantal dochterondernemingen	47,30	47,30	47,30

Een onderneming in de BelMid werd gemiddeld 49 jaar geleden opgericht in 2011. Vier ondernemingen werden meer dan 100 jaar geleden opgericht. Het gaat om Agfa-Gevaert (1876), CMB (1895), Duvel Moortgat (1871) en Tessenderlo Chemie (1892).

Een onderneming in de BelMid heeft gemiddeld tussen de 330 en 340 werknemers. De mediaan ligt een stuk lager, namelijk tussen de 44 en de 62. Dit betekent dat er een beperkt aantal ondernemingen zijn met een heel groot aantal werknemers, die het gemiddelde sterk omhoogtrekken. De gegevens van 2011 geven hier ook blijk van, aangezien er vijf ondernemingen zijn met meer dan 1.000 werknemers. Het gaat om Agfa-Gevaert (2.276), Barco (1.597), CFE (1.166), Fluxys Belgium (1.007) en RealDolmen (1.234). Vervolgens tellen negen ondernemingen tussen de 100 en de 1.000 werknemers. De overige ondernemingen hebben minder dan 100 werknemers.

De complexiteit van een onderneming wordt gemeten aan de hand van het aantal dochterondernemingen dat een onderneming heeft. Een bedrijf dat deel uitmaakt van de BelMid, heeft gemiddeld 47 dochterondernemingen. De mediaan bedraagt 23, wat beduidend lager is dan het gemiddelde. Dit betekent dat een aantal ondernemingen een groot aantal dochterondernemingen hebben. Na het bekijken van de gegevens blijkt dat er vier ondernemingen zijn die meer dan 100 dochterondernemingen hebben. Het gaat hier in het bijzonder om Gimv (281), Agfa-Gevaert (146), RHJ International (272), Tessenderlo Chemie (141).

5.3.2.6 Aandeelhoudersstructuur

Tabel 5.38: Aandeelhouderstructuur BelMid

	2009	2010	2011
<u>Aandeelhoudersstructuur</u>			
Percentage blockholders	52,94	51,97	50,85
Aantal blockholders	2,24	2,25	2,14
Percentage in bezit van grootste ADH	40,04	39,21	38,71

Gemiddeld bezitten de blockholders iets meer dan vijftig procent van de aandelen. Gemiddeld bezitten twee aandeelhouders meer dan vijf procent van de aandelen van een BelMid-onderneming. De grootste aandeelhouder van een BelMid-onderneming bezit gemiddeld tussen de 38 procent en de 40 procent van de aandelen.

5.3.2.7 Samenstelling van de raad van bestuur

Tabel 5.39: Samenstelling RvB BelMid

	2009	2010	2011
<u>Samenstelling raad van bestuur</u>			
Aantal bestuurders	8,76	8,51	8,68
% niet-uitv., onafh. bestuurders	44,01	44,78	43,11
% niet-uitv., afh. bestuurders	35,03	33,91	37,71
% uitvoerende bestuurders	20,97	21,31	19,17

De raad van bestuur bestaat gemiddeld uit acht à negen bestuurders. De drie maximumwaarden 24, 18 en 22 behoren toe aan Fluxys Belgium. Deze raad van bestuur is opvallend groot en in de analyses zal overwogen worden om deze buiten beschouwing te laten. De raad van bestuur bestaat gemiddeld uit 44 procent niet-uitvoerende, onafhankelijke leden. Het aandeel niet-uitvoerende, afhankelijke bestuurders in de BelMid bedraagt gemiddeld tussen de 35 en de 38 procent. Het aandeel uitvoerende bestuurders in de raad van bestuur is beduidend lager dan het aandeel niet-uitvoerende, onafhankelijke of afhankelijke, bestuurders. Gemiddeld bestaat de raad van bestuur uit 20 procent uitvoerende bestuurders.

5.3.2.8 Samenstelling van het remuneratiecomité

Tabel 5.40: Samenstelling RC BelMid

	2009	2010	2011
<u>Samenstelling remuneratiecomité</u>			
Aantal bestuurders	3,26	3,38	3,38
Aantal onafhankelijke bestuurders	2,06	2,28	2,29
Aantal afhankelijke bestuurders	1,19	1,09	1,09
% onafhankelijke bestuurders	63,98	68,30	68,16
% afhankelijke bestuurders	36,02	31,70	31,84

Het remuneratiecomité bestaat gemiddeld uit drie of vier bestuurders. Daarvan is gemiddeld tussen de 60 en de 70 procent onafhankelijk en tussen de 30 en de 40 procent afhankelijk. Dit betekent dat de meeste ondernemingen de wetgeving volgen, aangezien het remuneratiecomité uit een meerderheid van onafhankelijke bestuurders dient te bestaan. De meeste ondernemingen in de BelMid hebben een remuneratiecomité opgericht. Het aantal ondernemingen dat geen remuneratiecomité opricht, neemt af in de loop van de drie jaren. In 2009 hebben zes ondernemingen geen remuneratiecomité opgericht, in 2010 gaat het om vijf ondernemingen en in 2011 nog slechts om drie ondernemingen. De ondernemingen die geen remuneratiecomité hebben opgericht, zijn meestal ondernemingen die aan de specifieke criteria van artikel 526quater uit het Wetboek van Vennootschappen voldoen (dit artikel werd besproken in hoofdstuk 1).

5.3.3 BelSmall

5.3.3.1 Beloningsvariabelen

Tabel 5.41: CEO-beloning BelSmall

	2009	2010	2011
<u>CEO-beloning</u>			
Absoluut			
Basisloon	242.081,41	256.814,83	270.432,88
Variabele beloning (KT)	72.018,19	67.466,40	94.325,16
Variabele beloning (LT)	18.680,39	26.816,94	15.101,85
Toegekende aandelen	0,00	0,00	0,00
Toegekende opties	2.027,74	2.454,54	1.367,39
Toegekende warranten	19.444,44	22.878,78	19.049,17
Pensioen	3.899,01	5.986,07	8.647,12
Andere voordelen	7.395,50	11.228,69	19.257,98
Beloning als lid RvB	3.750,00	2.300,00	2.226,09
Totale beloning	330.997,16	355.145,71	409.991,08
Totale vaste beloning	257.125,91	276.329,58	300.564,07
Totale variabele beloning	90.698,58	97.004,65	111.858,72
Procentueel			
Basisloon	77,56	72,56	74,83
Variabele beloning (KT)	14,50	16,60	15,06
Variabele beloning (LT)	2,93	4,65	2,86
Pensioen	1,49	1,64	1,45
Andere voordelen	2,51	3,26	4,63
Beloning als lid RvB	1,01	1,34	1,09

Het basisloon van een CEO in de BelSmall kent een stijgende trend tussen 2009 en 2011. Deze stijging is eveneens terug te vinden in zowel de totale vaste beloning als de totale variabele beloning. We zien wel dat de variabele beloning op korte termijn een tegengestelde beweging maakt in vergelijking met de variabele beloning op lange termijn. De variabele beloning op korte termijn kent eerst een daling en vervolgens een sterke stijging, terwijl de variabele beloning op lange termijn eerst stijgt en daarna sterk daalt.

De toekenning van het gedeelte van de CEO-beloning in de vorm van pensioen neemt geleidelijk aan toe tussen 2009 en 2011. Ook de beloning in de vorm van andere voordelen stijgt in deze periode.

Als we kijken naar de samenstelling van het vergoedingspakket, zien we een daling van het aandeel basisloon tussen 2009 en 2010, waarna dit aandeel opnieuw stijgt, maar onder het niveau van 2009 blijft. Het aandeel van zowel de variabele beloning op korte termijn als op lange termijn kent daarentegen eerst een stijging en vervolgens een daling. Het aandeel van het pensioen in de

totale beloning blijft vrij constant tussen 2009 en 2011, maar het aandeel van de andere voordelen stijgt lichtjes.

5.3.3.2 Ondernemingsprestaties

Tabel 5.42: Ondernemingsprestaties BelSmall

	2008	2009	2010	2011
<u>Ondernemingsprestaties</u>				
Winst (x 1.000)	-214,99	-2.339,30	3.555,56	-1.585,31
Totale activa (x 1.000)	135.310,39	131.327,30	137.091,13	138.463,56
Marktkapitalisatie (x 1.000)	110.415,43	71.116,89	78.062,34	85.099,70
ROA	-0,03	-0,04	-0,04	-0,09
Tobin's Q	1,16	0,91	0,81	0,87

In 2009 maakt een onderneming van de BelSmall gemiddeld een verlies van 2.339.300. In 2008 werd er gemiddeld ook een verlies gemaakt, maar dit verlies was veel minder hoog. In 2010 is de gemiddelde onderneming opnieuw winstgevend, maar in 2011 daalt de gemiddelde winstgevendheid opnieuw sterk onder nul. De gemiddelde marktkapitalisatie daalt sterk tussen 2008 en 2009, maar stijgt vervolgens opnieuw geleidelijk aan. De ROA daalt tussen 2008 en 2011, met een sterke daling tussen 2010 en 2011. De Tobin's Q kent een sterke daling tussen 2008 en 2009 en daalt verder in 2010, waarna dit cijfer opnieuw stijgt tot net onder het niveau van 2009.

Wegens de beperkte impact van het opleidingsniveau op de beloning van de CEO (zoals gebleken uit een eerste analyse van de Bel20) werd beslist deze variabelen niet meer verder te verzamelen omwille van het tijdrovende karakter ervan. Daarnaast werd beslist de variabele aandelen- en optiebezit van een CEO in de BelSmall niet weer te geven aangezien, door heel gebrekkige informatie hieromtrent in het jaarverslag, de gegevens niet volledig genoeg bevonden werden.

5.3.3.3 Kenmerken van de CEO

Tabel 5.43: Kenmerken CEO BelSmall

	2009	2010	2011
<u>Kenmerken CEO</u>			
Ambtstermijn	6,77	7,69	8,00
Leeftijd	50,47	50,33	51,27

Een CEO van BelSmall-onderneming is gemiddeld 51 jaar oud in 2011 en staat gemiddeld reeds acht jaar aan het hoofd van de onderneming. Een onderneming in de BelMid bestaat in 2011 gemiddeld 52 jaar, heeft 127 werknemers en 20 dochterondernemingen. Het aantal werknemers daalt licht tussen 2009 en 2011.

5.3.3.4 Kenmerken van de onderneming

Tabel 5.44: Kenmerken onderneming BelSmall

	2009	2010	2011
<u>Kenmerken onderneming</u>			
Leeftijd	49,69	50,69	51,69
Aantal werknemers	130,15	127,75	127,32
Aantal dochterondernemingen	20,02	20,02	20,02

5.3.3.5 Aandeelhoudersstructuur

Tabel 5.45: Aandeelhoudersstructuur BelSmall

	2009	2010	2011
<u>Aandeelhoudersstructuur</u>			
Percentage blockholders	53,16	53,66	52,79
Aantal blockholders	2,71	2,80	2,69
Percentage in bezit van grootste ADH	34,66	33,99	33,72

Gemiddeld bezitten de aandeelhouders die in het bezit zijn van meer dan vijf procent van de aandelen, tussen de 53 en 54 procent van de aandelen. Een gemiddelde onderneming in de BelSmall heeft drie blockholders. Daarenboven bezit de grootste aandeelhouder gemiddeld tussen de 33 en 35 procent van de aandelen van een onderneming. We kunnen dus stellen dat het aandeelhouderschap in de BelSmall sterk geconcentreerd is.

5.3.3.6 Samenstelling van de raad van bestuur

Tabel 5.46: Samenstelling RvB BelSmall

	2009	2010	2011
<u>Samenstelling raad van bestuur</u>			
Aantal bestuurders	7,76	7,82	8,26
% niet-uitv., onafh. bestuurders	38,09	39,87	40,26
% niet-uitv., afh. bestuurders	39,76	37,99	38,92
% uitvoerende bestuurders	22,15	22,14	20,81

De raad van bestuur kent gemiddeld iets meer bestuurders in 2011 dan in 2010. De samenstelling wijzigt lichtjes tussen 2009 en 2011, waarbij het aandeel niet-uitvoerende, onafhankelijke bestuurders toeneemt. Het aandeel niet-uitvoerende, afhankelijke bestuurders neemt evenals het aandeel uitvoerende bestuurders af in de raad van bestuur.

5.3.3.7 Samenstelling van het remuneratiecomité

Tabel 5.47: Samenstelling RC BelSmall

	2009	2010	2011
<u>Samenstelling remuneratiecomité</u>			
Aantal bestuurders	3,08	3,05	3,17
Aantal onafhankelijke bestuurders	1,68	1,93	2,17
Aantal afhankelijke bestuurders	1,40	1,12	1,00
% onafhankelijke bestuurders	54,38	64,53	69,60
% afhankelijke bestuurders	45,62	35,47	30,40

Het remuneratiecomité bestaat in 2011 gemiddeld uit drie leden van wie er twee onafhankelijk zijn en een afhankelijk is. De samenstelling van het remuneratiecomité wijzigt sterk tussen 2009 en 2011. Opvallend is dat in 2009 slechts iets meer dan de helft van deze bestuurders onafhankelijk is en dat tegen 2011 bijna 70 procent van de bestuurders onafhankelijk is. Deze sterke stijging kan verklaard worden door de wet van 6 april 2010. Deze wet stelt immers dat het remuneratiecomité moet bestaan uit een meerderheid van onafhankelijke bestuurders.

Een aantal ondernemingen van de BelSmall hebben geen remuneratiecomité opgericht, omdat ze hiertoe niet verplicht zijn, wanneer ze aan de criteria vermeld in artikel 526quater uit het Wetboek van Vennootschappen voldoen. In 2009, 2010 en 2011 gaat het respectievelijk om 10, 7 en 8 ondernemingen.

5.3.4 Vergelijking Bel20, BelMid en BelSmall

Hoofdstuk 5 wordt afgerond met een vergelijking tussen de Bel20, de BelMid en de BelSmall. De vergelijking tussen de drie indexen met betrekking tot de verzamelde variabelen wordt gemaakt voor het meest recente jaar uit dit onderzoek, namelijk 2011.

De gemiddelde totale beloning ligt beduidend hoger voor een CEO van een Bel20 onderneming dan van een BelMid onderneming. In 2011 verdient een CEO uit de Bel20 gemiddeld 3,5 keer zoveel als een CEO uit de BelMid. Indien we vervolgens de samenstelling van de totale beloning in termen van totale vaste en totale variabele beloning bekijken, merken we op dat de totale vaste beloning een veel groter deel uitmaakt van de totale beloning voor een CEO uit de BelSmall dan voor een CEO uit de Bel20. We zien deze tendens ook voor het aandeel van de totale variabele beloning. Hieruit kunnen we dus besluiten, ten minste voor het jaar 2011, dat een onderneming uit de Bel20 een beloningspakket ontvangt dat voor een kleiner gedeelte uit vaste beloning bestaat dan een CEO uit de BelMid of de BelSmall. Het aandeel totale variabele beloning van een CEO uit de Bel20 ligt beduidend hoger dan het aandeel totale variabele beloning van een CEO uit de BelMid of de BelSmall. Of dit ook betekent dat er voor een CEO uit de Bel20 een sterker verband is tussen de beloning en de prestaties zal blijken uit de analyses in hoofdstuk 6. Wanneer we iets meer focussen op het verschil in de samenstelling van het beloningspakket van een CEO uit de BelMid en de BelSmall merken we op dat hier ook een duidelijk verschil bestaat, maar dat dit verschil minder sterk is dan bijvoorbeeld het verschil tussen de Bel20 en de BelMid. Een CEO uit de BelMid

ontvangt een kleiner aandeel totale vaste beloning en een groter aandeel totale variabele beloning dan een CEO uit de BelSmall.

Een onderneming uit de Bel20 (ROA is 0,08) presteert gemiddeld iets beter dan een onderneming uit de BelMid (ROA is 0,07), maar het verschil is zeer klein. De gemiddelde onderneming uit de Bel20 kent een negatieve 'return on assets' (ROA is -0,09). Dit wijst erop dat een onderneming uit de BelSmall in 2011 gemiddeld een stuk slechter presteerde dan een onderneming uit de BelMid of de Bel20.

De gemiddelde leeftijd van een CEO uit de Bel20 (56 jaar) ligt iets hoger dan de gemiddelde leeftijd van een CEO uit de BelMid (52 jaar). Een CEO uit de BelSmall (51 jaar) is gemiddeld één jaar jonger dan een CEO uit de BelMid. Een CEO uit de Bel20 staat gemiddeld reeds negen jaar aan het hoofd van de onderneming in 2011, terwijl een CEO uit de BelMid of de BelSmall gemiddeld acht jaar CEO is van de onderneming.

Een onderneming uit de Bel20 werd gemiddeld het langst geleden opgericht. De gemiddelde leeftijd van een onderneming in de Bel20, BelMid en BelSmall bedraagt respectievelijk 74 jaar, 49 jaar en 52 jaar. De ondernemingen uit de Bel20 zijn gemiddeld groter en complexer dan de ondernemingen uit de BelMid of de BelSmall. Een Bel20-onderneming heeft gemiddeld 2.852 werknemers en 211 dochterondernemingen. Een onderneming uit de BelMid telt gemiddeld meer werknemers en meer dochterondernemingen dan een onderneming uit de BelSmall.

De aandeelhoudersstructuur van een Bel20-onderneming verschilt vrij sterk van die van een BelMid- of BelSmall-onderneming. Het totale percentage aandelen in het bezit van aandeelhouders die meer dan vijf procent van de aandelen bezit, ligt beduidend lager in de gemiddelde Bel20-onderneming. Daarnaast telt een Bel20-onderneming gemiddeld 1,63 blockholders terwijl een gemiddelde onderneming uit de BelSmall 2,69 blockholders telt. Tot slot bezit de grootste aandeelhouder van een Bel20-onderneming 29,65 procent van de aandelen. Dit percentage ligt hoger dan in een BelMid- (38,71%) of BelSmall-onderneming (33,72%).

De samenstelling van de raad van bestuur van een onderneming uit de BelMid en uit de BelSmall is erg gelijkaardig. De samenstelling van de raad van bestuur in de Bel20 verschilt wel van de andere twee indexen. Gemiddeld telt de raad van bestuur van een Bel20-onderneming vier leden meer. In termen van de samenstelling zien we dat het percentage uitvoerende bestuurders in een Bel20-onderneming gemiddeld een stuk lager ligt (12% t.o.v. 19% en 21%). De samenstelling van het remuneratiecomité is wel erg gelijkaardig voor de drie indexen. Het aantal bestuurders verschilt zeer weinig voor de drie indexen, maar het is wel duidelijk dat het aantal bestuurders in het remuneratiecomité iets hoger is in een Bel20-onderneming (3,79) dan in een BelMid-onderneming (3,38). Een remuneratiecomité van een onderneming uit de BelMid (3,38) telt op zijn beurt gemiddeld iets meer leden dan van een onderneming uit de BelSmall (3,17).

Hoofdstuk 6: Meervoudige regressieanalyse

Om een antwoord te kunnen formuleren op de centrale onderzoeksvraag of er een relatie bestaat tussen de beloning van de CEO en de prestaties van de onderneming, worden een aantal regressiemodellen opgesteld. Het doel van deze modellen is om een vaststelling te doen over de richting en de sterkte van het verband tussen de prestaties en de beloning.

