

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

## Masterproef

De invloed van de governancestructuur op de variabiliteit van het loon  
van de CEO in Belgische, private ondernemingen

Promotor :  
Prof. dr. Tensie STEIJVERS

## Robrecht Mas

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

2012•2013

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE  
WETENSCHAPPEN

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

## Masterproef

De invloed van de governancestructuur op de  
variabiliteit van het loon van de CEO in Belgische,  
private ondernemingen

Promotor :  
Prof. dr. Tensie STEIJVERS

Robrecht Mas

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



## **Voorwoord**

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding Toegepaste Economische Wetenschappen met afstudeerrichting Accountancy & Financiering. Via deze weg zou ik graag enkele mensen willen bedanken die mij hebben geholpen om dit werk tot een goed einde te brengen.

In eerste instantie gaat mijn dank uit naar mijn promotor Prof. Dr. Tensie Steijvers. De professionele begeleiding, de opbouwende kritiek en het deskundig advies zijn van groot belang geweest bij het tot stand brengen van deze masterproef. Ondanks haar drukke agenda nam ze steeds de tijd om mijn teksten na te lezen en ze samen met mij te bespreken.

Verder wil ik mijn ouders bedanken omdat zij mij de kans hebben gegeven om deze opleiding te kunnen aanvragen, maar ook omdat ze steeds alles in het werk hebben gesteld om deze ook te kunnen afmaken. Ook wil ik mijn zussen Machteld, Veerle en Katelijne bedanken voor hun steun en interesse doorheen deze opleiding en omdat ze steeds voor me klaar staan.

Natuurlijk vergeet ik ook mijn vrienden niet die mij altijd gesteund hebben. Tenslotte een speciaal woord van dank aan mijn vriendin Julie. Zij heeft mij steeds weer kunnen motiveren om door te zetten en niet op te geven wanneer het moeilijk ging. Zonder haar steun had ik dit niet tot een goed einde kunnen brengen.

Robrecht Mas

Herk-de-Stad, mei 2013



## Samenvatting

Aandeelhouders willen dat bedrijven waarin ze investeren hun aandeelhouderswaarde maximaliseren. Dit is niet mogelijk wanneer het bedrijf fraudeert, slechte beslissingen maakt, buitensporige verloningen toekent aan haar CEO,... Het is daarom belangrijk dat de stem van de aandeelhouders wordt vertegenwoordigd door een actieve, effectieve raad van bestuur. Deze actieve, effectieve raad van bestuur zal proberen om deze aandeelhouderswaarde te maximaliseren. Dit kan op allerlei manieren zoals bijvoorbeeld door de CEO een variabele verloning toe te kennen in plaats van een vaste verloning (Murphy, 1986; Jensen & Murphy, 1990; Devers et al., 2007).

In deze masterproef zal variabele verloning en de structuur en werking van de raad van bestuur centraal staan. We gaan onderzoeken of een actieve, effectieve raad van bestuur een invloed heeft op het toekennen van variabele verloning. De centrale onderzoeksvraag is als volgt geformuleerd: *"In welke mate bepaalt de governancestructuur van het bedrijf de variabiliteit van het loon van de CEO?"*. Daarnaast zullen er twee deelvragen opgesteld worden die ons helpen om de centrale onderzoeksvraag op te lossen. Deze vragen zullen nagaan wat het effect van de onafhankelijkheid van de raad van bestuur is op variabele verloning en hoe de werking van de raad van bestuur kan zorgen voor een goede loonvariabiliteit.