De twee centrale hypothesen van deze masterproef luiden als volgt:

H1: Er is een positief verband tussen de ROA en de totale variabele vergoeding

H2: Er is een positief verband tussen de tobin's Q en de totale variabele vergoeding

Er zal ook een vergelijking gemaakt worden tussen de verschillende jaren en tussen de verschillende indexen voor de gevonden sterkten van het verband tussen de CEO-beloning en de ondernemingsprestaties. Daarnaast zullen we aan de hand van de opgestelde modellen ook enkele vaststellingen doen over de richting van het verband tussen de beloning en de andere opgenomen variabelen.

Vooraleer we aan de analyse van de verzamelde gegevens kunnen beginnen, moet eerst een onderscheid gemaakt worden tussen de verschillende gegevenstypen. De drie belangrijkste gegevenstypen zijn:

- 'cross-sectional data': gegevens van verschillende entiteiten over één tijdsperiode;
- 'time series data': gegevens van één entiteit over verschillende tijdsperiodes;
- 'panel data': gegevens van meerdere entiteiten over verschillende tijdsperiodes.

In deze masterproef zal gebruikgemaakt worden van zowel 'cross-sectional data' als 'panel data'.

Aan de hand van 'cross-sectional data' kan informatie verkregen worden over de relaties tussen variabelen door het bestuderen van verschillen tussen mensen, ondernemingen of andere economische entiteiten gedurende één bepaalde tijdsperiode.

'Panel data' of longitudinale data bevatten gegevens van meerdere entiteiten, waarbij elke entiteit op twee of meer tijdsperiodes geobserveerd wordt. Het aantal entiteiten wordt aangeduid door de letter N en het aantal tijdsperiodes wordt aangeduid door de letter T (Stock & Watson, 2007). De hele dataset is 'panel data', aangezien een verzameling ondernemingen (N=106) op drie tijdsperiodes (T=3) wordt geobserveerd.

Binnen 'panel data' wordt er een onderscheid gemaakt tussen een 'balanced panel' en een 'unbalanced panel'. Een 'balanced panel' heeft al zijn observaties, dit wil zeggen dat de variabelen voor elke entiteit en elke tijdsperiode worden geobserveerd. Een 'unbalanced panel' heeft ontbrekende gegevens voor ten minste één tijdsperiode voor minstens één entiteit (Stock & Watson, 2007). Uit de analyses zal blijken dat de gebruikte 'panel'-datasets sterk gebalanceerd zijn.

Dit hoofdstuk wordt in drie grote delen opgesplitst naargelang de gebruikte dataset. Een eerste analyse zal gedaan worden voor de hele dataset (alle ondernemingen voor de drie jaren). De gegevens in deze dataset zijn 'panel data'. Een tweede analyse zal gedaan worden op alle ondernemingen per jaar ('cross-sectional data'). Tot slot zullen verschillende modellen getest worden per index over de drie jaren, waarbij het opnieuw om 'panel data' gaat.

Om de verzamelde gegevens te analyseren zal gebruikgemaakt worden van een meervoudige regressieanalyse. Meervoudige regressieanalyse is een statistische techniek die gebruikt kan worden om de relatie tussen een afhankelijke variabele en meerdere onafhankelijke variabelen te analyseren (Hair, Black, Babin, & Anderson, 2010).

Het schatten van de coëfficiënten van de modellen die gebruik maken van 'panel data' gebeurt aan de hand van een OLS, een 'fixed effect' model of een 'random effect' model. Om te beslissen welk van de drie modellen het meest van toepassing is, worden telkens twee testen uitgevoerd. Een eerste test, de Breush-Pagan Multiplier (LM) test, geeft aan of een OLS of een 'random effect' model het meest van toepassing is. De tweede test, de Hausman test, vergelijkt het 'random effect' model met het 'fixed effect' model. Het schatten van de coëfficiënten van de modellen die gebruik maken van 'cross-sectional' data gebeurt aan de hand van een OLS.

Om de relatie tussen de beloning van de CEO en de prestaties van de onderneming te onderzoeken, worden de beloningsvariabelen als afhankelijke variabele beschouwd en de prestaties van de onderneming als onafhankelijke variabele. Eerder in deze masterproef werd de beloning van de CEO opgesplitst in de volgende componenten: het basisloon, de variabele beloning op korte termijn, de variabele beloning op lange termijn, het pensioen, de andere voordelen en de beloning als lid van de raad van bestuur. Het analyseren van elk van deze componenten als afhankelijke variabele zou leiden tot een te groot aantal modellen. Daarom werd gekozen om de focus te leggen op de totale vaste en de totale variabele beloning. In hoofdstuk 5 werden deze twee variabelen als volgt gedefinieerd:

$$\begin{aligned} \textit{Totale vaste beloning} &= \textit{basisloon} + \textit{pensioen} + \textit{andere voordelen} \\ &+ \textit{beloning als lid van de raad van bestuur} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \textit{Totale variabele beloning} &= \textit{variabele beloning op korte termijn} \\ &+ \textit{variabele beloning op lange termijn} \end{aligned}$$

De belangrijkste onafhankelijke variabele die opgenomen wordt in de verschillende modellen, is de prestatie van de onderneming. Er zullen twee proxy's gebruikt worden voor deze variabele, namelijk ROA en Tobin's Q. Daarnaast zullen nog een aantal andere variabelen opgenomen worden, waarvan uit de literatuurstudie gebleken is dat ze mogelijk invloed kunnen hebben op de hoogte van de beloning.

Om een meervoudige regressieanalyse toe te passen, dienen voor elk model eerst een aantal assumpties gecontroleerd te worden.

1) Multicollineariteit

Multicollineariteit verwijst naar de correlatie tussen drie of meer onafhankelijke variabelen. De meest ideale situatie is de aanwezigheid van een hoge correlatie tussen een aantal onafhankelijke variabelen en de afhankelijke variabelen, maar weinig correlatie tussen de onafhankelijke variabelen zelf. De aanwezigheid van multicollineariteit kan invloed hebben op het voorspellend vermogen van het regressiemodel, op de schatting van de regressiecoëfficiënten en op de statistische significantietesten. Er bestaan verschillende manieren om de aanwezigheid van multicollineariteit te testen. Een eerste manier is het controleren van de correlatiematrix van de onafhankelijke variabelen. Een tweede manier is aan de hand van de 'variance inflation factor' (VIF). Algemeen wordt aangenomen dat er sprake is van multicollineariteit, wanneer de VIF-waarde van een variabele hoger is dan 10 of de tolerance-waarde lager is dan 0,10 (Hair et al., 2010). Een mogelijke oplossing voor multicollineariteit is het weglaten van een of meer onafhankelijke variabelen die sterk gecorreleerd zijn.

2) Heteroskedasticiteit

Heteroskedasticiteit betekent dat de variantie van de residuen van de onafhankelijke variabelen afhankelijk is van de afhankelijke variabele. Om de modellen te testen op heteroskedasticiteit wordt gebruikgemaakt van de Cook-Weisbergtest. Indien de p-waarde kleiner is dan 0,05, wordt de nulhypothese van constante variantie verworpen (homoskedasticiteit). In dat geval is er sprake van heteroskedasticiteit en zal een robuuste regressie gebruikt worden.

3) Normaliteit

Een derde veronderstelling is de veronderstelling van normaliteit. Normaliteit verwijst naar de vorm van de gegevensverdeling van een individuele metrische variabele en zijn overeenkomst met de normale verdeling. De curve van een normale verdeling is klokvormig en symmetrisch. Indien de afwijking van de normale verdeling te groot is, zullen alle resulterende statistische testen ongeldig zijn, omdat normaliteit vereist is om de F- en de t-statistiek te gebruiken.

De vorm van een verdeling kan beschreven worden aan de hand van twee maatstaven, namelijk de 'kurtosis' (welving) en de 'skewness' (scheefheid). De 'kurtosis' verwijst naar de mate van platheid of pieken of naar de hoogte van de verdeling in vergelijking met de normale verdeling. 'Skewness' verwijst naar de balans van de verdeling. De verdeling is niet gebalanceerd en scheef naar een kant (links of rechts) of symmetrisch met ongeveer dezelfde vorm aan beide kanten. Een positieve scheefheid duidt op een verdeling die verschoven is naar links, terwijl een negatieve scheefheid duidt op een verschuiving naar rechts. De 'skewness' en 'kurtosis' van een normale verdeling krijgen meestal de waarde nul. Een variabele met een 'Skewness'-waarde die binnen het interval $[-1, +1]$ valt, wordt als een normaal verdeelde variabele beschouwd. Om te bepalen of de bekomen waarden voor beide maatstaven sterk afwijken van nul, kan in STATA gebruikgemaakt worden van de 'Skewness/Kurtosis tests for Normality'. De nulhypothese van deze test stelt dat de variabele normaal verdeeld is. Indien de p-waarde kleiner is dan 0,05, is de variabele niet normaal verdeeld.

De meest eenvoudige test om de normaliteit van een variabele te controleren is aan de hand van een visuele controle, waarbij het histogram van de waarden voor een bepaalde variabele vergeleken wordt met een normale verdeling. Dit is een erg eenvoudige methode, maar niet zo betrouwbaar voor kleine steekproeven.

De Shapiro-Wilktest (beschikbaar in STATA) en de Kolmogorov-Smirnovtest zijn specifieke testen, die beschikbaar zijn in SPSS, om de normaliteit van een variabele te controleren. Deze twee testen berekenen het significantieniveau voor de verschillen ten opzichte van een normale verdeling. Ook bij deze testen moet er opgelet worden dat de steekproef niet te klein is (minder dan 30), maar de steekproef mag ook niet te groot zijn (meer dan 1000).

Er bestaan verschillende methoden om een niet-normaal verdeelde om te vormen tot een normaal verdeelde variabele. Wanneer de verdeling platter is dan een normale verdeling, is het nemen van de inverse de meest gebruikte transformatie. Een negatief scheve verdeling kan omgevormd worden tot een normale verdeling door het nemen van het kwadraat of de derde macht. Het nemen van het logaritme of de vierkantswortel is meestal de beste oplossing voor een positief scheve verdeling (Hair et al., 2010; Janssens et al., 2008).

Om te bepalen of een variabele al dan niet normaal verdeeld is, wordt eerst gebruikgemaakt van een visuele controle via SPSS. De visuele controle wordt gedaan aan de hand van een histogram, waarop ook de normale verdeling wordt afgebeeld, het boxplot, de 'skewness'- en de 'kurtosis'-waarde. Indien de variabele niet normaal verdeeld is, wordt het natuurlijke logaritme van de variabele genomen. Wanneer ook het nemen van het logaritme van de variabele geen oplossing biedt, zullen we voorzichtig moeten zijn bij de interpretatie van het model.

Van de onafhankelijke variabelen CEOAmbtstermijn, CEOLeeftijd, OndernLeeftijd, Werknemers, Dochterondern, TotBest wordt het natuurlijke logaritme genomen om een betere verdeling te bekomen. Hierbij dient echter opgemerkt te worden dat het nemen van het logaritme leidt tot een betere verdeling, maar in veel gevallen is de variabele nog steeds niet normaal verdeeld. De onafhankelijke variabelen ROA, TobinsQ en GrootsteADH blijven in hun oorspronkelijke vorm behouden. Op de afhankelijke variabelen TotVasteBel en TotVarBel wordt wel een logaritmische transformatie toegepast.

Voor elke analyse worden de volgende vier regressies uitgevoerd:

$$\text{TotVasteBel} = \alpha + \beta_1\text{ROA} + \beta_2\text{CEOAmbtstermijn} + \beta_3\text{CEOLEeftijd} + \beta_4\text{OndernLeeftijd} + \beta_5\text{Werknemers} + \beta_6\text{DochterOndern} + \beta_7\text{GrootsteADH} + \beta_8\text{TotBest}$$

$$\text{TotVasteBel} = \alpha + \beta_1\text{TobinsQ} + \beta_2\text{CEOAmbtstermijn} + \beta_3\text{CEOLEeftijd} + \beta_4\text{OndernLeeftijd} + \beta_5\text{Werknemers} + \beta_6\text{DochterOndern} + \beta_7\text{GrootsteADH} + \beta_8\text{TotBest}$$

$$\text{TotVarBel} = \alpha + \beta_1\text{ROA} + \beta_2\text{CEOAmbtstermijn} + \beta_3\text{CEOLEeftijd} + \beta_4\text{OndernLeeftijd} + \beta_5\text{Werknemers} + \beta_6\text{DochterOndern} + \beta_7\text{GrootsteADH} + \beta_8\text{TotBest}$$

$$\text{TotVarBel} = \alpha + \beta_1\text{TobinsQ} + \beta_2\text{CEOAmbtstermijn} + \beta_3\text{CEOLEeftijd} + \beta_4\text{OndernLeeftijd} + \beta_5\text{Werknemers} + \beta_6\text{DochterOndern} + \beta_7\text{GrootsteADH} + \beta_8\text{TotBest}$$

De resultaten van deze regressies zullen telkens in de bijhorende tabel weergegeven worden.

Onderstaande tabel geeft een opsomming van de opgenomen variabelen en hun afkortingen.

Tabel 6.1: Lijst van afkortingen

Variabele	Afkorting
Afhankelijke variabelen	
Totale vaste beloning	TotVasteBel
Totale variabele beloning	TotVarBel
Onafhankelijke variabelen	
Return on assets	ROA
Tobin's Q	TobinsQ
CEO-ambtstermijn	CEOAmbtstermijn
Leeftijd CEO	CEOLEeftijd
Leeftijd onderneming	OndernLeeftijd
Aantal werknemers	Werknemers
Aantal dochterondernemingen	DochterOndern
Percentage aandelen in handen van de grootste aandeelhouder	GrootsteADH
Aantal bestuurders in de RvB	TotBest

6.1 Analyse van de hele dataset

Een eerste analyse betreft de analyse van de hele dataset. Dit wilt zeggen de Bel20, de BelMid en de BelSmall over de jaren 2009, 2010 en 2011. Hiervoor zullen we gebruik maken van een methode om 'panel data' te analyseren.

Om een beter model te krijgen, werd eerst gekeken naar de correlatie tussen het remuneratieniveau en respectievelijk de ROA en de Tobin's Q. In de analyses op basis van 'panel data' worden enkel de ondernemingen opgenomen die een positieve relatie vertonen tussen het niveau van de beloning en respectievelijk de ROA en de Tobin's Q (correlaties zie bijlage 5). Wanneer de correlatie negatief is, betekent dit dat de beloning van een bepaald boekjaar niet gerelateerd is aan de prestaties van dat boekjaar. De beloning hangt in dat geval waarschijnlijk af van de beloning van het vorig boekjaar of een van de boekjaren daarvoor.

Tabel 6.2: Resultaten regressieanalyse hele dataset

Model	Totale vaste beloning		Totale variabele beloning	
	Met ROA	Met Tobin's Q	Met ROA	Met Tobin's Q
Constance	15,6121***	16,2757***	20,6831	15,6980
Ondernemingsprestaties				
ROA	0,0977	-	4,4139***	-
Tobin's Q	-	0,1114**	-	0,1734
Kenmerken CEO				
CEO-ambtstermijn	0,1426***	0,0326	0,3782	0,4151
Leeftijd CEO	-0,9277	-0,0619	-4,4212	-3,1670
Kenmerken onderneming				
Leeftijd onderneming	0,0277	0,3729	-0,2232	-0,0887
Werknemers	0,1641***	-0,1398	0,1912***	0,0277
Dochterondernemingen	0,1953**	-0,9286***	0,6675***	0,3806
Aandeelhoudersstructuur				
Grootste ADH	0,0024	0,0092*	-0,0082	-0,0331
Samenstelling RvB				
Totale bestuurders	-0,2940	-0,2461	2,5550**	3,2632
R ²	0,3351	0,3569	0,5533	0,0135
Model F statistic	46,27***	3,88***	14,84***	5,79

N=84 (ROA), N=99 (Tobin's Q) voor totale vaste beloning, N=85 (ROA), N=100 (Tobin's Q) voor totale variabele beloning

* betekent significant op het 10 procent niveau

** betekent significant op het 5 procent niveau

*** betekent significant op het 1 procent niveau

Aangezien we hier met 'panel data' werken moeten we ook controleren voor de fixed versus random effecten. Uit de testen blijkt dat een random effect model het meest aangewezen is voor de totale vaste beloning met de ROA als onafhankelijke variabele. De getoonde coëfficiënten zijn bijgevolg de coëfficiënten van het random effect model. Voor de totale vaste beloning met Tobin's Q als onafhankelijke variabele blijkt het fixed effect model het meest aangewezen. Voor de totale variabele beloning met ROA als onafhankelijke variabele is OLS het beste. Tot slot maken we gebruik van een random effect model voor het model met de totale variabele beloning met Tobin's Q als onafhankelijke variabele.

Bovenstaande tabel geeft de resultaten van de regressieanalyse van de vier regressiemodellen voor de hele dataset. Onder de tabel wordt telkens het aantal observaties voor het betreffende regressiemodel weergegeven.

De twee modellen met de totale vaste beloning als afhankelijke variabele zijn significant op het 1 procent niveau. In het eerste model met de ROA als onafhankelijke variabele blijkt dat de CEO-ambtstermijn, het aantal werknemers en het aantal dochterondernemingen een significante positieve invloed hebben op de hoogte van de totale vaste beloning. Het tweede model met de Tobin's Q als onafhankelijke variabele geeft daarentegen aan dat het aantal dochterondernemingen een significant negatieve invloed heeft op de totale vaste beloning van de CEO. In het tweede model verandert het teken van de variabele dochterondernemingen. De twee andere significante variabelen grootste ADH en Tobin's Q hebben een positieve invloed op de totale vaste beloning. Een derde significant model is het model met de ROA als onafhankelijke variabele en de totale variabele beloning als afhankelijke variabele. Uit dit model blijkt dat de ROA een sterke positieve invloed heeft op de hoogte van de totale variabele beloning. Aan de hand van dit model kunnen we concluderen dat de variabele CEO-beloning wel degelijk gerelateerd is aan de prestaties van de onderneming. Daarnaast hebben ook het aantal werknemers, het aantal dochterondernemingen en het aantal bestuurders in de raad van bestuur een significante positieve invloed op de totale variabele beloning. Het vierde model met de totale variabele beloning als afhankelijke variabele en de Tobin's Q als onafhankelijke variabele is niet significant.

6.2 Analyse per jaar

Een tweede groep analyses zullen worden uitgevoerd op de drie datasets die de gegevens van alle Belgische beursgenoteerde ondernemingen per jaar bevatten. Zodoende kan de sterkte van het verband tussen de CEO-beloning en de ondernemingsprestaties in de jaren 2009, 2010 en 2011 met elkaar vergeleken worden. Voor de volgende drie modellen wordt er geen opsplitsing gemaakt naar correlatie zoals gedaan werd voor de hele dataset. Dit werd hier niet gedaan omdat de correlatie over de drie jaren berekend werd en niet jaarlijks.

6.2.1 Analyse van de Bel20, BelMid en BelSmall voor 2009

Tabel 6.3: Resultaten regressieanalyse Bel20, BelMid en BelSmall 2009

Model	Totale vaste beloning		Totale variabele beloning	
	Met ROA	Met Tobin's Q	Met ROA	Met Tobin's Q
Constance	6,4302***	6,1999**	19,1487	21,9255
Ondernemingsprestaties				
ROA	0,3273	-	12,6434***	-
Tobin's Q	-	0,0828	-	-1,2335
Kenmerken CEO				
CEO-ambtstermijn	0,0542	0,0873	0,3309	0,4518
Leeftijd CEO	1,3111*	1,2687*	-2,2276	-3,6666
Kenmerken onderneming				
Leeftijd onderneming	-0,1467**	-0,1436**	0,6349	1,0200
Werknemers	0,0582	0,0600	0,2240	0,1819
Dochterondernemingen	0,2698***	0,2811***	-0,1869	-0,2331
Aandeelhoudersstructuur				
Grootste ADH	-0,0040	-0,0040	-0,0716**	-0,0391
Samenstelling RvB				
Totale bestuurders	0,3818	0,4756	0,0359	0,8061
R ²	0,5987	0,6004	0,4491	0,2278
Model F statistic	15,88***	17,05***	8,54***	1,66

N=46 voor totale vaste beloning, N=47 voor totale variabele beloning

Het eerste model voor de drie indexen voor het jaar 2009 met de totale vaste beloning als afhankelijke variabele en de ROA als onafhankelijke variabele is significant. Dit model geeft aan dat de leeftijd van de onderneming een significante negatieve invloed heeft op de hoogte van de totale vaste beloning. De leeftijd van de CEO en het aantal dochterondernemingen hebben een significante positieve invloed op de totale vaste beloning. Het tweede model is ook significant en hieruit blijkt dat de leeftijd van de onderneming opnieuw een negatieve invloed uitoefent op de hoogte van de totale vaste beloning. De relatie tussen de totale vaste beloning en respectievelijk de leeftijd van de CEO en het aantal dochterondernemingen is significant en positief. Het derde model met als afhankelijke variabele de totale variabele beloning en als onafhankelijke variabele de ROA is significant. In dit model zijn twee variabelen significant, namelijk de ROA en het percentage aandelen in het bezit van de grootste aandeelhouder. De ROA heeft een significante grote invloed op de totale variabele beloning. Hoe hoger het percentage aandelen in het bezit van de grootste

aandeelhouder hoe lager de totale variabele beloning zal zijn. Het vierde model met Tobin's Q als onafhankelijke variabele is net zoals voor de hele dataset niet significant.

6.2.2 Analyse van de Bel20, BelMid en BelSmall voor 2010

Tabel 6.4: Resultaten regressieanalyse Bel20, BelMid en BelSmall 2010

Model	Totale vaste beloning		Totale variabele beloning	
	Met ROA	Met Tobin's Q	Met ROA	Met Tobin's Q
Constance	-5,0254	-5,6787	-11,4036	-10,4419
Ondernemingsprestaties				
ROA	-1,4318	-	2,2763	-
Tobin's Q	-	0,0817	-	0,3409
Kenmerken CEO				
CEO-ambtstermijn	0,0930	0,0320	-0,2353	-0,1047
Leeftijd CEO	3,1687*	3,4372*	4,7615	4,1534
Kenmerken onderneming				
Leeftijd onderneming	0,0620	0,0469	0,5699	0,6089
Werknemers	0,1521*	0,1346*	0,0947	0,1372
Dochterondernemingen	0,3064*	0,3160**	-0,1328	-0,1638
Aandeelhoudersstructuur				
Grootste ADH	-0,0379*	-0,0391*	-0,0548*	-0,0500*
Samenstelling RvB				
Totale bestuurders	1,9376*	1,8053*	1,7196	1,9834
R ²	0,3579	0,3556	0,1386	0,1435
Model F statistic	1,37	1,32	1,43	1,21

N=57 voor totale vaste beloning, N=58 voor totale variabele beloning

In 2010 blijkt geen enkel model significant te zijn. We kunnen voor 2010 dan ook geen uitspraak doen over het verband tussen de prestaties van de onderneming en de beloning van de CEO.

6.2.3 Analyse van de Bel20, BelMid en BelSmall voor 2011

Tabel 6.5: Resultaten regressieanalyse Bel20, BelMid en BelSmall 2011

Model	Totale vaste beloning		Totale variabele beloning	
	Met ROA	Met Tobin's Q	Met ROA	Met Tobin's Q
Constance	-0,9664	-0,1131	15,1166	7,5592
Ondernemingsprestaties				
ROA	-0,6159	-	3,4964***	-
Tobin's Q	-	0,1284	-	-0,0638
Kenmerken CEO				
CEO-ambtstermijn	0,2610	0,2217	0,6443	0,9326
Leeftijd CEO	2,4577	2,3001	-3,8898	-2,6633
Kenmerken onderneming				
Leeftijd onderneming	-0,1151	-0,1320	0,4967	0,6729
Werknemers	0,2280*	0,2265*	0,4881**	0,4941**
Dochterondernemingen	0,0625	0,0512	-0,2446	-0,1972
Aandeelhoudersstructuur				
Grootste ADH	-0,0045	-0,0046	-0,0233	-0,0262
Samenstelling RvB				
Totale bestuurders	1,3538*	1,2702*	3,2509	3,9202
R ²	0,3185	0,3139	0,2789	0,2182
Model F statistic	5,15***	5,17***	4,62***	2,68**

N=74 voor totale vaste beloning, N=73 voor totale variabele beloning

De modellen voor 2011 zijn alle vier significant. Voor de twee modellen met de totale vaste beloning als afhankelijke variabele zijn dezelfde twee variabelen significant. Het aantal werknemers en het totaal aantal bestuurders zijn positief gerelateerd aan de totale vaste beloning. In het derde model is er een significant en vrij groot positief verband aanwezig tussen de ROA en de totale variabele beloning. Daarnaast is er een significant, maar kleiner verband tussen het aantal werknemers en de totale variabele beloning. Het vierde model met de totale variabele beloning als afhankelijke variabele en de Tobin's Q heeft slechts een significante variabele, namelijk het aantal werknemers. Deze variabele is positief gerelateerd aan de totale variabele beloning.

6.3 Analyse per index

6.3.1 Analyse van de Bel20 voor 2009, 2010 en 2011 samen

Tabel 6.6: Resultaten regressieanalyse Bel20 voor 2009, 2010 en 2011 samen

Model	Totale vaste beloning		Totale variabele beloning	
	Met ROA	Met Tobin's Q	Met ROA	Met Tobin's Q
Constante	10,6645**	9,3686*	40,1407***	29,6835***
Ondernemingsprestaties				
ROA	0,0345	-	1,5751**	-
Tobin's Q	-	0,0071	-	0,1873
Kenmerken CEO				
CEO-ambtstermijn	0,0134	-0,0088	0,3424**	0,4577**
Leeftijd CEO	0,3275	0,9402	-8,5401***	-3,3831
Kenmerken onderneming				
Leeftijd onderneming	0,2647	0,1502	0,1458	0,6289**
Werknemers	0,0535	-0,0855	0,0184	-0,0748
Dochterondernemingen	0,0252	0,1666	0,2908***	0,2558
Aandeelhoudersstructuur				
Grootste ADH	0,0018	0,0076	0,0332***	0,0745***
Samenstelling RvB				
Totale bestuurders	0,1052	-0,0678	1,4965**	-3,5231***
R ²	0,1684	0,1287	0,7661	0,3945
Model F statistic	5,72	7,95	29,91***	18,16**

N=35 (ROA), N=38 (Tobin's Q) voor totale vaste beloning, N=35 (ROA), N=38 (Tobin's Q) voor totale variabele beloning

Alle modellen, behalve het model met totale variabele beloning als afhankelijke variabele en de ROA als onafhankelijke variabele waarop een OLS werd uitgevoerd, werden opgesteld volgens het 'random effect' model.

Indien een analyse gedaan wordt voor de Bel20 over de jaren 2009, 2010 en 2011 blijken enkel de modellen met de totale variabele beloning als afhankelijke variabele significant te zijn. In het derde model met de ROA als onafhankelijke variabele zijn zes variabelen significant. Er is een positieve relatie aanwezig tussen de ROA en de totale variabele beloning. Daarnaast zijn het aantal bestuurders in de raad van bestuur, het percentage aandelen in het bezit van de grootste

aandeelhouder, het aantal dochterondernemingen en de CEO-ambtstermijn positief gerelateerd aan de totale variabele beloning van de CEO. De zesde significante variabele, leeftijd van de CEO, heeft negatieve invloed op de totale variabele beloning. Dit betekent dat naarmate de CEO ouder is, de totale variabele beloning lager zal zijn. Het vierde model met de Tobin's Q als afhankelijke variabele kent vier significante variabelen. De variabelen CEO-ambtstermijn, de leeftijd van de onderneming en het percentage aandelen in het bezit van de grootste aandeelhouder zijn positief gerelateerd aan de totale variabele CEO-beloning. In dit model, in tegenstelling tot in model 3, is er een negatief verband tussen het totaal aantal bestuurders en de totale variabele beloning van de CEO.

6.3.2 Analyse van de BelMid voor 2009, 2010 en 2011 samen

Tabel 6.7: Resultaten regressieanalyse BelMid voor 2009, 2010 en 2011 samen

Model	Totale vaste beloning		Totale variabele beloning	
	Met ROA	Met Tobin's Q	Met ROA	Met Tobin's Q
Constante	3,4414	14,4347***	1,0126	-6,2942
Ondernemingsprestaties				
ROA	1,7843**	-	5,1704***	-
Tobin's Q	-	0,0523	-	0,7051
Kenmerken CEO				
CEO-ambtstermijn	-0,4669***	0,2127	0,1095	-2,5430**
Leeftijd CEO	3,1689***	-0,9269	1,6895	8,0905
Kenmerken onderneming				
Leeftijd onderneming	0,9569***	0,9385**	0,2760	0,5369
Werknemers	-0,3873***	-0,2157	-0,1381	-0,8341
Dochterondernemingen	-0,4174***	omitted	0,4344*	-0,2744
Aandeelhoudersstructuur				
Grootste ADH	-0,0183***	0,0038	-0,0265***	-0,0170
Samenstelling RvB				
Totale bestuurders	-0,8732	-0,2925	1,3669	-3,5476
R ²	0,7879	0,6213	0,7126	0,0170
Model F statistic	17,51***	4,69***	14,40***	13,42*

N=28 (ROA), N=41 (Tobin's Q) voor totale vaste beloning, N=29 (ROA), N=42 (Tobin's Q) voor totale variabele beloning

De modellen met ROA als onafhankelijke variabele werden berekend aan de hand van OLS. Voor het model met als afhankelijke variabele de totale vaste beloning en als onafhankelijke variabele

Tobin's Q werd een 'fixed effect' model toegepast. Een 'random effect' model werd gebruikt voor het model met als afhankelijke variabele de totale variabele beloning en Tobin's Q als onafhankelijke variabele.

De uitgevoerde meervoudige regressieanalyses geven aan dat de vier modellen significant zijn. Een belangrijke opmerking die hierbij gemaakt moet worden, is dat het aantal observaties erg laag ligt zeker voor model 1 en 3. Deze modellen tellen acht onafhankelijke variabelen en respectievelijk slechts 28 en 29 observaties. Normaal wordt aangeraden om vijf observaties per onafhankelijke variabele te hebben (Hair et al., 2010). Wanneer de ratio van het aantal observaties ten opzichte van het aantal onafhankelijke variabelen lager dan vijf is, bestaat er een risico op 'overfitting'. Dit betekent dat de resultaten te specifiek zijn voor de steekproef en niet veralgemeend kunnen worden. Hierdoor is het mogelijk dat deze modellen erg goed lijken, maar dit in werkelijkheid niet zijn. Het eerste model telt zeven significante variabelen, wat beduidend hoger is dan het aantal significante variabelen in de vorige modellen. Dit is een tweede indicatie voor 'overfitting'. De zeven significante variabelen zijn: de ROA, de CEO-ambtstermijn, de CEO-leeftijd, de leeftijd van de onderneming, het aantal werknemers, het aantal dochterondernemingen en het percentage aandelen in het bezit van de grootste aandeelhouder. Enkel de ROA, de leeftijd van de CEO en de leeftijd van de onderneming zijn positief gerelateerd aan de totale vaste beloning. De overige variabelen geven blijk van een negatief verband met de totale vaste beloning. Het tweede model met als afhankelijke variabele de totale vaste beloning en als onafhankelijke variabele de Tobin's Q is ook significant. In dit model heeft enkel de ondernemingsleeftijd een significante (positieve) invloed op de hoogte van de totale vaste beloning. Het derde model bestaat uit twee significante variabelen. De ROA heeft een grote positieve invloed op de totale variabele beloning. Het percentage aandelen in het bezit van de grootste aandeelhouder is negatief gerelateerd aan de hoogte van de totale variabele beloning. Het vierde model is net significant op het 10 procent niveau. Dit model bestaat uit een significante variabele, namelijk de CEO-ambtstermijn. Hoe langer de CEO aan het hoofd van de onderneming staat, hoe lager de totale variabele beloning.

6.3.3 Analyse van de BelSmall voor 2009, 2010 en 2011 samen

Onderstaande tabel geeft de resultaten van de vier regressieanalyses voor de BelSmall over de drie jaren. De vier regressies werden berekend aan de hand van een OLS. De opgestelde modellen zijn volgens de analyses alle vier significant. Gezien het feit dat alle vier de modellen slechts uit 20 observaties bestaan voor acht onafhankelijke variabelen beslissen we de resultaten van deze modellen als niet betrouwbaar te beschouwen.

Tabel 6.8: Resultaten regressieanalyse BelSmall voor 2009, 2010 en 2011 samen

Model	Totale vaste beloning		Totale variabele beloning	
	Met ROA	Met Tobin's Q	Met ROA	Met Tobin's Q
Constante	29,1421***	15,9642***	178,4391***	250,5378***
Ondernemingsprestaties				
ROA	0,0796	-	6,7073***	-
Tobin's Q	-	-0,3958	-	2,9065
Kenmerken CEO				
CEO-ambtstermijn	0,4585***	0,2907**	0,8091	5,3638***
Leeftijd CEO	-5,7269***	-0,9245	-52,3547***	-84,8570***
Kenmerken onderneming				
Leeftijd onderneming	0,7435***	0,3049**	7,4045***	0,9325
Werknemers	0,0489	0,1858*	-1,3347**	-4,6581**
Dochterondernemingen	-1,2332***	-0,9363**	-10,9407***	8,0182
Aandeelhoudersstructuur				
Grootste ADH	-0,0104***	0,0004	0,0278	-0,0723
Samenstelling RvB				
Totale bestuurders	2,8769***	0,4851	19,1506***	33,2488**
R ²	0,8840	0,8148	0,7802	0,6682
Model F statistic	9,55***	13,67***	13,64***	7,05***

N=20 (ROA en Tobin's Q) voor totale vaste beloning, N=20 (ROA en Tobin's Q) voor totale variabele beloning

Hoofdstuk 7: Besluit

7.1 Conclusie

De conclusie zal eerst een antwoord formuleren op de centrale onderzoeksvraag: is er een verband tussen de prestaties van een onderneming en de beloning van de CEO binnen de Belgische beursgenoteerde ondernemingen? Vervolgens wordt het verband tussen de beloning en de andere opgenomen variabelen, voor de hele dataset, beschreven.

Indien we de resultaten van de regressies voor de hele dataset bekijken, zien we dat er geen significant verband is tussen de ROA en de totale vaste beloning, maar dat er wel een sterk positief verband is tussen de ROA en de totale variabele beloning. Dit bevestigt hypothese 1 en betekent dat Belgische beursgenoteerde ondernemingen de variabele beloning laten afhangen van de in dat boekjaar behaalde ondernemingsprestaties. Daarnaast zien we ook dat de Tobin's Q (0,1114) invloed heeft op de hoogte van de totale vaste beloning. Aangezien het vierde model niet significant is, kunnen we geen uitspraak doen over hypothese 2.

De analyse van de dataset per jaar geeft geen significante modellen voor het jaar 2010. Hierdoor kunnen enkel conclusies voor de jaren 2009 en 2011 getrokken worden. Zowel in 2009 als in 2011 heeft de ROA enkel een significante invloed op de totale variabele beloning. De invloed van deze variabele is vrij groot en de coëfficiënt voor 2009 en 2011 is respectievelijk 12,6434 en 3,4964. Dit resultaat geeft aan dat het verband tussen de totale variabele beloning en de prestaties van de onderneming lager is in 2011 dan in 2009. Nochtans was de verwachting eerder dat dit verband zou zijn toegenomen door de wet van 6 april 2010. De Tobin's Q heeft in geen van de jaren een significante invloed op de afhankelijke variabelen.

Indien we kijken naar de resultaten van de Bel20 over de drie jaren zien we dat enkel de ROA een significante invloed heeft en dit enkel op de hoogte van de totale variabele beloning. Opnieuw vinden we een vrij sterk verband tussen de ondernemingsprestaties en de totale variabele CEO-beloning. De sterkte van dit verband is groter voor de BelMid en de BelSmall vertoont op zijn beurt een sterker verband tussen de prestaties en de variabele beloning dan de BelMid. Toch is enige voorzichtigheid aangewezen bij deze conclusie omdat de modellen van de BelMid en de BelSmall, zoals eerder aangehaald, uit een klein aantal observaties bestaan ten opzichte van het aantal onafhankelijke variabelen.

Tot slot worden enkele conclusies getrokken over de relatie tussen de overige opgenomen variabelen en de CEO-beloning en dit voor de hele dataset. De drie significante modellen, model 1, 2 en 3, hebben één variabele gemeenschappelijk die in elk van de modellen significant is. Het gaat om de variabele dochterondernemingen. In het model met de ROA heeft deze variabele een positieve invloed op zowel de totale vaste als de totale variabele beloning. In het model met Tobin's Q als onafhankelijke variabele is het verband met de totale vaste beloning echter negatief. De resultaten van het eerste model (met ROA) geven daarnaast aan dat er een positief verband bestaat tussen de CEO-ambtstermijn en de totale vaste beloning en tussen het aantal werknemers en de totale vaste beloning. Het tweede model (met Tobin's Q) laat een positief verband zien

tussen het percentage aandelen in handen van de grootste aandeelhouder en de totale vaste beloning. Het derde model geeft aan dat het totaal aantal bestuurders in de raad van bestuur en het aantal werknemers positief gerelateerd zijn aan de totale variabele beloning.

7.2. Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek

De R^2 van de drie significante modellen voor de hele dataset ligt tussen de 0,33 en de 0,55. Dit betekent dat de opgenomen onafhankelijke variabelen tussen de 33 procent en de 55 procent van de variantie van de afhankelijke variabele verklaren (Hair et al., 2010). Dit duidt erop dat er nog andere variabelen zijn die een invloed hebben op de afhankelijke variabelen, maar die in deze masterproef niet werden opgenomen. Chalmers, Koh en Stapledon (2006) nemen bijvoorbeeld de variabele bedrijfsrisico op in hun modellen. Ze definiëren bedrijfsrisico als de standaardafwijking van het dagelijkse aandelenrendement ('stock market return') over een periode van 12 maanden. Daarnaast zullen nog andere niet opgenomen variabelen een gedeelte van de variantie van de afhankelijke variabelen verklaren.

In deze masterproef worden de prestaties van de onderneming gemeten aan de hand van de ROA en de Tobin's Q. De prestatiegebonden beloning van de CEO kan echter gebaseerd zijn op tal van andere maatstaven, zowel financieel als niet-financieel, die verschillend zijn van onderneming tot onderneming.