In hoofdstuk twee zal het theoretisch kader aan bod komen en zullen we tot de hypotheseopbouw overgaan. In deze studie stellen we de principaal-agenttheorie en de leidinggevende hegemonie centraal. De principaal-agenttheorie handelt over het dichten van de informatiekloof om de aandeelhouderswaarde te maximaliseren, bijvoorbeeld door middel van variabele verloning (Murphy, 1986; Jensen & Murphy, 1990; Devers et al., 2007). De raad van bestuur vertegenwoordigt de aandeelhouders van de onderneming. Met behulp van variabele verloning kan de raad van bestuur proberen om de doelstellingen van de aandeelhouders en de CEO op dezelfde lijn te brengen. Op die manier zal de raad van bestuur aandeelhouderswaarde trachten te creëren en te maximaliseren. Aan de hand van de leidinggevende hegemonie bestuderen we de samenstelling en de werking van de raad van bestuur. De leidinggevende hegemonie staat voor een machtige CEO die invloed heeft over de raad van bestuur. De raad van bestuur zal in dit geval weinig efficiënt handelen en weinig aandeelhouderswaarde kunnen creëren. Aan de hand van de kenmerken van

deze raad van bestuur trachten we de kenmerken van een effectieve raad van bestuur af te leiden die aandeelhouderswaarde probeert te maximaliseren door bijvoorbeeld gebruik te maken van variabele verloning. We verwachten bijvoorbeeld dat een effectieve raad, in tegenstelling tot de raad bij leidinggevende hegemonie, een voldoende grote proportie onafhankelijke leden zal hebben en geen CEO-dualiteit zal hebben.

We spreken van een effectieve raad van bestuur wanneer deze op gepaste wijze de CEO controleert zonder beïnvloedt te worden door de CEO. De raad kan dus best voldoende onafhankelijk zijn. Daarnaast is het ook belangrijk dat de raad van bestuur instaat voor de belangen van de aandeelhouders en de doelstellingen van de CEO en de aandeelhouders op dezelfde lijn brengt. We veronderstellen dat een effectieve raad daarom zal kiezen voor een variabele verloning voor de CEO. Voor de eerste drie hypothesen zullen we ons richten op de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Er komen drie elementen aan bod die een invloed hebben op de onafhankelijkheid. Het gaat om de proportie onafhankelijke leden in de raad van bestuur, of er al dan niet sprake is van CEO-dualiteit en of de raad van bestuur wordt bijgestaan door een remuneratiecomité om de verloning van de CEO te bepalen. We veronderstellen dat er in de effectieve raad van bestuur een voldoende grote proportie onafhankelijke leden is, geen sprake van CEO-dualiteit is en dat er een remuneratiecomité is. Na het voeren van het empirisch onderzoek blijkt dat we enkel de hypothese over onafhankelijke leden kunnen aanvaarden. Wanneer een raad van bestuur gebruik maakt van onafhankelijke leden zien we een significante, positieve invloed op het gebruik van variabele verloning. Voor CEO-dualiteit kunnen we geen besluit trekken aangezien de coëfficiënten niet significant zijn. Door het ontbreken van gegevens over de aanwezigheid van een remuneratiecomité hebben we geen onderzoek gevoerd voor deze variabele en bijgevolg kunnen we geen uitspraak doen over de hypothese. Uit gelijkaardige studies van Baeten & Dekocker (2007) en Michiels (2012) is gebleken dat slechts respectievelijk 12% en 13% van de ondervraagde familiebedrijven over een remuneratiecomité beschikt. We achten de aanwezigheid van een remuneratiecomité in onze databank dan ook erg klein.

Voor de werking van de raad van bestuur stellen we twee hypothesen op. Als eerste bekijken we de grootte van de raad van bestuur. We veronderstellen dat wanneer een raad te groot of te klein is deze niet goed zal functioneren en dus niet effectief is. We verwachten een omgekeerd U-vormig verband. Uit het empirisch onderzoek blijkt dat

we geen uitsluitel kunnen geven over dit verband. De laatste hypothese zal handelen over het aantal keer dat er per jaar vergaderd wordt door de raad van bestuur. We verwachten dat wanneer er te weinig vergaderd wordt er geen goede loonvariabiliteit zal zijn en de raad dus niet effectief is. We kunnen opnieuw geen besluit trekken omdat de variabelen geen significantie vertonen. Daarom zetten we ons onderzoek verder naar het aantal formele vergaderingen. We bekomen dat een raad van bestuur die vier tot zes keer per jaar vergadert, sneller zal kiezen voor een variabele verloning dan wanneer er minder dan vier keer per jaar een vergadering is. Opnieuw kunnen we niet besluiten of dit aantal optimaal is omdat de derde categorie niet significant is.