De wet van 6 april 2010 stelt dat ten minste een vierde van de variabele remuneratie van een uitvoerend bestuurder moet gebaseerd zijn op vooraf vastgelegde en objectief meetbare prestatiecriteria over een periode van minstens twee jaar, en ten minste een ander vierde dient gebaseerd te zijn op vooraf vastgelegde en objectief meetbare prestatiecriteria over een periode van minstens drie jaar. Het zou interessant zijn, naar toekomstig onderzoek toe, om het verband tussen de variabele beloning en de prestaties over meerdere jaren te onderzoeken. In deze masterproef wordt enkel het verband tussen de beloning en de prestaties van één bepaald boekjaar onderzocht. Het ook opnemen van de prestaties van de jaren ervoor zal mogelijk leiden tot een beter totaal beeld van de relatie tussen de variabele beloning en de prestaties van de onderneming.

Daarnaast zou het interessant zijn om enkele interviews af te nemen van een aantal leden van het remuneratiecomité van beursgenoteerde ondernemingen die van meer dan één remuneratiecomité lid zijn. Het lidmaatschap tot meer dan één remuneratiecomité laat deze bestuurders toe om de vragen algemener te beantwoorden zonder te vertellen welke onderneming het betreft. Aangezien het soms om gevoelig informatie gaat, zal zo de bereidheid tot medewerking waarschijnlijk groter zijn. Mogelijke kandidaten voor deze interviews zijn Jozef Cornu (Agfa-Gevaert, Belgacom en KBC), Julien De Wilde (Nyrstar, Telenet en Agfa-Gevaert), Luc Van Nevel (Picanol, PinguinLutosa en Jensen-groep) en Frank Donck (Telenet, Zenitel).

Een laatste aanbeveling naar verder onderzoek toe is het onderzoeken van de sterkte van het verband tussen de verandering in de CEO-beloning en de verandering in de prestaties van de onderneming.

Geraadpleegde bronnen

I. Wetenschappelijke artikels

Acharya, V.V., Myers, S.C., Rajan, R.G. (2011). The Internal Governance of Firms. *The Journal of Finance*, Vol. 66, 689-720

Aggarwal, R.K., Samwick, A.A. (1999). The Other Side of the Trade-Off: The Impact of Risk on Executive Compensation. *Journal of Political Economy*, Vol. 107, 65-105

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

Barkema, H.G., Gomez-Mejia, L.R. (1998). Managerial compensation and firm performance: a general research framework. *Academy of Management Journal*, Vol. 41, 135-145

Chalmers, K., Koh, P.S., Stapledon, G. (2006). The determinants of CEO compensation: Rent extraction or labour demand? *The British Accounting Review*, Vol. 38, 259-275

Canyon, M.J. (2006). Executive Compensation and Incentives. *Academy of Management Perspectives*, Vol. 20, 25-44

Canyon M.J., Murphy, K.J. (2000). The Prince and the Pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal*, Vol. 110, 640-671

Canyon, M.J., Peck, S.I. (1998). Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*, Vol. 41, 146-157

Canyon, M.J., Schwalbach, J. (2000). Executive Compensation: Evidence from the UK and Germany. *Long Range Planning*, Vol. 33, 504-526

Cordeiro, J.J., Veliyath, R. (2003). Board Pay for Performance: A Panel Study of the Determinants of CEO compensation. *American Business Review*, Vol. 21, 56-66

Croci, E., Gonenc, H., Ozkan, N. (2012). Ceo compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 36, 3318-3335

Davis, J.H., Schoorman, F.D., Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, Vol. 22, 20-47

Dee, C.C., Lulseged, A., Nowlin, T.S. (2005). Executive compensation and risk: The case of internet firms. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, 80-96

Denis, D.K., McConnell, J.J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 38, 1-36

- Duffhues, P., Kabir, R. (2008). Is the pay-performance relationship always positive? Evidence from the Netherlands. *Journal of Multinational Management*, Vol. 18, 45-60
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, Vol. 14, 57-74
- Finkelstein, S, Boyd, B.K. (1998). How much does the ceo matter? The role of managerial discretion in the setting of CEO compensation. *Academy of Management Journal*, Vol. 41, 179-199
- Frydman, C., Saks. R.E. (2010) Executive Compensation: A New View from a Long-term Perspective, 1936–2005. *Review of Financial Studies*, Vol. 23, 2099-2138
- Geiler, P., Renneboog, L. (2011). Managerial compensation: agency solution or problem? *Journal of Corporate Law Studies*, Vol. 11, 99-138
- Gray, S.R., Cannella, A.A. (1997). The Role of Risk in Executive Compensation. *Journal of Management*, Vol. 23, 517-541
- Hall, B.J., Liebman, J.B. (1998). Are CEOs Really Paid Like Bureaucrat? *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, 653-691
- Hancock, G.D., Mougoué, M. (1991). The Impact of Financial Factors on Proxy Contest Outcomes. *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 18, 541-551
- Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *Economic Journal*, Vol. 105, 678-689
- Hernandez, M. (2012). Toward an understanding of the psychology of stewardship. *Academy of Management Review*, Vol. 37, 172-193
- Huyghebaert, N., Wang, L. (2012). Expropriation of Minority Investors in Chinese Listed Firms: The Role of Internal and External Corporate Governance Mechanisms. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 20, 308-332
- Ikenberry, D., Lakonishok, J. (1993). Corporate Governance through the Proxy Contest. Evidence and Implications. *Journal of Business*, Vol. 66, 405-435
- Jensen, M.C., Murphy, K.J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, 225-264
- Lambert, R.A., Larcker, D.F., Weigelt, K. (1993). The Structure of Organizational Incentives. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 38, 438-461
- La Porta R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, Vol. 106, 1113-1155
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, 3-27

- Lilling, M.W. (2006). The Link Between CEO Compensation and Firm Performance: Does Simultaneity Matter? *Atlantic Economic Journal*, Vol. 34, 101-114
- Matolcsy, Z.P. (2000) . Executive Cash Compensation and Corporate Performance During Different Economic Cycles. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 17, 671-692
- Merhebi, R., Pattenden, K., Swan, P.L., Zhou, X. (2006). Australian chief executive officer remuneration: pay and performance. *Accounting and Finance*, Vol. 46, 481-497
- Ozkan, N. (2011). CEO Compensation and Firm Performance: an Empirical Investigation of UK Panel Data. *European Financial Management*, Vol. 17, 260-285
- Sanders, W.G, Carpenters, M.A. (1998). Internationalization and firm governance: the roles of CEO compensation, top team composition, and board structure. *Academy of Management Journal*, Vol. 41, 158-178
- Sami, H., Wang, J.T., Zhou, H. (2009). Corporate Governance and Operating Performance of Chinese Listed Firms. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, Vol. 20, 106-114
- Shleifer, A., Vishny, R.W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, Vol. 52, 737-783
- Shiwakoti, R.H. (2012), Comparative analysis of determinants of executive remuneration in the UK financial services sector. *Accounting and Finance*, Vol. 52, 213-235
- Tosi, H.L., Werner, S., Katz, J.P., Gomez-Mejia, L.R. (2000). How Much Does Performance Matter? A Meta-analysis of CEO Pay Studies. *Journal of Management*, Vol. 26, 301-339
- Weimer, J., Pape, J.C. (1999). A Taxonomy Systems of Corporate Governance. *An International Review*, Vol. 7, 152-166
- Weir, C., Laing, D., McKnight, P.J. (2002). Internal and External Governance Mechanisms: Their Impact on the performance of Large UK Public Companies. *Journal of Business and Finance & Accounting*, Vol. 29, 579-611
- Yermack, D. (1997). Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company New Announcements. *Journal of Finance*, Vol. 52, 449-476

II. Internetteksten

Belgische Corporate Governance Code 2009. (z.d.). opgevraagd op 1 oktober, 2012, via [http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/final%20code/CorporateGovNLC Cor2009.pdf](http://www.corporategovernancecommittee.be/library/documents/final%20code/CorporateGovNLC%20Cor2009.pdf)

Corporate Governance. (z.d.). Opgevraagd op 15 december, 2012, via [http://economie.fgov.be/nl/ondernemingen/leven_onderneming/Formalites_Comptables/Corporate _governance/](http://economie.fgov.be/nl/ondernemingen/leven_onderneming/Formalites_Comptables/Corporate_governance/)

Corporate Governance Review. (2010). Opgevraagd op 27 oktober, 2012, via <http://www.guberna.be/sites/default/files/pubs/Review%20of%20Annual%20Reports%202010%20of%20Euronext%20Brussels%20listed%20companies.pdf>

Executive Compensation. (z.d.). Opgevraagd op 26 oktober, 2012, via <http://www.towerswatson.com/assets/pdf/1685/EC-Bulletin-annual-incentive-plan-design-survey.pdf>

Ferracone, R., Zwingli, J. (2012). Pay Definitions: What Works Best in Pay for Performance Analysis. Opgevraagd op 14 december, 2012, via <http://www.farient.com/wp-content/uploads/2012/11/20121101-Farient-Advisors-Pay-Definitions-White-Paper.pdf>

Murphy, K.J. (1999). Executive Compensation. Opgevraagd op 27 oktober, 2012, via <http://www.cepr.org/meets/wkcn/6/665/papers/murphy.pdf>

Wetboek van Vennootschappen. (z.d.). Opgevraagd op 15 december, 2012, via [http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/loi_a1.pl?language=nl&la=N&cn=1999050769&table_name=wet&&caller=list&N&fromtab=wet&tri=dd+AS+RANK&rech=1&numero=1&sql=\(text+contains+\(\"\)\)#LNK0265](http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/loi_a1.pl?language=nl&la=N&cn=1999050769&table_name=wet&&caller=list&N&fromtab=wet&tri=dd+AS+RANK&rech=1&numero=1&sql=(text+contains+(\)

Wet van 2 mei 2007. Opgevraagd op 14 mei, 2013, via www.staatsblad.be

Wet van 6 april 2010. Opgevraagd op 12 februari, 2013, via www.staatsblad.be

III. Boeken

De Vocht, A. (2009). *Basishandboek SPSS 17*. Utrecht: Bijleveld Press

Finkelstein, S., Hambrick, D.C., Cannella, A.A. (2009). *Strategic Leadership: Theory and Research on Executives, Top Management Teams, and Boards*. New York: Oxford University Press

Hair, J.F., Black, W.C., Babin, B.J., Anderson, R.E. (2010). *Multivariate Data Analyses: A Global Perspective*. New Jearsey: Pearson Education, Inc.

Janssen, W., Wijnen, K., De Pelsmacker, P., Van Kenhove, P. (2008). *Marketing Research with SPSS*. Edinburgh: Pearson Education Limited

Mercken, R. (2004). *De investeringsbeslissing*. Antwerpen: Garant

Stock, J.H., Watson, M.W. (2007). *Introduction To Econometrics*. Boston: Pearson Education, Inc.

IV. Doctoraatsstudies

Baeten, X. (2012). Firm-Level Corporate Governance Characteristics and CEO Remuneration: A Cross-National European Study

V. Masterproeven

Bootsma, A.A. (2009). An Empirical Investigation of the Relationship between Executive Compensation and Firm Performance in the Netherlands.

VI. Krantenartikels

Bekaert plat tegen loon Bert De Graeve. (2012, 31 maart en 1 april). *De Standaard*, p. 4-5

De Smet, D. (2012, 13 en 14 oktober). Een laatste rondje voor het blondje. *De Standaard*, p. 52-53

Tanghe, N. (2012, 3 april). Sterren op de werkvloer. *De Standaard*, p. 18-19

VII. Websites

www.linkedin.com

www.tijd.be

www.finance.yahoo.com

Bijlagen

Bijlage 1: Lijst van de geanalyseerde Belgische beursgenoteerde ondernemingen

Bel20

AB Inbev	Belgacom	Elia	Solvay
Ackermans & van Haaren	Cofinimmo	GBL	Telenet
Ageas	Colruyt	KBC	UCB
Befimmo	Delhaize	Mobistar	Umicore
Bekaert	D'Ieteren	Nyrstar	

BelMid

Aedifica	Econocom Group	KBC Ancora	Spadel
Agfa-Gevaert	Euronav	Kinepolis	Tessengerlo Chemie
Arseus	EVS Broadcast Equipment	Leasinvest Real Estate	ThromboGenics
Ascencio	Exmar	Lotus Bakeries	Van de Velde
Barco	Fluxys Belgium	Melexis	VGP
Brederode	Galapagos	Nationale Bank van België	VPK Packaging Group
CFE	Gimv	Picanol Group	WDP
Compagnie du Bois Sauvage	Henex	RealDolmen	
CMB	Home Invest Belgium	RHJ International	
Dexia	Intervest Offices & Warehouses	Roularta Media Group	
Duvel Moortgat	Intervest Retail	Sipef	

BelSmall

4Energy Invest	Floridienne	Neufcour	Serviceflats Invest
Ablynx	Fountain	Option	Sioen Industries
Accentis	Hamon	PCB	Spector
Alfacam Group	I.R.I.S.	PinguinLutosa	Ter Beke
Atenor Group	IBA	Punch International	Texaf
Banimmo	Immo Moury	Quest for Growth	Thenergo
Belreca	Immobel	Recticel	Think Media
Campine	Jensen-group	Rentabiliweb	TiGenix
Connect Group	Keyware technologies	Resilux	Transics
Deceuninck	MDxHealth	Rosier	Warehouses
Deficom	Miko	S.A.B.C.A.	Zenitel
Devgen	Montea	Sapac	Zetes Industries
Ecker-Ziegler	Moury Construct	Scheerders Van Kerchove	

In de finale analyses werden Dexia, KBC Ancora en de Nationale Bank van België (BelMid) niet opgenomen. De onderneming Belreca (BelSmall) wordt niet opgenomen in de beschrijvende statistiek en de analyses omdat er te weinig gegevens beschikbaar zijn.

Na het weglaten van drie ondernemingen uit de BelMid en een onderneming uit de BelSmall blijven nog 106 ondernemingen over voor de finale analyses.

Bijlage 2: Beschrijvende statistiek Bel20

Deze bijlage bevat de tabellen die niet in hoofdstuk 5 opgenomen werden.

Aandelen-, optie- en warrantbezit door de CEO

Tabel Gemiddelde aandelen- en optiebezit Bel20

	2009	2010	2011
Aandelenbezit	27.979,37	27.689,95	28.648,16
Optiebezit	50.135,16	156.496,89	140.166,68

Samenstelling van de raad van bestuur

Tabel Percentage niet-uitvoerende, onafhankelijke bestuurders Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	42,91	43,30	43,93
Mediaan	37,50	38,46	37,50
Standaardafwijking	20,05	20,39	18,52
Minimum	14,00	13,00	12,00
Maximum	83,00	83,00	83,00

Tabel Percentage niet-uitvoerende, afhankelijk bestuurders Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	45,45	45,67	44,04
Mediaan	50,00	50,00	42,86
Standaardafwijking	19,68	21,21	19,57
Minimum	8,00	0,00	0,00
Maximum	73,00	78,00	76,00

Tabel Percentage uitvoerende bestuurders Bel20

	2009	2010	2011
Gemiddelde	11,64	11,03	12,03
Mediaan	10,00	8,70	9,09
Standaardafwijking	8,27	8,41	8,64
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	33,00	33,00	33,00

Bijlage 3: Beschrijvende statistiek BelMid

Beloningsvariabelen

Tabel Basisloon BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	373.596,24	337.915,95	376.967,91
Mediaan	306.025,10	288.054,50	307.500,00
Standaardafwijking	258.329,81	242.065,31	240.671,20
Minimum	100.000,00	0,00	0,00
Maximum	1.300.000,00	1.168.242,00	1.136.800,00

Tabel Variabele beloning op korte termijn BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	176.998,41	280.687,97	179.856,38
Mediaan	90.403,16	157.772,50	109.169,50
Standaardafwijking	305.167,36	480.183,08	240.835,14
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	1.500.000,00	2.500.000,00	1.300.000,00

Tabel Variabele beloning op lange termijn BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	42.072,49	84.975,07	63.145,10
Mediaan	0,00	0,00	0,00
Standaardafwijking	116.224,72	246.968,92	242.441,09
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	425.820,00	1.263.750,00	1.400.000,00

Tabel Toegekende aandelen, opties en warrants BelMid

	2009	2010	2011
Toegekende aandelen	3.600,00	11.614,40	235,43
Toegekende opties	3.800,00	20.856,67	12.678,49
Toegekende warrants	0,00	0,00	4.914,29

Tabel Pensioenen BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	47.709,45	67.010,02	41.194,52
Mediaan	10.000,00	0,00	0,00
Standaardafwijking	74.381,82	205.536,60	69.562,57
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	300.000,00	1.100.000,00	300.000,00

Tabel Andere voordelen BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	46.018,74	18.547,94	44.124,44
Mediaan	1.808,00	2000,00	7.736,00
Standaardafwijking	168.264,14	37.783,686	184.432,05
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	830.580,00	199.000,00	1.100.000,00

Tabel Beloning als lid van de RvB BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	8.141,85	14.767,44	10.755,19
Mediaan	0,00	0,00	0,00
Standaardafwijking	19.641,10	32.810,01	21.557,61
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	100.000,00	146.608,00	100.000,00

Tabel Totale beloning BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	703.124,41	806.736,90	706.796,78
Mediaan	522.021,00	529.387,08	516.455,00
Standaardafwijking	588.171,41	846.336,98	839.505,613
Minimum	216.667,00	0,00	0,00
Maximum	2.840.080,00	4.200.000,00	5.000.000,00

Tabel Totale vaste beloning BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	478.430,85	457.502,73	480.982,14
Mediaan	387.063,13	336.895,25	377.096,06
Standaardafwijking	297.875,47	327.136,86	409.140,65
Minimum	148.672,00	0,00	0,00
Maximum	1.348.282,66	1.335.891,58	2.300.000,00

Tabel Totale variabele beloning BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	226.150,80	438.003,90	244.858,69
Mediaan	108.671,75	157.772,50	113.857,00
Standaardafwijking	382.571,73	786.257,42	464.965,28
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	1.909.500,00	3.127.876,00	2.700.000,00

Tabel Samenstelling CEO-beloningpakket (in procenten) BelMid

	2009	2010	2011
Basisloon	62,09	57,37	66,89
Variabele beloning (KT)	22,53	27,44	21,84
Variabele beloning (LT)	3,19	5,05	3,46
Pensioen	7,43	5,04	4,87
Andere voordelen	3,10	2,88	2,68
Beloning als lid van de raad van bestuur	1,23	2,04	1,63

Aandelen- en optiebezit door de CEO

Tabel CEO-aandelenbezit BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	1.859.125,22	2.052.992,97	1.804.316,14
Mediaan	0,00	0,00	0,00
Standaardafwijking	4.858.536,34	5.196.866,03	5.078.930,45
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	21.644.399,00	21.644.399,00	21.644.399,00

Tabel CEO-optiebezit BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	2.040,54	19.325,97	28.389,43
Mediaan	0,00	0,00	0,00
Standaardafwijking	12.412,12	88.573,88	101.705,19
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	75.500	500.000,00	500.000,00

Tabel Gemiddelde aandelen- en optiebezit door de CEO BelMid

	2009	2010	2011
Aandelenbezit	1.859.125,22	2.052.992,97	1.804.316,14
Optiebezit	2.040,54	19.325,97	28.389,43

Warrantbezit

In 2009 bezit enkel de CEO van Arseus, Ger van Jeveren, warrants. Hij heeft 500.000 warrants in bezit en dit sinds 2007. In 2010 bezitten drie CEO's warrants, namelijk die van Arseus, Galapagos en Thrombogenics. In 2011 hebben de CEO's van Arseus, EVS Broadc. Equipm., Galapagos en Thrombogenics warrants in hun bezit.

Ondernemingsprestaties

Tabel Winst uitgedrukt in duizendtallen BelMid

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	-3.527,48	15.701,70	33.666,99	24.364,93
Mediaan	12.230,79	12.396,24	18.725,00	15.392,00
Standaardafwijking	153.704,02	49.543,28	70.227,79	61.037,28
Minimum	-714.390,00	-150.642,15	-168.297,48	-104.773,72
Maximum	344.231,67	172.468,00	331.534,00	297.882,00

Tabel Totale activa uitgedrukt in duizendtallen BelMid

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	601.417,05	603.382,27	643.813,19	645.045,28
Mediaan	368.571,00	337.217,00	494.037,10	481.412,23
Standaardafwijking	703.731,13	776.250,80	777.693,30	753.549,06
Minimum	21.443,00	81.971,21	91.269,74	95.398,97
Maximum	3.426.082,00	3.949.500,00	3.956.480,00	3.873.567,00

Tabel marktkapitalisatie uitgedrukt in duizendtallen BelMid

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	441.468,86	294.893,62	365.354,69	417.396,38
Mediaan	315.868,42	241.004,47	309.407,78	368.900,00
Standaardafwijking	348.601,08	197.369,24	207.612,49	220.435,52
Minimum	23.420,00	16.301,16	133.86,15	19.392,75
Maximum	1.593.900,00	824.602,26	860.061,55	1.017.890,14

Tabel ROA BelMid

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	0,04	0,03	0,07	0,07
Mediaan	0,03	0,03	0,05	0,05
Standaardafwijking	0,21	0,12	0,11	0,12
Minimum	-0,73	-0,23	-0,22	-0,21
Maximum	0,64	0,46	0,51	0,51

Tabel Tobin's Q BelMid

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	1,39	1,03	1,09	1,35
Mediaan	,90	0,65	0,70	0,72
Standaardafwijking	1,62	1,15	1,03	1,40
Minimum	0,11	0,01	0,00	0,01
Maximum	8,36	5,97	4,94	6,67

Kenmerken van de CEO

Tabel CEO-ambtstermijn BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	6,59	6,82	7,59
Mediaan	4,00	5,00	6,00
Standaardafwijking	6,42	5,89	6,00
Minimum	1,00	1,00	1,00
Maximum	29,00	30,00	31,00

Tabel Leeftijd CEO BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	51,56	51,97	52,08
Mediaan	50,00	51,00	52,00
Standaardafwijking	7,23	6,45	6,40
Minimum	38,00	39,00	40,00
Maximum	67,00	68,00	69,00

Kenmerken van de onderneming

Tabel Leeftijd van de onderneming BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	46,83	47,83	48,83
Mediaan	26,00	27,00	28,00
Standaardafwijking	43,84	43,84	43,84
Minimum	2,00	3,00	4,00
Maximum	138,00	139,00	140,00

Tabel Aantal werknemers BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	330,05	337,39	329,73
Mediaan	44,50	50,00	62,00
Standaardafwijking	540,11	553,27	538,67
Minimum	1,00	1,00	1,00
Maximum	2.136,00	2.258,00	2.276,00

Tabel Aantal dochterondernemingen BelMid

Gemiddelde	47,30
Mediaan	23,00
Standaardafwijking	66,67
Minimum	1,00
Maximum	281,00

Aandeelhoudersstructuur

Tabel Percentage aandelen in handen van blockholders BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	52,94	51,97	50,85
Mediaan	55,56	54,50	50,75
Standaardafwijking	23,55	24,37	24,39
Minimum	6,00	8,00	7,00
Maximum	91,00	91,00	91,00

Tabel Aantal blockholders BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	2,24	2,25	2,14
Mediaan	2,00	2,00	2,00
Standaardafwijking	1,26	1,11	1,18
Minimum	1,00	1,00	1,00
Maximum	6,00	5,00	5,00

Tabel Percentage aandelen in handen van de grootste aandeelhouder BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	40,04	39,21	38,71
Mediaan	39,33	36,83	37,93
Standaardafwijking	22,30	23,85	23,90
Minimum	6,00	6,00	6,00
Maximum	91,00	91,00	91,00

Samenstelling van de raad van bestuur

Tabel Aantal bestuurders RvB BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	8,76	8,51	8,68
Mediaan	8,00	8,00	8,00
Standaardafwijking	3,157	2,43	2,94
Minimum	5,00	5,00	5,00
Maximum	24,00	18,00	22,00

Tabel Samenstelling RvB BelMid

	2009	2010	2011
% niet-uitvoerende, onafhankelijke bestuurders	44,01	44,78	43,11
% niet-uitvoerende, afhankelijkke bestuurders	35,03	33,91	37,71
% uitvoerende bestuurders	20,97	21,31	19,17

Tabel Percentage niet-uitvoerende, onafhankelijke bestuurders BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	44,01	44,78	43,11
Mediaan	42,86	44,44	42,86
Standaardafwijking	13,05	10,30	10,39
Minimum	17,00	25,00	18,00
Maximum	86,00	75,00	60,00

Tabel Percentage niet-uitvoerende, afhankelijk bestuurders BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	35,03	33,91	37,71
Mediaan	33,33	33,33	37,50
Standaardafwijking	17,08	14,58	15,07
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	67,00	61,00	60,00

Tabel Percentage uitvoerende bestuurders BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddelde	20,97	21,31	19,17
Mediaan	20,00	18,18	16,67
Standaardafwijking	11,93	12,86	13,26
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	50,00	50,00	50,00

Samenstelling van het remuneratiecomité

Tabel Aantal bestuurders RC BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddeld aantal bestuurders	3,26	3,38	3,38
Gemiddeld aantal onafhankelijke bestuurders	2,06	2,28	2,29
Gemiddeld aantal afhankelijke bestuurders	1,19	1,09	1,09

Tabel Samenstelling RC BelMid

	2009	2010	2011
Gemiddeld percentage onafhankelijke bestuurders	63,98	68,30	68,16
Gemiddeld percentage afhankelijke bestuurders	36,02	31,70	31,84

Bijlage 4: Beschrijvende statistiek BelSmall

Beloningsvariabelen

Tabel Basisloon BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	242.081,41	256.814,83	270.432,88
Mediaan	260.000,00	232.835,00	258.335,69
Standaardafwijking	146.968,62	150.382,49	172.470,39
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	513.000,00	554.283,39	876.000,00

Tabel Variabele beloning op korte termijn BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	72.018,19	67.466,40	94.325,16
Mediaan	9.179,63	31.071,00	17.830,18
Standaardafwijking	127.022,27	80.539,16	177.261,81
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	486.250,00	279.400,00	1.014.000,00

Tabel Variabele beloning op lange termijn BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	18.680,39	26.816,9394	15.101,85
Mediaan	0,00	0,00	0,00
Standaardafwijking	70.363,57	67.752,40	52.801,00
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	355.968,75	280.395,00	336.000,00

Tabel Toegekende aandelen, opties en warranten BelSmall

	2009	2010	2011
Toegekende aandelen	0,00	0,00	0,00
Toegekende opties	2.027,74	2.454,54	1.367,39
Toegekende warranten	19.444,44	22.878,78	19.049,17

Tabel Pensioenen BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	3.899,01	5.986,07	8.647,12
Mediaan	0,00	0,00	0,00
Standaardafwijking	12.888,79	14.797,35	28.622,22
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	65.000,00	65.000,00	169.000,00

Tabel Andere voordelen BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	7.395,50	11.228,69	19.257,98
Mediaan	0,00	4.000,00	4.314,50
Standaardafwijking	12.685,54	14.550,97	32.962,26
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	42.580,00	45.040,00	154.000,00

Tabel Beloning als lid van de RvB BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	3.750,00	2.300,00	2.226,09
Mediaan	0,00	0,00	0,00
Standaardafwijking	10.351,75	5.138,52	5.382,35
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	49.000,00	20.000,00	20.000,00

Tabel Totale beloning BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	330.997,16	355.145,71	409.991,08
Mediaan	295.000,00	322.548,50	360.325,00
Standaardafwijking	246.285,53	220.988,49	359.050,00
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	1.071.252,86	803.330,00	2.213.000,00

Tabel Totale vaste beloning BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	257.125,91	276.329,58	300.564,07
Mediaan	261.000,00	250.055,00	270.119,00
Standaardafwijking	156.941,513	158.799,14	209.335,63
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	587.000,00	567.078,22	1.199.000,00

Tabel Totale variabele beloning BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	90.698,58	97.004,65	111.858,72
Mediaan	10.000,00	71.000,00	53.250,00
Standaardafwijking	146.657,82	100.996,02	186.165,50
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	545.901,86	335.213,41	1.014.000,00

Tabel Samenstelling CEO-beloningspakket in procenten BelSmall

	2009	2010	2011
Basisloon	77,56	72,56	74,83
Variabele beloning (KT)	14,50	16,60	15,06
Variabele beloning (LT)	2,93	4,65	2,86
Pensioen	1,49	1,64	1,45
Andere voordelen	2,51	3,26	4,63
Beloning als lid van de raad van bestuur	1,01	1,34	1,09

Ondernemingsprestaties

Tabel Winst uitgedrukt in duizendtallen BelSmall

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	-214,99	-2.339,30	3.555,56	-1.585,31
Mediaan	809,48	1.055,63	2.204,29	1.376,10
Standaardafwijking	24.389,80	20.996,07	20.160,94	22.291,18
Minimum	-56.152,19	-123.331,50	-32.939,82	-105.025,19
Maximum	136.427,96	31.783,17	102.516,57	47.141,01

Tabel Totale activa uitgedrukt in duizendtallen BelSmall

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	135.310,39	131.327,30	137.091,13	138.463,56
Mediaan	81.913,29	78.579,73	83.000,06	82.016,59
Standaardafwijking	153.540,35	152.786,97	165.428,71	157.951,31
Minimum	6.445,18	6.642,66	6.432,34	6.563,01
Maximum	730.819,15	729.355,08	788.248,45	755.644,52

Tabel marktkapitalisatie uitgedrukt in duizendtallen BelSmall

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	110.415,43	71.116,89	78.062,34	85.099,70
Mediaan	90.277,71	6.907,00	53.892,80	67.334,55
Standaardafwijking	118.192,15	48.577,19	67.403,91	72.349,27
Minimum	6.589,08	3.708,19	3.294,54	2.928,480
Maximum	786.267,67	225.027,71	324.976,32	370.927,21

Tabel ROA BelSmall

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	-0,03	-0,04	-0,04	-0,09
Mediaan	0,01	0,02	0,03	0,01
Standaardafwijking	0,22	0,21	0,32	0,44
Minimum	-0,72	-0,91	-1,87	-2,63
Maximum	0,51	0,21	0,49	0,37

Tabel Tobin's Q BelSmall

	2008	2009	2010	2011
Gemiddelde	1,16	0,91	0,81	0,87
Mediaan	0,88	0,69	0,66	0,73
Standaardafwijking	0,93	0,74	0,56	0,60
Minimum	0,20	0,12	0,09	0,14
Maximum	4,63	3,10	2,71	2,68

Kenmerken van de CEO

Tabel CEO-ambtstermijn BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	6,77	7,69	8,00
Mediaan	5,00	6,00	5,00
Standaardafwijking	6,37	6,94	6,85
Minimum	1,00	1,00	1,00
Maximum	24,00	25,00	26,00

Tabel CEO-leeftijd BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	50,47	50,33	51,27
Mediaan	51,00	50,50	51,00
Standaardafwijking	8,60	7,98	7,68
Minimum	35,00	36,00	37,00
Maximum	65,00	66,00	67,00

Kenmerken van de onderneming

Tabel Leeftijd van de onderneming BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	49,69	50,69	51,69
Mediaan	23,50	24,50	25,50
Standaardafwijking	52,55	52,55	52,55
Minimum	2,00	3,00	4,00
Maximum	231,00	232,00	233,00

Tabel Aantal werknemers BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	130,15	127,75	127,32
Mediaan	23,50	26,00	24,00
Standaardafwijking	246,55	236,24	235,89
Minimum	1,00	1,00	0,30
Maximum	1.204,00	1.111,00	1.092,00

Tabel Aantal dochterondernemingen BelSmall

Gemiddelde	20,02
Mediaan	11,50
Standaardafwijking	23,72
Minimum	0,00
Maximum	118,00

Aandeelhoudersstructuur

Tabel Percentage aandelen in handen van blockholders BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	53,16	53,66	52,79
Mediaan	55,31	55,31	52,88
Standaardafwijking	22,03	20,24	19,84
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	96,75	96,85	96,85

Tabel Aantal blockholders BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	2,71	2,80	2,69
Mediaan	3,00	3,00	2,00
Standaardafwijking	1,43	1,46	1,56
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	7,00	6,00	7,00

Tabel Percentage aandelen in handen van de grootste aandeelhouder BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	34,66	33,99	33,72
Mediaan	31,20	31,24	30,20
Standaardafwijking	17,82	17,07	18,28
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	73,59	69,83	72,58

Samenstelling van de raad van bestuur

Tabel Aantal bestuurders BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	7,76	7,82	8,26
Mediaan	7,00	7,50	8,00
Standaardafwijking	1,82	1,75	1,87
Minimum	5,00	5,00	5,00
Maximum	12,00	12,00	12,00

Tabel Samenstelling RvB BelSmall

	2009	2010	2011
% niet-uitvoerende, onafhankelijke bestuurders	38,09	39,87	40,26
% niet-uitvoerende, afhankelijke bestuurders	39,76	37,99	38,92
% uitvoerende bestuurders	22,15	22,14	20,81

Tabel Percentage niet-uitvoerende, onafhankelijke bestuurders BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	38,09	39,87	40,26
Mediaan	37,50	40,00	38,75
Standaardafwijking	12,41	12,36	12,48
Minimum	0,00	13,00	20,00
Maximum	60,00	83,00	67,00

Tabel Percentage niet-uitvoerende, afhankelijk bestuurders BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	39,76	37,99	38,92
Mediaan	40,00	42,86	38,75
Standaardafwijking	17,38	17,01	16,65
Minimum	10,00	0,00	0,00
Maximum	75,00	75,00	67,00

Tabel Percentage uitvoerende bestuurders BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddelde	22,15	22,14	20,81
Mediaan	20,00	20,00	18,18
Standaardafwijking	12,13	12,37	12,74
Minimum	0,00	0,00	0,00
Maximum	50,00	57,00	57,00

Samenstelling van het remuneratiecomité

Tabel Aantal bestuurders RC BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddeld aantal bestuurders	3,08	3,05	3,17
Gemiddeld aantal onafhankelijke bestuurders	1,68	1,93	2,17
Gemiddeld aantal afhankelijke bestuurders	1,40	1,12	1,00

Tabel Samenstelling RC BelSmall

	2009	2010	2011
Gemiddeld percentage onafhankelijke bestuurders	54,38	64,53	69,60
Gemiddeld percentage afhankelijke bestuurders	45,62	35,47	30,40

Bijlage 5: Correlatie

Onderstaande tabellen geven de correlatie tussen de totale beloning van de CEO en respectievelijk ROA en Tobin's Q voor de jaren 2009, 2010 en 2011 voor alle opgenomen ondernemingen. De eerste twee tabellen geven deze correlatie voor de Bel20, de derde en de vierde tabel geven de bevinden voor de BelMid en de laatste twee tabellen geven de correlaties voor de BelSmall.

Tabel Correlatie tussen remuneratieniveau en ROA Bel20

Bedrijf	Remuneratieniveau			ROA (winst/totale activa)			Correlatie
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
AB InBev	6.090.461,80	7.564.428,66	7.743.819,38	0,18	0,00	0,35	0,089
AVH	1.142.486,00	1.372.528,00	1.480.306,00	0,13	0,04	0,39	0,565
Ageas	952.933,00	828.691,00	959.625,00	-0,05	-0,20	0,06	0,933
Befimmo	517.447,00	568.357,00	726.625,00	-0,02	0,03	0,04	0,866
Bekaert	1.438.584,00	1.634.730,00	2.319.000,00	0,02	0,00	0,11	0,933
Belgacom	2.060.158,00	2.233.793,00	2.244.080,00	0,02	0,03	0,05	0,791
Cofinimmo	680.812,00	692.166,00	727.865,50	-0,06	0,06	0,03	0,444
Colruyt	-	-	1.227.750,00	0,14	0,08	0,05	-
Delhaize	4.021.403,38	3.939.866,94	2.297.000,00	0,14	0,01	0,05	0,857
D'Ieteren	1.863.528,00	2.232.093,00	3.893.129,35	0,03	0,04	0,03	0,719
Elia	665.176,35	873.490,68	700.587,60	0,02	0,02	0,03	-0,710
GBL	3.569.987,00	3.744.662,00	4.063.364,00	0,21	0,01	-0,13	-0,962
KBC	1.615.788,00	772.525,00	834.093,00	0,01	-0,06	0,10	-0,039
Mobistar	754.470,00	1.151.385,00	891.397,00	0,37	0,28	0,27	-0,673
Nyrstar	1.692.476,00	1.314.512,31	2.770.010,42	0,02	0,04	0,02	-0,885
Solvay	1.570.806,04	2.019.105,04	2.039.156,04	0,04	0,20	0,02	0,387
Telenet	2.216.129,00	4.053.499,00	5.107.463,98	-0,03	0,49	-0,02	0,170
UCB	4.356.868,00	5.171.298,00	5.293.030,00	0,02	0,03	0,13	0,628
Umicore	1.241.842,00	1.456.579,00	2.277.653,00	0,05	0,06	0,03	-0,716

Tabel Correlatie tussen remuneratieniveau en Tobin's Q Bel20

Bedrijf	Remuneratieniveau			Tobin's Q			Correlatie
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
AB InBev	6.090.461,80	7.564.428,66	7.743.819,38	1,16	1,88	1,22	0,485
AVH	1.142.486,00	1.372.528,00	1.480.306,00	1,22	1,30	0,92	-0,580
Ageas	952.933,00	828.691,00	959.625,00	14,65	7,57	9,71	0,702
Befimmo	517.447,00	568.357,00	726.625,00	0,46	0,47	0,55	0,999
Bekaert	1.438.584,00	1.634.730,00	2.319.000,00	0,25	1,32	1,37	0,702
Belgacom	2.060.158,00	2.233.793,00	2.244.080,00	0,47	0,54	0,52	0,942
Cofinimmo	680.812,00	692.166,00	727.865,50	0,75	0,86	0,42	-0,885
Colruyt	-	-	1.227.750,00	0,33	1,45	1,31	-
Delhaize	4.021.403,38	3.939.866,94	2.297.000,00	0,73	0,70	0,92	0,857
D'Ieteren	1.863.528,00	2.232.093,00	3.893.129,35	0,03	0,70	0,57	0,994
Elia	665.176,35	873.490,68	700.587,60	0,30	0,34	0,40	0,086
GBL	3.569.987,00	3.744.662,00	4.063.364,00	0,57	0,61	0,67	0,998
KBC	1.615.788,00	772.525,00	834.093,00	0,26	0,66	0,53	-0,966
Mobistar	754.470,00	1.151.385,00	891.397,00	2,31	2,12	2,44	-0,729
Nyrstar	1.692.476,00	1.314.512,31	2.770.010,42	0,25	0,35	0,55	0,882
Solvay	1.570.806,04	2.019.105,04	2.039.156,04	0,73	0,43	0,63	-0,735
Telenet	2.216.129,00	4.053.499,00	5.107.463,98	1,08	0,84	1,57	0,539
UCB	4.356.868,00	5.171.298,00	5.293.030,00	0,53	0,59	0,62	0,984
Umicore	1.241.842,00	1.456.579,00	2.277.653,00	0,45	0,59	0,89	0,992