Nadien wordt kort samengevat met welke aspecten er geen rekening gehouden wordt in deze masterproef, maar die toch interessant kunnen zijn voor verder onderzoek. Tot slot bevat het laatste hoofdstuk een algemene conclusie.





## Inhoudsopgave

Voorwoord

Samenvatting

Inhoudsopgave

<b>Hoofdstuk 1: Inleiding</b> .....	11
1.1 Probleemstelling .....	11
1.2 Centrale onderzoeksvraag.....	16
1.3 Deelvragen .....	17
<b>Hoofdstuk 2: Theoretisch kader</b> .....	19
2.1 Loonvariabiliteit: het effect van prestaties op verloningen.....	19
2.1.1 Verloning van de CEO .....	19
2.1.2 Theoretische lenzen .....	20
2.1.2.1 Principaal-agenttheorie .....	21
2.1.2.1.1 Principaal-agenttheorie in familiebedrijven.....	22
2.1.2.2 Stewardship theorie.....	25
2.2 Raad van bestuur: invloed van de governancestructuur op loonvariabiliteit ..	26
2.2.1 Leidinggevende hegemonie .....	26
2.2.2 Graden van betrokkenheid .....	28
2.2.3 Determinanten voor een goede raad van bestuur .....	30
2.3 Hypotheseopbouw .....	32
2.3.1 Hypotheses betreffende de onafhankelijkheid van de raad van bestuur.	33
2.3.1.1 Proportie externe leden .....	33
2.3.1.2 Remuneratiecomité .....	36
2.3.1.3 CEO-dualiteit .....	39

2.3.2 Hypotheses betreffende de werking van de raad van bestuur .....	42
2.3.2.1 Grootte van de raad van bestuur .....	42
2.3.2.2 Aantal vergaderingen.....	44
2.3.3 Overige determinanten .....	46
2.3.3.1 Karakteristieken betreffende de CEO.....	46
2.3.3.2 Karakteristieken betreffende de onderneming .....	48
<b>Hoofdstuk 3: Empirisch onderzoek</b> .....	<b>49</b>
3.1 Database .....	49
3.2 Variabelen .....	50
3.2.1 Afhankelijke variabele .....	50
3.2.2 Onafhankelijke variabelen .....	51
3.2.3 Controlevariabelen .....	53
3.3 Beschrijvende statistiek.....	57
3.4 Regressieanalyse .....	61
3.4.1 Het basismodel .....	63
3.4.2 Resultaten van de modellen .....	64
3.4.2.1 Resultaten hypothese 1 .....	64
3.4.2.2 Resultaten hypothese 2 .....	70
3.4.2.3 Resultaten hypothese 3 .....	71
3.4.2.4 Resultaten hypothese 4 .....	71
3.4.2.5 Resultaten hypothese 5 .....	73
3.4.2.6 Resultaten controlevariabelen .....	75
3.4.3 Belangrijke variabelen .....	77
3.5 Discussie .....	79
3.5.1 Bevindingen en suggesties .....	79
3.5.2 Earnings management .....	82

<b>Hoofdstuk 4: Conclusie</b> .....	85
Lijst van geraadpleegde werken .....	89
Lijst van figuren.....	103
Lijst van tabellen .....	105
Bijlagen .....	107
Bijlage 1: Enquête.....	107