Tabel Correlatie tussen remuneratieniveau en ROA BelMid

Bedrijf	Remuneratieniveau			ROA (winst/totale activa)			Correlatie
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
Aedifica	354.858,00	391.899,00	469.506,00	0,01	0,05	0,03	0,266
Agfa-Gevaert	1.812.959,00	2.041.699,00	1.595.211,00	0,04	0,03	-0,02	0,735
Arseus	657.000,00	1.995.750,00	761.000,00	0,03	0,03	0,03	0,922
Ascencio	216.667,00	200.000,00	237.500,00	0,07	0,07	0,06	-0,630
Barco	956.007,00	1.736.383,00	1.382.015,00	-0,23	0,10	0,06	0,934
Brederode	444.800,00	247.000,00	266.000,00	0,06	0,00	0,00	0,998
CFE	503.827,00	514.687,00	516.455,00	0,03	0,03	0,05	0,706
Compagnie du BS	412.532,00	430.582,00	415.474,00	0,03	0,03	0,04	0,015
CMB	1.464.000,00	1.505.140,00	1.484.527,00	0,01	0,09	-0,01	0,752
Duvel Moortgat	376.654,00	388.028,00	461.403,00	0,13	0,12	0,13	0,316
Econocom	-	1.331.546,00	-	0,01	0,02	0,13	-
Euronav	477.766,00	666.000,00	398.000,00	0,02	0,01	-0,06	0,688
EVS	-	-	172.640,00	0,46	0,51	0,51	-
Exmar	1.276.302,00	1.182.082,00	741.975,00	0,02	0,02	0,05	-0,979
Fluxys	365.583,00	695.402,00	627.330,00	0,04	0,11	0,11	0,994
Galapagos	-	-	729.534,00	-0,05	0,05	-0,13	-
Gimv	547.565,00	515.237,00	599.278,00	0,12	0,05	0,03	-0,382
Henex	-	-	-	0,05	0,03	0,03	-
Home Inv.	300.135,00	272.500,00	301.311,00	0,03	0,05	0,05	-0,487
Intervest O&W	-	0,00	170.603,00	0,00	0,08	0,07	-
Intervest Ret.	-	0,00	113.339,00	0,04	0,05	0,10	-
Kinapolis	656.640,00	655.870,00	704.547,00	-0,01	0,20	0,05	-0,239
Leasinvest	421.700,00	426.809,00	431.809,00	0,03	0,03	0,02	-0,998
Lotus	522.021,00	727.959,00	682.652,00	0,17	0,16	0,11	-0,520
Melexis	-	-	312.500,00	-	0,09	0,21	-
Picanol	569.386,00	0,00	0,00	-0,12	0,16	0,35	-
RealDolmen	297.344,00	505.333,00	293.737,00	-0,04	0,01	0,02	0,409
RHJ	2.840.080,00	4.200.000,00	5.000.000,00	-0,05	-0,22	-0,05	-0,150
Roularta	670.198,00	668.018,00	686.763,00	0,03	0,06	0,02	-0,793
Sipef	638.000,00	666.000,00	937.485,00	0,02	0,06	0,03	-0,341
Spadel	532.087,00	543.537,00	598.042,00	0,06	0,06	0,12	0,999
Tessengerlo	-	1.073.646,00	1.365.496,00	-0,18	0,19	0,11	-
ThromboGenics	-	355.000,00	643.000,00	-0,18	-0,15	-0,21	-
Van de Velde	-	-	596.000,00	0,24	0,25	0,22	-
VGP	-	-	278.756,00	0,03	0,02	0,06	-
VPK	-	-	450.000,00	0,26	0,06	0,16	-
WDP	264.000,00	266.000,00	314.000,00	0,00	0,03	0,03	0,447

Tabel Correlatie tussen remuneratieniveau en Tobin's Q BelMid

Bedrijf	Remuneratieniveau			Tobin's Q			Correlatie
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
Aedifica	354.858,00	391.899,00	469.506,00	0,35	0,49	0,45	0,516
Agfa-Gevaert	1.812.959,00	2.041.699,00	1.595.211,00	0,06	0,20	0,13	0,505
Arseus	657.000,00	1.995.750,00	761.000,00	0,42	0,56	0,72	0,049
Ascencio	216.667,00	200.000,00	237.500,00	0,43	0,44	0,59	0,871
Barco	956.007,00	1.736.383,00	1.382.015,00	3,21	0,45	0,63	-0,916
Brederode	444.800,00	247.000,00	266.000,00	0,93	0,95	1,23	-0,476
CFE	503.827,00	514.687,00	516.455,00	0,67	0,8	1,05	0,840
Compagnie du BS	412.532,00	430.582,00	415.474,00	0,33	0,38	0,72	-0,257
CMB	1.464.000,00	1.505.140,00	1.484.527,00	0,85	0,77	0,71	-0,528
Duvel Moortgat	376.654,00	388.028,00	461.403,00	1,51	1,87	2,21	0,914
Econocom	-	1.331.546,00	-	0,25	0,19	0,18	-
Euronav	477.766,00	666.000,00	398.000,00	0,37	0,42	0,28	0,909
EVS	-	-	172.640,00	5,97	4,94	6,67	-
Exmar	1.276.302,00	1.182.082,00	741.975,00	0,76	0,46	0,50	0,525
Fluxys	365.583,00	695.402,00	627.330,00	0,01	0,00	0,01	-0,216
Galapagos	-	-	729.534,00	1,22	1,11	0,90	-
Gimv	547.565,00	515.237,00	599.278,00	0,80	0,83	1,00	0,862
Henex	-	-	-	-	1,06	1,22	-
Home Inv.	300.135,00	272.500,00	301.311,00	0,57	0,70	0,72	-0,337
Intervest O&W	-	0,00	170.603,00	0,48	0,56	0,52	-
Intervest Ret.	-	0,00	113.339,00	0,46	0,59	0,66	-
Kinopolis	656.640,00	655.870,00	704.547,00	0,76	1,52	1,98	0,781
Leasinvest	421.700,00	426.809,00	431.809,00	0,37	0,46	0,51	0,993
Lotus	522.021,00	727.959,00	682.652,00	2,17	2,35	2,92	0,512
Melexis	-	-	312.500,00	0,97	1,76	2,70	-
Picanol	569.386,00	0,00	0,00	0,33	0,89	0,92	-
RealDolmen	297.344,00	505.333,00	293.737,00	0,46	0,38	0,47	-0,999
RHJ	2.840.080,00	4.200.000,00	5.000.000,00	0,41	0,68	0,58	0,723
Roularta	670.198,00	668.018,00	686.763,00	0,30	0,37	0,53	0,929
Sipef	638.000,00	666.000,00	937.485,00	2,63	3,23	4,02	0,938
Spadel	532.087,00	543.537,00	598.042,00	1,29	2,07	1,79	0,321
Tessengerlo	-	1.073.646,00	1.365.496,00	0,75	0,66	0,88	-
ThromboGenics	-	355.000,00	643.000,00	2,51	2,79	3,92	-
Van de Velde	-	-	596.000,00	2,38	2,88	3,74	-
VGP	-	-	278.756,00	1,17	1,21	2,43	-
VPK	-	-	450.000,00	0,64	0,91	0,81	-
WDP	264.000,00	266.000,00	314.000,00	0,40	0,44	0,51	0,947

Tabel Correlatie tussen remuneratieniveau en ROA BelSmall

Bedrijf	Remuneratieniveau			ROA (winst/totale activa)			Correlatie
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
4Energy Invest	371.000,00	327.250,00	272.238,00	0,02	0,00	-0,62	0,905
Ablynx	-	748.283,59	710.769,24	0,11	0,04	-0,12	-
Accentis	115.000,00	130.823,00	117.000,00	-0,02	-0,18	-0,30	-0,203
Alfacam	300.000,00	450.000,00	314.000,00	-0,04	-0,27	-2,63	0,349
Atenor	395.000,00	690.395,00	482.625,00	0,01	0,04	0,05	0,569
Banimmo	320.029,65	338.151,69	3.328.936,21	0,06	0,02	0,01	-0,567
Campine	-	-	-	-0,06	0,09	0,08	-
Connect	-	268.000,00	362.650,00	-0,13	-0,02	0,00	-
Deceuninck	-	-	682.708,00	-0,04	-0,02	0,16	-
Deficom	0,00	0,00	0,00	-0,03	0,09	0,08	-
Devgen	-	-	738.000,00	-0,09	0,02	0,00	-
Eckert-Ziegler	464.085,00	339.213,00	330.892,00	0,14	-0,14	0,05	0,696
Floridienne	-	322.548,50	585.008,50	-0,01	0,34	-0,02	-
Fountain	-	-	260.571,43	0,03	0,03	-0,04	-
Hamon	-	-	2.213.000,00	0,05	0,49	0,01	-
I.R.I.S.	231.652,50	262.555,00	235.205,00	0,12	0,06	0,01	-0,124
IBA	-	345.620,00	914.882,31	-0,02	0,02	-0,15	-
Immo Moury	0,00	139.000,00	113.000,00	0,00	0,04	0,05	0,949
Immobel	754.859,00	712.859,32	758.858,32	0,12	-0,02	0,06	0,878
Jensen	-	-	568.915,00	0,08	0,02	0,27	-
Keyware	379.000,00	500.000,00	358.000,00	-0,26	-0,07	-0,15	0,718
MDxHealth	372.000,00	612.500,00	550.000,00	-0,61	-0,49	-0,36	0,688
Miko	286.378,50	499.201,00	241.093,00	0,05	0,05	0,06	-0,676
Montea	256.000,00	282.933,97	373.620,95	-0,05	0,03	0,00	0,325
Moury Construct	114.834,50	131.000,00	161.000,00	0,13	0,10	0,17	0,695
Neufcour	43.000,00	43.000,00	47.000,00	-0,35	0,03	0,01	0,451
Option	675.750,00	671.500,00	498.250,00	-0,29	-0,60	0,12	0,899
PCB	0,00	0,00	-	0,09	0,15	0,14	-
PinguinLutosa	290.000,00	300.000,00	169.411,76	0,06	0,00	-0,01	0,593
Punch Int.	-	-	0,00	-0,74	-0,20	0,03	-
Quest for Growth	-	-	0,00	0,21	0,19	-0,15	-
Recticel	1.071.252,86	803.330,00	855.004,00	0,01	0,06	0,02	-0,766
Rentabiliweb	240.000,00	240.000,00	153.900,00	0,02	0,09	0,30	-0,974
Resilux	327.617,91	567.078,22	1.164.265,22	0,06	0,07	0,07	0,622
Rosier	-	165.000,00	205.600,00	-0,04	0,07	0,07	-
S.A.B.C.A.	-	-	449.325,00	0,03	0,04	0,03	-
Saptec	504.342,00	606.678,00	588.409,00	0,00	0,00	0,04	0,401
Scheerd. V. Kerch.	-	-	-	0,02	0,00	0,00	-
Serviceflats Inv.	121.828,33	164.038,72	159.871,87	0,06	0,03	-0,01	-0,729
Sioen Industries	491.350,00	546.073,00	642.992,00	-0,06	0,02	0,03	0,841
Spector	689.968,75	318.464,00	507.000,00	0,01	0,02	-0,02	-0,043
Ter Beke	526.960,00	525.410,33	418.789,71	0,05	0,14	0,02	0,667

Texaf	230.000,00	258.199,00	241.828,00	0,09	0,08	0,37	-0,135
Thenergo	260.000,00	285.544,95	201.121,00	-0,91	-1,87	-1,08	-0,616
Think Media	150.000,00	150.000,00	150.000,00	0,12	0,00	-0,53	-
TiGenix	-	-	427.119,00	-0,22	-0,52	-0,40	-
Transics	-	-	-	0,15	-0,06	0,01	-
Warehouses	25.000,00	32.500,00	58.750,00	0,05	0,05	0,07	0,999
Zenitel	585.000,00	363.241,00	401.510,00	-0,15	-0,07	-0,10	-0,977
Zetes Industries	-	-	443.657,00	0,02	0,03	0,03	-

Tabel Correlatie tussen remuneratieniveau en Tobin's Q BelSmall

Bedrijf	Remuneratieniveau			Tobin's Q			Correlatie
	2009	2010	2011	2009	2010	2011	
4Energy Invest	371.000,00	327.250,00	272.238,00	1,98	1,36	1,61	0,537
Ablynx	-	748.283,59	710.769,24	1,64	1,60	1,94	-
Accentis	115.000,00	130.823,00	117.000,00	0,23	0,34	0,29	0,885
Alfacam	300.000,00	450.000,00	314.000,00	0,45	0,50	1,49	-0,387
Atenor	395.000,00	690.395,00	482.625,00	0,88	0,63	0,62	-0,696
Banimmo	320.029,65	338.151,69	3.328.936,21	0,66	0,69	0,58	-0,968
Campine	-	-	-	0,64	0,39	0,60	-
Connect	-	268.000,00	362.650,00	0,17	0,09	0,19	-
Deceuninck	-	-	682.708,00	0,18	0,35	0,66	-
Deficom	0,00	0,00	0,00	0,82	1,01	0,68	-
Devgen	-	-	738.000,00	1,86	2,71	1,92	-
Eckert-Ziegler	464.085,00	339.213,00	330.892,00	1,03	1,12	1,06	-0,709
Floridienne	-	322.548,50	585.008,50	0,79	0,71	0,89	-
Fountain	-	-	260.571,43	0,40	0,38	0,42	-
Hamon	-	-	2.213.000,00	1,52	0,99	0,83	-
I.R.I.S.	231.652,50	262.555,00	235.205,00	1,41	1,09	1,12	-0,657
IBA	-	345.620,00	914.882,31	0,21	0,24	0,26	-
Immo Moury	0,00	139.000,00	113.000,00	0,84	0,99	1,09	0,827
Immobel	754.859,00	712.859,32	758.858,32	0,31	0,57	0,39	-0,921
Jensen	-	-	568.915,00	0,41	0,55	0,58	-
Keyware	379.000,00	500.000,00	358.000,00	2,42	2,01	1,59	0,138
MDxHealth	372.000,00	612.500,00	550.000,00	3,10	1,23	1,65	-0,999
Miko	286.378,50	499.201,00	241.093,00	0,81	0,87	0,92	-0,074
Montea	256.000,00	282.933,97	373.620,95	0,36	0,47	0,53	0,875
Moury Construct	114.834,50	131.000,00	161.000,00	0,90	1,10	1,14	0,867
Neufcour	43.000,00	43.000,00	47.000,00	0,56	0,51	0,45	-0,913
Option	675.750,00	671.500,00	498.250,00	1,77	1,25	0,79	0,860
PCB	0,00	0,00	-	0,78	0,84	0,73	-
PinguinLutosa	290.000,00	300.000,00	169.411,76	0,33	0,40	0,34	0,369
Punch Int.	-	-	0,00	0,54	0,29	0,32	-
Quest for Growth	-	-	0,00	0,52	0,47	0,74	-

Recticel	1.071.252,86	803.330,00	855.004,00	0,12	0,28	0,29	-0,967
Rentabiliweb	240.000,00	240.000,00	153.900,00	2,80	2,03	2,68	-0,373
Resilux	327.617,91	567.078,22	1.164.265,22	0,72	0,97	1,09	0,894
Rosier	-	165.000,00	205.600,00	1,43	1,00	0,98	-
S.A.B.C.A.	-	-	449.325,00	0,14	0,19	0,27	-
Saptec	504.342,00	606.678,00	588.409,00	0,50	0,87	0,77	0,995
Scheerd. V. Kerch.	-	-	-	0,45	0,40	0,43	-
Serviceflats Inv.	121.828,33	164.038,72	159.871,87	0,81	0,90	0,76	0,226
Sioen Industries	491.350,00	546.073,00	642.992,00	0,34	0,37	0,62	0,966
Spector	689.968,75	318.464,00	507.000,00	0,23	0,18	0,17	0,769
Ter Beke	526.960,00	525.410,33	418.789,71	0,55	0,56	0,55	0,551
Texaf	230.000,00	258.199,00	241.828,00	1,31	1,97	1,72	0,973
Thenergo	260.000,00	285.544,95	201.121,00	1,21	0,59	2,57	-1,000
Think Media	150.000,00	150.000,00	150.000,00	0,55	0,41	0,32	-
TiGenix	-	-	427.119,00	2,90	1,45	0,98	-
Transics	-	-	-	0,99	0,68	0,95	-
Warehouses	25.000,00	32.500,00	58.750,00	0,57	0,64	0,39	-0,880
Zenitel	585.000,00	363.241,00	401.510,00	0,17	0,14	0,14	0,988
Zetes Industries	-	-	443.657,00	1,08	1,24	1,45	-

Bijlage 6: Analyse van de hele dataset

```

tsset ondernemingsnummer jaar
      panel variable: ondernemingsnummer (strongly balanced)
      time variable: jaar, 2009 to 2011
      delta: 1 unit
    
```

Totale vaste beloning

	lnt~ebel	groots~h	roa	tobinsq	lndoch~n	lntotb~t	lnwerk~s	lnonde~d	lnceol~d	lnceoa~n
lntotvaste~l	1.0000									
grootsteadh	-0.1298	1.0000								
roa	0.0332	0.1691	1.0000							
tobinsq	0.0428	-0.0668	-0.0884	1.0000						
lndochtero~n	0.3452	-0.0828	0.1397	-0.0436	1.0000					
lntotbest	0.3822	0.1956	0.2521	-0.0985	0.4066	1.0000				
lnwerknemers	0.3104	0.0486	0.1481	-0.0616	0.2627	0.4112	1.0000			
lnondernle~d	0.1489	0.2134	0.2243	-0.0876	0.4211	0.2446	0.3931	1.0000		
lnceoleeft~d	0.2781	0.0735	0.1857	-0.0780	0.0973	0.3663	0.0719	0.1709	1.0000	
lnceoambts~n	0.0774	0.1618	0.2272	-0.0824	-0.0285	0.0003	-0.0434	0.1332	0.4132	1.0000

Skewness/Kurtosis tests for Normality

Variable	Obs	Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	joint	
				adj chi2(2)	Prob>chi2
lntotvaste~l	247	0.0000	0.0000	.	0.0000
grootsteadh	311	0.0093	0.1647	8.12	0.0172
roa	318	0.0000	0.0000	.	0.0000
tobinsq	317	0.0000	0.0000	.	0.0000
lndochtero~n	306	0.4688	0.5379	0.91	0.6341
lntotbest	317	0.0000	0.0510	19.26	0.0001
lnwerknemers	292	0.1106	0.0136	8.06	0.0178
lnondernle~d	306	0.2653	0.0000	20.76	0.0000
lnceoleeft~d	271	0.6078	0.0829	3.29	0.1928
lnceoambts~n	272	0.1454	0.0000	17.01	0.0002

Shapiro-Wilk W test for normal data

Variable	Obs	W	V	z	Prob>z
lntotvaste~l	247	0.46444	96.104	10.616	0.00000
grootsteadh	311	0.97450	5.609	4.055	0.00003
roa	318	0.55202	100.506	10.852	0.00000
tobinsq	317	0.53603	103.803	10.926	0.00000
lndochtero~n	306	0.99415	1.267	0.557	0.28881
lntotbest	317	0.97537	5.511	4.017	0.00003
lnwerknemers	292	0.98088	3.977	3.236	0.00061
lnondernle~d	306	0.96282	8.062	4.904	0.00000
lnceoleeft~d	271	0.98865	2.210	1.852	0.03198
lnceoambts~n	272	0.97363	5.152	3.830	0.00006

Variable	VIF	1/VIF
lntotbest	1.79	0.557967
lnondernle~d	1.54	0.648761
lndochtero~n	1.51	0.663480
lnceoleeft~d	1.48	0.674681
lnwerknemers	1.40	0.716749
lnceoambts~n	1.34	0.743967
grootsteadh	1.21	0.828600
roa	1.16	0.860996
Mean VIF	1.43	

Variable	VIF	1/VIF
lntotbest	1.76	0.569512
lnondernle~d	1.53	0.654486
lndochtero~n	1.51	0.663620
lnceoleeft~d	1.48	0.674616
lnwerknemers	1.39	0.716974
lnceoambts~n	1.30	0.767669
grootsteadh	1.20	0.832495
tobinsq	1.02	0.979466
Mean VIF	1.40	

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
 Ho: Constant variance
 Variables: fitted values of lntotvastebel

chi2(1) = 279.19
 Prob > chi2 = 0.0000

Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity
 Ho: Constant variance
 Variables: fitted values of lntotvastebel

chi2(1) = 276.37
 Prob > chi2 = 0.0000

1) ROA

Linear regression

Number of obs = 84
 F(8, 75) = 21.16
 Prob > F = 0.0000
 R-squared = 0.5856
 Root MSE = .49899

lntotvastebel	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
grootsteadh	-.0071245	.0023042	-3.09	0.003	-.0117146	-.0025343
roa	-.2145088	.1191485	-1.80	0.076	-.4518648	.0228471
lndochterondern	.2280424	.0350986	6.50	0.000	.1581223	.2979624
lntotbest	.8664507	.3030479	2.86	0.005	.2627484	1.470153
lnwerknemers	.058359	.027497	2.12	0.037	.0035822	.1131359
lnondernleeftijd	-.0119971	.0453608	-0.26	0.792	-.1023604	.0783662
lnceoleeftijd	-.3353871	.5174889	-0.65	0.519	-1.366278	.6955037
lnceoambtstermijn	.1208479	.0755528	1.60	0.114	-.029661	.2713567
_cons	11.52087	1.713319	6.72	0.000	8.107766	14.93398


```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: ondernemin~r
Number of obs      =      84
Number of groups   =      31

R-sq:  within = 0.4769
       between = 0.2494
       overall = 0.2307
Obs per group:  min =      1
                avg  =      2.7
                max  =      3

F(8,45)           =      5.13
Prob > F          =      0.0001

corr(u_i, Xb)    = -0.8771
    
```

Intotvastebel	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	.0082733	.0033419	2.48	0.017	.0015424	.0150041
roa	.1593624	.1331118	1.20	0.237	-.1087385	.4274632
lndochterondern	-.6425627	.315382	-2.04	0.048	-1.277775	-.0073508
lntotbest	-.3652113	.219333	-1.67	0.103	-.8069707	.0765481
lnwerknemers	.0213899	.1063753	0.20	0.842	-.192861	.2356407
lnondernleeftijd	.5962507	.228605	2.61	0.012	.1358167	1.056685
lnceoleeftijd	-.0392673	.8166625	-0.05	0.962	-1.68411	1.605575
lnceoambtstermijn	.0388652	.0722959	0.54	0.594	-.1067463	.1844766
_cons	13.93084	2.899797	4.80	0.000	8.090354	19.77133
sigma_u	1.4373563					
sigma_e	.11197987					
rho	.99396714	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(30, 45) = 48.14 Prob > F = 0.0000

```

Random-effects GLS regression
Group variable: ondernemin~r
Number of obs      =      84
Number of groups   =      31

R-sq:  within = 0.3351
       between = 0.4585
       overall = 0.3847
Obs per group:  min =      1
                avg  =      2.7
                max  =      3

Wald chi2(8)       =      46.27
Prob > chi2        =      0.0000

corr(u_i, X)      = 0 (assumed)
    
```

Intotvastebel	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	.0023843	.0028165	0.85	0.397	-.0031359	.0079046
roa	.0976548	.1229962	0.79	0.427	-.1434132	.3387229
lndochterondern	.1953294	.0841913	2.32	0.020	.0303175	.3603412
lntotbest	-.2940188	.2089624	-1.41	0.159	-.7035776	.1155399
lnwerknemers	.164108	.0378189	4.34	0.000	.0899843	.2382317
lnondernleeftijd	.0277321	.1263664	0.22	0.826	-.2199415	.2754057
lnceoleeftijd	-.9276924	.5832085	-1.59	0.112	-2.07076	.2153752
lnceoambtstermijn	.1426106	.0527187	2.71	0.007	.0392838	.2459374
_cons	15.61208	2.22842	7.01	0.000	11.24446	19.97971
sigma_u	.55145648					
sigma_e	.11197987					
rho	.96039874	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
grootsteadh	.0082733	.0023843	.0058889	.0017987
roa	.1593624	.0976548	.0617075	.0508987
Indochtero~n	-.6425627	.1953294	-.837892	.3039368
Intotbest	-.3652113	-.2940188	-.0711924	.066646
lnwerknemers	.0213899	.164108	-.1427181	.0994255
lnondernle~d	.5962507	.0277321	.5685186	.190504
lnceoleeft~d	-.0392673	-.9276924	.8884251	.5716691
lnceoambts~n	.0388652	.1426106	-.1037454	.0494715

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(8) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
 = 4.60
 Prob>chi2 = 0.7992
 (V_b-V_B is not positive definite)

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

Intotvastebe1[ondernemingsnummer,t] = Xb + u[ondernemingsnummer] + e[ondernemingsnummer,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
Into~ebel	.5429687	.7368641
e	.0125395	.1119799
u	.3041042	.5514565

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 48.21
 Prob > chibar2 = 0.0000

2) Tobin's Q

Linear regression

Number of obs = 99
 F(8, 90) = 24.68
 Prob > F = 0.0000
 R-squared = 0.6013
 Root MSE = .5119

Intotvastebe1	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
grootsteadh	-.0061731	.0023355	-2.64	0.010	-.0108129	-.0015333
tobinsq	-.0316928	.0274743	-1.15	0.252	-.0862753	.0228898
Indochterondern	.2773197	.0456661	6.07	0.000	.186596	.3680435
Intotbest	.8503644	.2653498	3.20	0.002	.3232007	1.377528
lnwerknemers	.0583884	.0277671	2.10	0.038	.0032241	.1135527
lnondernleeftijd	-.1028908	.0524119	-1.96	0.053	-.2070162	.0012345
lnceoleeftijd	1.277828	.5157496	2.48	0.015	.2532019	2.302455
lnceoambtstermijn	.040858	.0844185	0.48	0.630	-.1268542	.2085701
_cons	5.537267	1.859089	2.98	0.004	1.843862	9.230673

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: ondernemin~r

Number of obs = 99
 Number of groups = 35

R-sq: within = 0.3569
 between = 0.3961
 overall = 0.3980

Obs per group: min = 1
 avg = 2.8
 max = 3

F(8,56) = 3.88
 Prob > F = 0.0011

corr(u_i, Xb) = -0.9526

Intotvastebel	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	.0092227	.005387	1.71	0.092	-.0015687	.0200141
tobinsq	.1114326	.0543118	2.05	0.045	.002633	.2202322
lndochterondern	-.9286358	.3206326	-2.90	0.005	-1.57094	-.2863315
Intotbest	-.2460887	.2833042	-0.87	0.389	-.8136152	.3214378
lnwerknemers	-.1397706	.1216393	-1.15	0.255	-.3834434	.1039023
lnondernleeftijd	.3729204	.2249092	1.66	0.103	-.0776268	.8234676
lnceoleeftijd	-.0619132	.504186	-0.12	0.903	-1.071919	.9480928
lnceoambtstermijn	.0325551	.0833768	0.39	0.698	-.1344688	.199579
_cons	16.27568	2.304908	7.06	0.000	11.6584	20.89297
sigma_u	1.9526504					
sigma_e	.13852157					
rho	.99499268	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(34, 56) = 34.50 Prob > F = 0.0000

Random-effects GLS regression
 Group variable: ondernemin~r

Number of obs = 99
 Number of groups = 35

R-sq: within = 0.1270
 between = 0.4204
 overall = 0.3928

Obs per group: min = 1
 avg = 2.8
 max = 3

Wald chi2(8) = 30.51
 Prob > chi2 = 0.0002

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Intotvastebel	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.0016103	.0038007	-0.42	0.672	-.0090596	.005839
tobinsq	.0715709	.0467603	1.53	0.126	-.0200776	.1632194
lndochterondern	.205229	.0826415	2.48	0.013	.0432546	.3672034
Intotbest	.2196637	.2620466	0.84	0.402	-.2939383	.7332657
lnwerknemers	.0957858	.0381205	2.51	0.012	.0210711	.1705005
lnondernleeftijd	-.0295848	.0952411	-0.31	0.756	-.216254	.1570844
lnceoleeftijd	-.5042458	.4523493	-1.11	0.265	-1.390834	.3823426
lnceoambtstermijn	.1825437	.0700964	2.60	0.009	.0451571	.3199302
_cons	13.32425	1.704577	7.82	0.000	9.983346	16.66516
sigma_u	.5518502					
sigma_e	.13852157					
rho	.94072712	(fraction of variance due to u_i)				

. hausman fixed random

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt (diag (V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
grootsteadh	.0092227	-.0016103	.010833	.0038176
tobinsq	.1114326	.0715709	.0398617	.027627
lndochtero~n	-.9286358	.205229	-1.133865	.3097994
lntotbest	-.2460887	.2196637	-.4657524	.10767
lnwerknemers	-.1397706	.0957858	-.2355564	.1155117
lnondernle~d	.3729204	-.0295848	.4025052	.203748
lnceoleeft~d	-.0619132	-.5042458	.4423326	.2226738
lnceoambts~n	.0325551	.1825437	-.1499886	.0451463

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(8) = (b-B)' [(V_b-V_B)^(-1)] (b-B)
 = 35.35
 Prob>chi2 = 0.0000
 (V_b-V_B is not positive definite)

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

lntotvastebe1[ondernemingsnummer,t] = Xb + u[ondernemingsnummer] + e[ondernemingsnummer,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
lnto~ebel	.6036532	.7769513
e	.0191882	.1385216
u	.3045386	.5518502

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 55.91
 Prob > chibar2 = 0.0000

Totale variabele beloning

De testen om te beslissen welke model het meest van toepassing is, werden op dezelfde wijze toegepast voor de overige modellen. In de delen die volgen wordt enkel het finale model getoond.

1) ROA

Linear regression

Number of obs = 85
 F(8, 76) = 14.84
 Prob > F = 0.0000
 R-squared = 0.5533
 Root MSE = 2.2978

Intotvarbel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.0082146	.0082438	-1.00	0.322	-.0246335	.0082043
roa	4.41388	.9752638	4.53	0.000	2.471474	6.356286
lndochterondern	.6674944	.156383	4.27	0.000	.3560306	.9789583
Intotbest	2.555044	.9834393	2.60	0.011	.5963549	4.513733
lnwerknemers	.191157	.0717999	2.66	0.009	.048155	.334159
lnondernleeftijd	-.2232451	.1882972	-1.19	0.239	-.5982716	.1517813
lnceoleeftijd	-4.421243	3.685811	-1.20	0.234	-11.76217	2.919685
lnceoambtstermijn	.3782381	.5209478	0.73	0.470	-.6593193	1.415795
_cons	20.68312	13.05705	1.58	0.117	-5.322254	46.68849

2) Tobin's Q

Random-effects GLS regression
 Group variable: ondernemin~r

Number of obs = 100
 Number of groups = 35

R-sq: within = 0.0135
 between = 0.1490
 overall = 0.1486

Obs per group: min = 1
 avg = 2.9
 max = 3

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(8) = 5.79
 Prob > chi2 = 0.6709

Intotvarbel	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.0331458	.0291423	-1.14	0.255	-.0902637	.0239722
tobinsq	.1733952	.37285	0.47	0.642	-.5573775	.9041678
lndochterondern	.3806071	.5295136	0.72	0.472	-.6572204	1.418435
Intotbest	3.26319	2.218951	1.47	0.141	-1.085874	7.612254
lnwerknemers	.0277466	.2741432	0.10	0.919	-.5095643	.5650574
lnondernleeftijd	-.0886856	.6023776	-0.15	0.883	-1.269324	1.091953
lnceoleeftijd	-3.166979	4.152681	-0.76	0.446	-11.30609	4.972127
lnceoambtstermijn	.4150971	.6454472	0.64	0.520	-.8499561	1.68015
_cons	15.69801	15.27158	1.03	0.304	-14.23374	45.62976
sigma_u	3.4957464					
sigma_e	2.0025282					
rho	.75292485	(fraction of variance due to u_i)				

Bijlage 7: Analyse per jaar

Bel20, BelMid en BelSmall 2009

Totale vaste beloning

1) ROA

Linear regression

Number of obs = 46
 F(8, 37) = 15.88
 Prob > F = 0.0000
 R-squared = 0.5987
 Root MSE = .49475

Intotvastebel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.0039767	.0034182	-1.16	0.252	-.0109027	.0029493
roa	.3273484	.2656174	1.23	0.226	-.2108436	.8655403
Indochterondern	.2698229	.0441838	6.11	0.000	.180298	.3593477
Intotbest	.3818036	.3545591	1.08	0.289	-.3366013	1.100209
lnwerknemers	.0581577	.037268	1.56	0.127	-.0173544	.1336698
lnondernleeftijd	-.1467253	.0692373	-2.12	0.041	-.2870134	-.0064371
lnceoleeftijd	1.311102	.6600908	1.99	0.054	-.0263687	2.648573
lnceoambtstermijn	.0542252	.0825359	0.66	0.515	-.1130085	.2214588
_cons	6.43022	2.367143	2.72	0.010	1.633932	11.22651

2) Tobin's Q

Linear regression

Number of obs = 46
 F(8, 37) = 17.05
 Prob > F = 0.0000
 R-squared = 0.6004
 Root MSE = .49372

Intotvastebel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.0040436	.0036209	-1.12	0.271	-.0113803	.0032931
tobinsq	.0827881	.0664348	1.25	0.221	-.0518216	.2173978
Indochterondern	.2811196	.0446954	6.29	0.000	.1905582	.3716811
Intotbest	.4755902	.3820055	1.24	0.221	-.2984265	1.249607
lnwerknemers	.0599583	.0368056	1.63	0.112	-.014617	.1345337
lnondernleeftijd	-.1436042	.0703026	-2.04	0.048	-.2860507	-.0011577
lnceoleeftijd	1.268658	.6865953	1.85	0.073	-.1225167	2.659832
lnceoambtstermijn	.0873396	.0898911	0.97	0.338	-.0947971	.2694762
_cons	6.199873	2.413046	2.57	0.014	1.310577	11.08917

Totale variabele beloning

1) ROA

Linear regression

Number of obs = 47
 F(8, 38) = 8.54
 Prob > F = 0.0000
 R-squared = 0.4491
 Root MSE = 3.3127

lntotvarbel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.071634	.0348504	-2.06	0.047	-.1421848	-.0010831
roa	12.64342	2.008048	6.30	0.000	8.578336	16.7085
lndochterondern	-.1869068	.4551354	-0.41	0.684	-1.10828	.7344666
lntotbest	.0359448	2.324815	0.02	0.988	-4.670397	4.742287
lnwerknemers	.2239749	.2809484	0.80	0.430	-.3447753	.7927251
lnondernleeftijd	.6348929	.5979769	1.06	0.295	-.5756481	1.845434
lnceoleeftijd	-2.227628	3.929786	-0.57	0.574	-10.18306	5.727808
lnceoambtstermijn	.3308888	.6531877	0.51	0.615	-.9914205	1.653198
_cons	19.14867	16.619	1.15	0.256	-14.49472	52.79207

2) Tobin's Q

Linear regression

Number of obs = 47
 F(8, 38) = 1.66
 Prob > F = 0.1404
 R-squared = 0.2278
 Root MSE = 3.9222

lntotvarbel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.0391015	.0377125	-1.04	0.306	-.1154464	.0372435
tobinsq	-1.23352	.8729203	-1.41	0.166	-3.000655	.5336145
lndochterondern	-.2331495	.5104093	-0.46	0.650	-1.266419	.8001202
lntotbest	.8060956	2.781862	0.29	0.774	-4.82549	6.437681
lnwerknemers	.1818694	.2872205	0.63	0.530	-.3995782	.763317
lnondernleeftijd	1.019953	.7059126	1.44	0.157	-.4090924	2.448998
lnceoleeftijd	-3.666604	4.847732	-0.76	0.454	-13.48032	6.147116
lnceoambtstermijn	.4518077	.7716504	0.59	0.562	-1.110317	2.013932
_cons	21.92548	19.64025	1.12	0.271	-17.83413	61.68508

Bel20, BelMid en BelSmall 2010

Totale vaste beloning

1) ROA

Linear regression

Number of obs = 57
 F(8, 48) = 1.37
 Prob > F = 0.2325
 R-squared = 0.3579
 Root MSE = 2.1923

Intotvastebel	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
grootsteadh	-.0379129	.0214626	-1.77	0.084	-.0810664	.0052407
roa	-1.431818	1.555748	-0.92	0.362	-4.55986	1.696224
lndochterondern	.3063891	.1541916	1.99	0.053	-.0036339	.6164121
lntotbest	1.9376	1.111966	1.74	0.088	-.2981573	4.173358
lnwerknemers	.1521194	.0783145	1.94	0.058	-.0053424	.3095813
lnondernleeftijd	.0620356	.2051608	0.30	0.764	-.3504679	.4745391
lnceoleeftijd	3.168679	1.887722	1.68	0.100	-.6268404	6.964199
lnceoambtstermijn	.0930193	.207175	0.45	0.655	-.323534	.5095725
_cons	-5.025351	8.911102	-0.56	0.575	-22.94232	12.89162

2) Tobin's Q

Linear regression

Number of obs = 57
 F(8, 48) = 1.32
 Prob > F = 0.2570
 R-squared = 0.3556
 Root MSE = 2.1963

Intotvastebel	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
grootsteadh	-.0390986	.0217898	-1.79	0.079	-.0829098	.0047127
tobinsq	.0816501	.1903752	0.43	0.670	-.3011249	.464425
lndochterondern	.3160337	.1537304	2.06	0.045	.006938	.6251294
lntotbest	1.805302	1.060543	1.70	0.095	-.3270622	3.937667
lnwerknemers	.1345716	.0748045	1.80	0.078	-.015833	.2849761
lnondernleeftijd	.0468816	.1942958	0.24	0.810	-.3437762	.4375394
lnceoleeftijd	3.43723	1.936971	1.77	0.082	-.4573117	7.331771
lnceoambtstermijn	.0320418	.2132955	0.15	0.881	-.3968176	.4609012
_cons	-5.67865	9.095922	-0.62	0.535	-23.96723	12.60993

Totale variabele beloning

1) ROA

Linear regression

Number of obs = 58
 F(8, 49) = 1.43
 Prob > F = 0.2086
 R-squared = 0.1386
 Root MSE = 4.0524