## **Hoofdstuk 1: Inleiding**

### **1.1 Probleemstelling**

Door de jaren heen is er steeds meer onderzoek gedaan naar familiebedrijven (Sharma et al., 2012). Deze bedrijven zijn dominant aanwezig in onze economische wereld en vormen dus een belangrijk onderzoeksveld (La Porta et al., 1999). Ook in België is het familiebedrijf sterk vertegenwoordigd, 77% van alle vennootschappen is een familiebedrijf (Lambrecht & Molly, 2011). De familiebedrijven zijn verantwoordelijk voor een derde van ons BBP (Lambrecht & Molly, 2011). Het is dus niet verwonderlijk dat het onderzoek naar dit soort bedrijven in stijgende lijn gaat en dat er nog veel mogelijkheden tot onderzoek zijn (Litz et al., 2012). Vandaag bestaan er dan ook veel academische studies, boeken, seminars,... omtrent familiebedrijven. Uit een verkennende literatuurstudie blijkt dat deze studies vaak handelen over praktijkproblemen zoals resultaatsturing, kredietransoenering, informatieverschaffing, beleidsvoering, verloning en nog veel meer.

Eén van de belangrijkste en meest besproken onderwerpen is de verloning van de CEO (Bebchuk & Fried, 2003). De remuneratie van CEO's is een complex en gevoelig onderwerp (Heneman et al., 2000). De verloning kan worden opgesplitst in een vast en een variabel deel (van Ees et al., 2007). Uit een internationaal review van PricewaterhouseCoopers (2009) blijkt dat de laatste jaren veel bedrijven zijn overgeschakeld van een vaste betaalstructuur naar een remuneratieschema volgens prestatie. Uit studies blijkt dat er een positieve relatie is tussen variabele verloning en prestatie (Murphy, 1986). In het artikel van Eisenhardt (1989) lezen we dat sommige managers beslissingen nemen en uitvoeren die hun eigenbelang eerder verrijken dan het belang van de onderneming en van de aandeelhouders. Door variabele verloning toe te kennen kan men er voor zorgen om deze principaal-agentproblemen op te lossen (Devers et al., 2007). Deze variabele verloning kan de raad van bestuur helpen om aandeelhouderswaarde te maximaliseren omdat de CEO gemotiveerd wordt door de variabele verloning om te handelen zoals de aandeelhouders dat wensen. Door variabele verloning toe te kennen voorkomt de raad van bestuur dat de CEO handelt in het nadeel van de aandeelhouders of aandeelhouderswaarde gaat verkleinen of

vernietigen. De raad van bestuur kan zo zijn monitoringrol op gepaste wijze uitoefenen en het management controleren.

Toch is deze variabele verloning niet voor elke CEO even gewenst/nodig. Zo kan het dat de oprichter die ook CEO is bijvoorbeeld prestaties zal leveren om ervoor te zorgen dat zijn familiebedrijf slaagt en blijft slagen in zijn activiteiten in plaats van zijn verloning te zien groeien (Carrasco-Hernandez & Sanchez-Marin, 2007). Verder kan een variabele verloning in de eerste bedrijfsfase mogelijk weinig effect hebben op de prestatie omdat ook hier met een altruïstische gedachte wordt geleefd (Karra et al., 2006). Lubatkin et al. (2005) stellen dat altruïstisch gedrag de familieband kan versterken en aanspoort om voor elkaar te zorgen. Karra et al. (2006) concluderen bijvoorbeeld dat dit altruïsme kan leiden tot minder assymetrische informatie met lagere agency kosten als gevolg. Altruïsme brengt dus niet altijd egoïsme met zich mee, dit om het feit dat de familale CEO gemotiveerd zal worden door dit altruïsme om de interesses van de aandeelhouders na te streven (Fiegener, 2010).

Het variabele deel van de verloning van de CEO komt vaak in opspraak. Men vraagt zich af of de CEO deze bonus effectief verdient omdat deze vaak erg hoog kunnen zijn. Het kan immers ook door een verandering in de markt dat een bedrijf plots meer verdient en de CEO dus geen toegevoegde waarde heeft geleverd aan het bedrijf (Allen, 2011). Toch beweren heel wat studies dat deze hoge lonen nodig zijn om de CEO te motiveren en om te handelen in het belang van het bedrijf en van de aandeelhouders (Garen, 1994 en Conyon, 2006). Wanneer het bedrijf onvoldoende loon betaalt, kan het niet de juiste vaardigheden en kennis aanwerven die nodig zijn om het bedrijf efficiënt te laten werken (Cardon & Stevens, 2004).

Wereldwijd zijn fraudeschandalen als WorldCom, Enron, Xerox,... bekend. De CEO's verrijkten zichzelf met buitensporige verloningen en lieten duizenden aandeelhouders zonder waarde achter. Ook ons eigen land kende zijn eigen schandaal met Lernout & Hauspie. Door deze schandalen is er veel interesse gekomen voor corporate governance binnen een onderneming en voor het remuneratiebeleid (Filatotchev & Allock, 2010). Het remuneratiebeleid wordt opgesteld door de raad van bestuur, die ondermeer instaat voor het controleren en verlonen van de CEO.

Het probleem wordt geschetst aan de hand van één van de bekendste schandalen, het WorldCom-schandaal. In dit verhaal is de controle van de CEO-verloning van belang.

Alles gebeurde onder het oog van een nietsvermoedende raad van bestuur. We kunnen hier spreken over een passieve raad van bestuur die gedomineerd werd door de CEO. De leden namen geen besluiten in belang van de aandeelhouders, maar namen "rubber stamp"-beslissingen in belang van het management. Ze durfden met andere woorden niet tegen de CEO in te gaan, maar volgden braaf zijn wensen. Het ging zelfs zo ver dat de CEO van WorldCom een beslissende stem had in de samenstelling van het remuneratiecomité, het comité dat zijn loon bepaalt. De CEO kon zichzelf dus gemakkelijk verrijken ten nadele van de aandeelhouders, de aandeelhouderswaarde werd niet gemaximaliseerd. Gedurende drie jaar heeft Bernie Ebbers (de CEO van WorldCom) meer dan 77 miljoen dollar aan loon uitbetaald gekregen, tel daar alle extra's van pensioenen, enorme geldbedragen om van te leven,... bij op en het zal blijken dat er voor meer dan 400 miljoen dollar werd uitbetaald aan de uitvoerende manager. Hij kon dit verwezenlijken door de vrijheid die hij zichzelf verschaft had door een grote invloed te hebben op de raad van bestuur. In plaats van de onderneming gezond te houden en aandeelhouderswaarde te creëren, gebruikte hij het bedrijf om zijn eigen remuneratie op te drijven (Young, 2006 en Patra, 2010). Dit verhaal wijst er op dat een CEO die enkel zijn eigenbelang nastreeft in combinatie met een passieve raad van bestuur, de aandeelhouders en het bedrijf niet ten goede komen. Het is dus belangrijk om een goede governancestructuur te hebben die een invloed heeft op de variabiliteit van het loon van de CEO en die op deze manier de aandeelhouderswaarde probeert te maximaliseren. De CEO zal moeten gaan handelen onder het oog van een goede, actieve leidinggevende raad van bestuur die bepaalt welke doelstellingen bereikt moeten worden en wat de verloning daarvoor zal zijn (Adams et al., 2010). Zoals eerder gezegd zijn in de laatste decennia heel veel bedrijven overgestapt van een vaste verloningsstructuur naar een variable verloningsstructuur. Dit heeft tot gevolg dat de remuneratie van CEO's een veel besproken onderwerp is geworden binnen de corporate governance structuur (Filatotchev & Allcock, 2010). Het toenemend onderzoek naar familiebedrijven in combinatie met het belang van corporate governance binnen een onderneming en de raad van bestuur als controlemechanisme voor de CEO vormen een interessant onderzoeksveld voor een masterproef. In deze masterproef zal dan ook onderzocht worden in welke mate de governancestructuur van het bedrijf een effect zal hebben op de variabiliteit van het loon van de CEO in Belgische, private ondernemingen.