Intotvarbel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.054845	.0286307	-1.92	0.061	-.1123805	.0026906
roa	2.276274	3.497084	0.65	0.518	-4.751379	9.303928
lndochterondern	-.1328243	.4621583	-0.29	0.775	-1.061566	.7959175
lntotbest	1.719626	3.285771	0.52	0.603	-4.883377	8.32263
lnwerknemers	.0946674	.2834157	0.33	0.740	-.4748777	.6642126
lnondernleeftijd	.5698768	.5737696	0.99	0.325	-.5831563	1.72291
lnceoleeftijd	4.761469	5.481188	0.87	0.389	-6.25339	15.77633
lnceoambtstermijn	-.2352915	.5724295	-0.41	0.683	-1.385632	.9150486
_cons	-11.40357	21.03691	-0.54	0.590	-53.67882	30.87168

2) Tobin's Q

Linear regression

Number of obs = 58
 F(8, 49) = 1.21
 Prob > F = 0.3158
 R-squared = 0.1435
 Root MSE = 4.0409

Intotvarbel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.0499821	.0272436	-1.83	0.073	-.1047302	.0047661
tobinsq	.3408882	.3626346	0.94	0.352	-.3878533	1.06963
lndochterondern	-.1638075	.4778429	-0.34	0.733	-1.124069	.7964538
lntotbest	1.98337	3.337109	0.59	0.555	-4.722801	8.689541
lnwerknemers	.1371694	.273633	0.50	0.618	-.4127167	.6870555
lnondernleeftijd	.6089305	.5942495	1.02	0.311	-.5852586	1.80312
lnceoleeftijd	4.153401	5.605764	0.74	0.462	-7.111802	15.41861
lnceoambtstermijn	-.1047272	.5752119	-0.18	0.856	-1.260659	1.051204
_cons	-10.44186	21.0731	-0.50	0.622	-52.78984	31.90613

Bel20, BelMid en BelSmall 2011

Totale vaste beloning

1) ROA

Linear regression

Number of obs = 74
 F(8, 65) = 5.15
 Prob > F = 0.0001
 R-squared = 0.3185
 Root MSE = 1.4828

Intotvastebel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.0044821	.0040614	-1.10	0.274	-.0125933	.0036291
roa	-.6159375	.4710318	-1.31	0.196	-1.556653	.324778
lndochterondern	.0625406	.1448024	0.43	0.667	-.2266499	.351731
Intotbest	1.353762	.7132321	1.90	0.062	-.0706609	2.778185
lnwerknemers	.227973	.1302019	1.75	0.085	-.0320582	.4880041
lnondernleeftijd	-.1150707	.155281	-0.74	0.461	-.4251883	.1950469
lnceoleeftijd	2.457681	2.11383	1.16	0.249	-1.763929	6.679291
lnceoambtstermijn	.2610111	.1816156	1.44	0.155	-.1017002	.6237225
_cons	-.966401	9.752286	-0.10	0.921	-20.44306	18.51026

2) Tobin's Q

Linear regression

Number of obs = 74
 F(8, 65) = 5.17
 Prob > F = 0.0001
 R-squared = 0.3139
 Root MSE = 1.4878

Intotvastebel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.004613	.0038232	-1.21	0.232	-.0122486	.0030225
tobinsq	.1283832	.1107268	1.16	0.251	-.0927535	.3495198
lndochterondern	.0512278	.150547	0.34	0.735	-.2494353	.351891
Intotbest	1.270228	.6545606	1.94	0.057	-.0370196	2.577476
lnwerknemers	.2265422	.1299625	1.74	0.086	-.0330109	.4860953
lnondernleeftijd	-.1319526	.1563155	-0.84	0.402	-.4441362	.180231
lnceoleeftijd	2.300103	2.018457	1.14	0.259	-1.731035	6.33124
lnceoambtstermijn	.2216947	.1602827	1.38	0.171	-.098412	.5418014
_cons	-.1130783	9.211217	-0.01	0.990	-18.50915	18.28299

Totale variabele beloning

1) ROA

Linear regression

Number of obs = 73
 F(8, 64) = 4.62
 Prob > F = 0.0002
 R-squared = 0.2789
 Root MSE = 4.3137

lntotvarbel	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
grootsteadh	-.023348	.0244148	-0.96	0.343	-.0721221	.0254262
roa	3.496367	1.231978	2.84	0.006	1.035209	5.957525
lndochterondern	-.2446142	.4319612	-0.57	0.573	-1.107556	.6183274
lntotbest	3.25094	2.501424	1.30	0.198	-1.74623	8.24811
lnwerknemers	.488059	.2343429	2.08	0.041	.0199051	.9562128
lnondernleeftijd	.4966504	.5909874	0.84	0.404	-.6839826	1.677283
lnceoleeftijd	-3.88981	4.04219	-0.96	0.340	-11.96501	4.185392
lnceoambtstermijn	.6442548	.7091072	0.91	0.367	-.7723496	2.060859
_cons	15.11661	15.43585	0.98	0.331	-15.72005	45.95327

2) Tobin's Q

Linear regression

Number of obs = 73
 F(8, 64) = 2.68
 Prob > F = 0.0132
 R-squared = 0.2182
 Root MSE = 4.4918

lntotvarbel	Robust		t	P> t	[95% Conf. Interval]	
	Coef.	Std. Err.				
grootsteadh	-.0262355	.0260655	-1.01	0.318	-.0783074	.0258364
tobinsq	-.0638232	.4467349	-0.14	0.887	-.9562787	.8286323
lndochterondern	-.1971825	.468746	-0.42	0.675	-1.13361	.7392452
lntotbest	3.920238	2.605996	1.50	0.137	-1.285837	9.126313
lnwerknemers	.494074	.2290493	2.16	0.035	.0364955	.9516525
lnondernleeftijd	.6728896	.6291594	1.07	0.289	-.5840007	1.92978
lnceoleeftijd	-2.663318	4.207013	-0.63	0.529	-11.06779	5.741156
lnceoambtstermijn	.9325871	.7081052	1.32	0.193	-.4820156	2.34719
_cons	7.559241	15.66749	0.48	0.631	-23.74016	38.85864

Bijlage 8: Analyse per index

Bel20 voor 2009, 2010 en 2011 samen

Totale vaste beloning

1) ROA

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       35
Group variable: ondernemin~r          Number of groups =       12

R-sq:  within = 0.1684                 Obs per group:  min =       2
      between = 0.3043                  avg =       2.9
      overall = 0.2926                  max =       3

Wald chi2(8) =       5.72
corr(u_i, X) = 0 (assumed)            Prob > chi2     =       0.6784
    
```

Intotvastebel	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	.0018471	.0096189	0.19	0.848	-.0170055	.0206997
roa	.0344576	.1746055	0.20	0.844	-.307763	.3766782
lndochterondern	.0252067	.1539921	0.16	0.870	-.2766122	.3270256
lntotbest	.1051885	.4550445	0.23	0.817	-.7866824	.9970594
lnwerknemers	.0534528	.0716499	0.75	0.456	-.0869783	.1938839
lnondernleeftijd	.2647074	.2259566	1.17	0.241	-.1781594	.7075741
lnceoleeftijd	.3274918	1.271675	0.26	0.797	-2.164945	2.819928
lnceoambtstermijn	.0134226	.0822627	0.16	0.870	-.1478094	.1746545
_cons	10.66449	5.280378	2.02	0.043	.3151367	21.01384
sigma_u	.5736534					
sigma_e	.09740202					
rho	.97197837	(fraction of variance due to u_i)				

2) Tobin's Q

```

Random-effects GLS regression           Number of obs   =       38
Group variable: ondernemin~r          Number of groups =       13

R-sq:  within = 0.1287                 Obs per group:  min =       2
      between = 0.4082                  avg =       2.9
      overall = 0.4105                  max =       3

Wald chi2(8) =       7.95
corr(u_i, X) = 0 (assumed)            Prob > chi2     =       0.4385
    
```

Intotvastebel	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	.0075839	.0116114	0.65	0.514	-.0151739	.0303418
tobinsq	.0070615	.0575184	0.12	0.902	-.1056725	.1197954
lndochterondern	.1665501	.1414213	1.18	0.239	-.1106305	.4437306
lntotbest	-.0678363	.6219182	-0.11	0.913	-1.286774	1.151101
lnwerknemers	-.0854616	.078208	-1.09	0.275	-.2387464	.0678232
lnondernleeftijd	.1501772	.132801	1.13	0.258	-.1101079	.4104623
lnceoleeftijd	.9402361	1.307713	0.72	0.472	-1.622834	3.503306
lnceoambtstermijn	-.008834	.0990172	-0.09	0.929	-2.029041	.1852362
_cons	9.368615	5.656627	1.66	0.098	-1.71817	20.4554
sigma_u	.58603749					
sigma_e	.15571965					
rho	.93405122	(fraction of variance due to u_i)				

Totale variabele beloning

1) ROA

Linear regression

Number of obs = 35
 F(8, 26) = 29.91
 Prob > F = 0.0000
 R-squared = 0.7661
 Root MSE = .61332

Intotvarbel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	.0332046	.0083263	3.99	0.000	.0160897	.0503195
roa	1.575086	.7653054	2.06	0.050	.0019785	3.148194
Indochterondern	.2908182	.0833523	3.49	0.002	.1194852	.4621512
Intotbest	1.496488	.642633	2.33	0.028	.175537	2.817439
lnwerknemers	.0184449	.0672313	0.27	0.786	-.119751	.1566407
lnondernleeftijd	.1458412	.1452899	1.00	0.325	-.1528065	.4444888
lnceoleeftijd	-8.540138	1.371649	-6.23	0.000	-11.3596	-5.720674
lnceoambtstermijn	.3424265	.1344935	2.55	0.017	.0659712	.6188818
_cons	40.14069	5.193275	7.73	0.000	29.46576	50.81562

2) Tobin's Q

Random-effects GLS regression
 Group variable: ondernemin~r

Number of obs = 38
 Number of groups = 13

R-sq: within = 0.3945
 between = 0.3788
 overall = 0.3717

Obs per group: min = 2
 avg = 2.9
 max = 3

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(8) = 18.16
 Prob > chi2 = 0.0201

Intotvarbel	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	.0744993	.0239103	3.12	0.002	.027636	.1213626
tobinsq	.1872843	.1190598	1.57	0.116	-.0460687	.4206372
Indochterondern	.2557725	.2588102	0.99	0.323	-.2514861	.7630312
Intotbest	-3.523111	1.331991	-2.64	0.008	-6.133765	-.9124569
lnwerknemers	-.0747721	.1543157	-0.48	0.628	-.3772254	.2276811
lnondernleeftijd	.6289495	.2597126	2.42	0.015	.1199221	1.137977
lnceoleeftijd	-3.383077	2.605375	-1.30	0.194	-8.489518	1.723364
lnceoambtstermijn	.4576946	.2054975	2.23	0.026	.0549269	.8604623
_cons	29.68353	11.25074	2.64	0.008	7.632489	51.73456
sigma_u	.94639492					
sigma_e	.31397761					
rho	.90084747	(fraction of variance due to u_i)				

BelMid voor 2009, 2010 en 2011 samen

Totale vaste beloning

1) ROA

Linear regression

Number of obs = 28
 F(8, 19) = 17.51
 Prob > F = 0.0000
 R-squared = 0.7879
 Root MSE = .33587

Intotvastebel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.0183318	.0057008	-3.22	0.005	-.0302637	-.0063998
roa	1.784299	.71108	2.51	0.021	.2959912	3.272606
lndochterondern	-.4173973	.1147658	-3.64	0.002	-.6576048	-.1771898
lntotbest	-.8731868	.6257591	-1.40	0.179	-2.182916	.436542
lnwerknemers	-.3873416	.0647628	-5.98	0.000	-.5228918	-.2517914
lnondernleeftijd	.9568584	.1575619	6.07	0.000	.6270776	1.286639
lnceoleeftijd	3.168948	1.115011	2.84	0.010	.835202	5.502693
lnceoambtstermijn	-.4668832	.1120146	-4.17	0.001	-.7013324	-.2324341
_cons	3.441389	2.931846	1.17	0.255	-2.695036	9.577814

2) Tobin's Q

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: ondernemin~r

Number of obs = 41
 Number of groups = 14

R-sq: within = 0.6213
 between = 0.0426
 overall = 0.0327

Obs per group: min = 2
 avg = 2.9
 max = 3

corr(u_i, Xb) = -0.8750

F(7,20) = 4.69
 Prob > F = 0.0030

Intotvastebel	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	.0038079	.0052619	0.72	0.478	-.0071684	.0147841
tobinsq	.0523386	.0797748	0.66	0.519	-.1140688	.2187459
lndochterondern	0 (omitted)					
lntotbest	-.2924658	.3040189	-0.96	0.348	-.9266382	.3417065
lnwerknemers	-.2157168	.1546045	-1.40	0.178	-.538216	.1067825
lnondernleeftijd	.9385412	.3507476	2.68	0.015	.2068945	1.670188
lnceoleeftijd	-.9269373	.6401773	-1.45	0.163	-2.262324	.4084491
lnceoambtstermijn	.2126747	.1471935	1.44	0.164	-.0943655	.5197149
_cons	14.43471	3.042966	4.74	0.000	8.087191	20.78222
sigma_u	1.1803831					
sigma_e	.11175179					
rho	.99111643	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(13, 20) = 54.48 Prob > F = 0.0000

Totale variabele beloning

1) ROA

Linear regression

Number of obs = 29
 F(8, 20) = 14.40
 Prob > F = 0.0000
 R-squared = 0.7126
 Root MSE = .60254

lntotvarbel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.0264737	.0088166	-3.00	0.007	-.0448648	-.0080826
roa	5.170448	1.538418	3.36	0.003	1.961365	8.379531
lndochterondern	.4344005	.2159893	2.01	0.058	-.0161454	.8849463
lntotbest	1.366911	.8962833	1.53	0.143	-.502703	3.236526
lnwerknemers	-.138055	.1120569	-1.23	0.232	-.3718015	.0956916
lnondernleeftijd	.2759754	.3135902	0.88	0.389	-.3781623	.930113
lnceoleeftijd	1.689513	1.589535	1.06	0.300	-1.626199	5.005225
lnceoambtstermijn	.1095359	.2218784	0.49	0.627	-.3532944	.5723661
_cons	1.012648	4.578172	0.22	0.827	-8.53725	10.56255

2) Tobin's Q

Random-effects GLS regression
 Group variable: ondernemin~r

Number of obs = 42
 Number of groups = 14

R-sq: within = 0.0170
 between = 0.6119
 overall = 0.5041

Obs per group: min = 3
 avg = 3.0
 max = 3

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(8) = 13.42
 Prob > chi2 = 0.0982

lntotvarbel	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.016976	.0434023	-0.39	0.696	-.1020428	.0680909
tobinsq	.705104	.8707537	0.81	0.418	-1.001542	2.411175
lndochterondern	-.2743515	.6097928	-0.45	0.653	-1.469523	.9208205
lntotbest	-3.547584	3.408841	-1.04	0.298	-10.22879	3.133622
lnwerknemers	-.8341041	.5363999	-1.56	0.120	-1.885429	.2172203
lnondernleeftijd	.5368957	1.193377	0.45	0.653	-1.80208	2.875872
lnceoleeftijd	8.090463	5.350447	1.51	0.131	-2.39622	18.57715
lnceoambtstermijn	-2.542954	1.036461	-2.45	0.014	-4.57438	-.5115271
_cons	-6.294159	19.45362	-0.32	0.746	-44.42255	31.83423
sigma_u	2.5115228					
sigma_e	2.1331318					
rho	.58093092	(fraction of variance due to u_i)				

BelSmall voor 2009, 2010 en 2011 samen

Totale vaste beloning

1) ROA

Linear regression

Number of obs = 20
 F(8, 11) = 9.55
 Prob > F = 0.0006
 R-squared = 0.8840
 Root MSE = .25471

Intotvastebel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.0103889	.0028845	-3.60	0.004	-.0167375	-.0040402
roa	.079628	.1200483	0.66	0.521	-.1845966	.3438526
lndochterondern	-1.233236	.1992135	-6.19	0.000	-1.671702	-.7947703
lntotbest	2.876873	.5340027	5.39	0.000	1.701541	4.052205
lnwerknemers	.0488973	.0522204	0.94	0.369	-.066039	.1638337
lnondernleeftijd	.7435065	.1435569	5.18	0.000	.42754	1.059473
lnceoleeftijd	-5.726861	.9344165	-6.13	0.000	-7.783498	-3.670224
lnceoambtstermijn	.4585093	.078946	5.81	0.000	.2847503	.6322683
_cons	29.14206	3.312662	8.80	0.000	21.85094	36.43318

2) Tobin's Q

Linear regression

Number of obs = 20
 F(8, 11) = 13.67
 Prob > F = 0.0001
 R-squared = 0.8148
 Root MSE = .25171

Intotvastebel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	.0004321	.0044306	0.10	0.924	-.0093196	.0101839
tobinsq	-.3958265	.2634407	-1.50	0.161	-.9756554	.1840025
lndochterondern	-.9363107	.3908564	-2.40	0.036	-1.79658	-.0760416
lntotbest	.4851494	.6083712	0.80	0.442	-.8538665	1.824165
lnwerknemers	.185836	.095897	1.94	0.079	-.0252319	.3969039
lnondernleeftijd	.3049349	.1009429	3.02	0.012	.082761	.5271088
lnceoleeftijd	-.9244541	1.519137	-0.61	0.555	-4.268051	2.419143
lnceoambtstermijn	.2907234	.1083317	2.68	0.021	.052287	.5291599
_cons	15.96423	4.588888	3.48	0.005	5.864156	26.06431

Totale variabele beloning

1) ROA

Linear regression

Number of obs = 20
 F(8, 11) = 13.64
 Prob > F = 0.0001
 R-squared = 0.7802
 Root MSE = 3.2086

lntotvarbel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	.0278314	.037074	0.75	0.469	-.0537679	.1094306
roa	6.707302	1.450304	4.62	0.001	3.515204	9.8994
lndochterondern	-10.94065	2.46046	-4.45	0.001	-16.35609	-5.525218
lntotbest	19.15062	4.391619	4.36	0.001	9.484734	28.81651
lnwerknemers	-1.334729	.5521161	-2.42	0.034	-2.549928	-.1195295
lnondernleeftijd	7.404497	2.056664	3.60	0.004	2.877811	11.93118
lnceoleeftijd	-52.35468	8.455885	-6.19	0.000	-70.96595	-33.7434
lnceoambtstermijn	.8091217	1.000483	0.81	0.436	-1.392926	3.011169
_cons	178.4391	32.95282	5.41	0.000	105.9104	250.9678

2) Tobin's Q

Linear regression

Number of obs = 20
 F(8, 11) = 7.05
 Prob > F = 0.0021
 R-squared = 0.6682
 Root MSE = 3.1633

lntotvarbel	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
grootsteadh	-.0723406	.0512653	-1.41	0.186	-.1851748	.0404935
tobinsq	2.906534	3.47421	0.84	0.421	-4.74015	10.55322
lndochterondern	8.018243	6.02456	1.33	0.210	-5.241724	21.27821
lntotbest	33.24881	11.07517	3.00	0.012	8.872522	57.62511
lnwerknemers	-4.658091	1.596861	-2.92	0.014	-8.172759	-1.143423
lnondernleeftijd	.9325037	1.235954	0.75	0.466	-1.787814	3.652821
lnceoleeftijd	-84.85701	25.75425	-3.29	0.007	-141.5417	-28.17229
lnceoambtstermijn	5.363838	1.473001	3.64	0.004	2.121785	8.605892
_cons	250.5378	70.64148	3.55	0.005	95.05697	406.0186

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Relatie tussen de beloningstructuur van de CEO en de lange termijnprestatie van de onderneming

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

Jaar: **2013**

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,

van de Walle, Stephanie

Datum: **1/06/2013**