Bovenstaand voorbeeld van WorldCom is één van de talrijke cases die de waarde van corporate governance en controlerende organen binnen bedrijven aantonen om de



belangen van de verschillende aandeelhouders te verdedigen. Na de schandalen (WorldCom, Enron,...) kwam er een roep naar meer controle op het gedrag van bedrijven, beperkte verloning van bestuurders en een betere governancestructuur in bedrijven (Matsumara & Shin, 2005). Corporate governance stond niet alleen hoog op de agenda in de politieke wereld, het werd ook belangrijk in de dagdagelijkse activiteiten van de bedrijven (McCahery & Vermeulen, 2008). In Amerika werd hier gehoor aan gegeven door de Sarbanes-Oxley Act in 2002 in het leven te roepen voor beursgenoteerde bedrijven. In 2004 volgde België met de Belgian Corporate Governance Code voor haar beursgenoteerde bedrijven, deze werd later in 2009 vervangen door de tweede editie. Deze Code 2009 geeft aanbevelingen inzake corporate governance die het bedrijf kan toepassen. Indien de aanbevelingen niet worden gebruikt, moet men uitleggen waarom de aanbeveling niet wordt gevolgd, het "comply or explain"-principe wordt gehanteerd (Belgian Corporate Governance Code, 2009). Ook niet-beursgenoteerde bedrijven kregen behoefte aan meer controle. Voor private Belgische ondernemingen werd daarom de Code Buysse in 2005 in het leven geroepen, deze werd door experts onmiddellijk geprezen voor zijn goede perspectieven en educatieve waarde voor de private ondernemingen (McCahery & Vermeulen, 2008). De Code werkt slechts met aanbevelingen, maar private bedrijven gebruiken deze Code als handleiding om hun corporate governance te verbeteren. In 2009 volgde de vernieuwde Code Buysse II die hetzelfde "comply or explain"-principe hanteert. Deze Code werkt ook via aanbevelingen in verband met de governancestructuur van bedrijven. De aanbevelingen handelen ondermeer over de benoeming, evaluatie en verloning van de CEO en geven advies over de benoeming, de rol en samenstelling van de raad van bestuur (Code Buysse II, 2009). Belangrijk voor deze thesis zijn de aanbevelingen met betrekking tot de samenstelling en werking van de raad van bestuur en de aanbevelingen met betrekking tot de remuneratie van de CEO. De raad van bestuur bepaalt het remuneratiebeleid, maar de Code Buysse II (2009) raadt aan om een remuneratiecomité binnen de raad van bestuur op te richten. Dit comité heeft als taak om voorstellen te doen omtrent de individuele remuneratie van de CEO, met inbegrip van de variabele verloning en extralegale voordelen. Via een enquête zal er een bevraging gebeuren of er al dan niet gebruik wordt gemaakt van een vorm van variabele verloning. Het is belangrijk dat de raad van bestuur de juiste doelstellingen koppelt aan de toekenning van variabele verloning. Naast een goede governancestructuur is het ook belangrijk om de CEO gemotiveerd te krijgen. Dit kan door zijn loon te laten hangen van zijn eerdere prestaties (Fama 1980). Deze prestaties genereren ook voordelen voor de

aandeelhouders, bijvoorbeeld een loonstijging als de aandeelhouderswaarde stijgt met \$1000 (Jensen & Murphy, 1990). Variabele vergoedingen kunnen voor een aanvullende motivatie voor de CEO zorgen, maar moeten een vergoeding zijn voor reële prestaties die een toegevoegde waarde hebben voor de duurzaamheid en winstgevendheid van de onderneming (Code Buysse II, 2009). Daarnaast zal de persoonlijke motivatie van de CEO ook goed zijn voor de prestaties van het bedrijf zelf.

Hall & Liebman (1998) hebben besloten dat de loongevoeligheid ten opzichte van de bedrijfsprestaties door de jaren heen sterk gestegen is. Ook Kvaløy & Olsen (2012) stellen een stijging van het gebruik van variabele verloning voor de CEO vast. Dit is te verklaren door een actieve, werkende raad van bestuur voor bedrijven te ontwikkelen die de belangen van de aandeelhouders vertegenwoordigt. De raad van bestuur zal waardemaximalisatie voor de aandeelhouders nastreven (Aglietta & Rebérioux, 2005 en Rezaee, 2008). Het gebruik van variabele verloning voor de CEO kan hiertoe bijdragen. Door het loon en prestaties aan elkaar te koppelen zullen de CEO's zich minder opportunistisch gedragen en de CEO zal bovendien gemotiveerd worden wanneer er gebruik gemaakt wordt van een variabele verloning. Bijgevolg zullen de doelen van CEO's en aandeelhouders beter overeenkomen (Donaldson & Davis, 1991; Devers et al., 2007). Dit komt doordat de doelen van beide partijen zullen afhangen van dezelfde bedrijfsacties. De agent zal handelen in het voordeel van de aandeelhouder en hiervoor in ruil bijvoorbeeld een aandeel ontvangen (Nyberg et al., 2010).

Om de aandeelhouders te vertegenwoordigen en de aandeelhouderswaarde te maximaliseren is dus een actieve raad van bestuur van belang (Rezaee, 2008). De raad van bestuur kan door het gebruik van variabele verloning de CEO motiveren om te handelen naar de wens van de aandeelhouders. In de Code Buysse II wordt een volledig hoofdstuk gewijd aan aanbevelingen voor een actieve raad van bestuur. Zo raadt de Code het gebruik van externe bestuurders aan. Hiermee wordt bedoeld dat deze bestuurders niet tot het management behoren of geen controlerende aandeelhouders zijn. Externe bestuurders zijn belangrijk omdat ze een objectieve kijk hebben en onpartijdig zijn. Verder wordt ook aangeraden een remuneratiecomité op te richten en geven ze aanbevelingen over de werking van de raad. Belangrijk is om te onderzoeken in welke mate de verschillende determinanten van de governancestructuur een invloed gaan hebben op de variabele verloning. Tijdens het

onderzoek wordt rekening gehouden met het feit dat variabele verloning niet voor elke CEO even gewenst/nodig is. De focus van deze masterproef ligt echter op het onderzoeken van de invloed van de raad van bestuur op de variabiliteit van het loon van de CEO en dat deze variabele verloning nodig is om aandeelhouderswaarde te creëren (Devers et al., 2007).

## **1.2 Centrale onderzoeksvraag**

Een actieve en effectieve raad van bestuur gaat de belangen van de aandeelhouders vertegenwoordigen binnen de onderneming (Rezaee, 2008). De raad van bestuur gaat proberen om aandeelhouderswaarde te creëren en te maximaliseren, dit kan ze bijvoorbeeld doen door een variabele verloning toe te kennen aan de CEO (Bitler et al., 2005). Op die manier kan de CEO gemotiveerd worden om deze doelstelling te bereiken en zich in te zetten in het belang van de onderneming en niet alleen voor zijn eigen belangen. Daarom is het nuttig en interessant om te onderzoeken hoe de governancestructuur een invloed gaat hebben op het al dan niet toekennen van variabele verloning. Deze masterproef heeft dus als doel om het effect van de governancestructuur op de variabiliteit van het loon van de CEO te onderzoeken in Belgische, private ondernemingen. Door middel van een uitgebreid literatuuronderzoek gevolgd door een empirisch onderzoek zal ik trachten om tot conclusies te komen die een antwoord vormen op de volgende onderzoeksvraag:

*"In welke mate bepaalt de governancestructuur van het bedrijf de variabiliteit van het loon van de CEO?"*

Eén van de taken van de raad van bestuur is het aanstellen, controleren en verlonen van de CEO (Rezaee, 2008). Het bestuur bepaalt het remuneratiebeleid en kan zich hiervoor laten bijstaan door een remuneratiecomité (Code Buysse II, 2009). Een deel van de verloning kan uit een variabel deel bestaan. Om de variabele verloning toe te kennen zal de raad van bestuur kwalitatieve en kwantitatieve maatstaven hanteren om de CEO te controleren (Oreland, 2007). De CEO zal dus bijvoorbeeld een verloning krijgen in verhouding met de ROA (return on assets). Dit is de indicator die aangeeft hoe winstgevend een bedrijf is ten opzichte van het totaal actief. Wat in deze thesis onderzocht wordt, is de mate waarin de governancestructuur invloed heeft op het al dan niet toekennen van variabele verloning voor de CEO.

### 1.3 Deelvragen

In deze thesis zal de governancestructuur gedefinieerd worden als de onafhankelijkheid en de werking van de raad van bestuur. Deze twee aspecten hebben een invloed bij het opstellen van het remuneratiebeleid. Er worden daarom vervolgens twee deelvragen opgesteld die hieronder volgen. Deze vragen zullen gebruikt worden om een antwoord te kunnen vormen op de centrale onderzoeksvraag.

- *Wat is de invloed van de onafhankelijkheid van de raad van bestuur op de variabiliteit van het loon van de CEO?*
- *Wat is de invloed van de werking van de raad van bestuur op de variabiliteit van het loon van de CEO?*

De onafhankelijkheid van de raad van bestuur zal afhangen van het aantal externe leden, CEO-dualiteit,... Externe leden zijn bestuursleden die niet tot het management behoren, niet in de onderneming werken en geen aandeelhouders zijn (Giannini, 2001). CEO-dualiteit betekent dat de CEO van het bedrijf zelf ook de voorzitter is van de raad van bestuur (van Essen et al., 2012), dit brengt mogelijk minder onafhankelijkheid met zich mee omdat de CEO invloed kan uitoefenen op de overige bestuursleden. Een derde aspect dat bijdraagt aan de onafhankelijkheid is de aanwezigheid van een remuneratiecomité. Dit comité staat in voor het bepalen van het verloningspakket van de CEO. De aanwezigheid van een remuneratiecomité maakt duidelijk dat het bedrijf een goede corporate governance belangrijk vindt.

De samenstelling zal dus al dan niet onafhankelijkheid van de raad van bestuur met zich meebrengen. Deze onafhankelijkheid kan belangrijk zijn om de macht van de CEO op de raad van bestuur te beperken, zodat deze geen tot weinig inbreng heeft in zijn remuneratiebeleid (Rezaee, 2008). Zo zal duidelijk worden welk effect deze governancestructuur heeft op het verloningssysteem en dus ook op de variabiliteit van het loon.

Het onderzoek naar de werking van de raad van bestuur zal belangrijk zijn om te onderzoeken of de raad van bestuur op een goede en efficiënte manier kan werken. Het is belangrijk dat er voldoende vergaderd wordt en dat de processen niet vertraagd worden door bijvoorbeeld communicatieproblemen of free-riders door te veel

bestuursleden (Lipton & Lorsch, 1992). Deze problemen kunnen voorkomen wanneer de raad van bestuur bijvoorbeeld te groot gaat zijn. Wanneer een raad goed kan functioneren kan ze een gepast verloningssysteem opstellen voor de CEO, waar variabele verloning toe behoort.

## **Hoofdstuk 2: Theoretisch kader**

### **2.1 Loonvariabiliteit: het effect van prestaties op verloningen**

#### **2.1.1 Verloning van de CEO**

De verloning van de CEO is een belangrijk aspect binnen corporate governance geworden (Rezaee, 2008). Vooral de variabele verloning krijgt veel aandacht op het gebied van corporate governance. De raad van bestuur met een goede governancestructuur zal haalbare en objectieve doelen voorop stellen waar de CEO een variabele verloning voor krijgt. Deze doelen dragen bij tot de effectiviteit van corporate governance (Rezaee, 2008). Zo heeft de CEO bijvoorbeeld als rol om de bedrijfsstrategie uit te zetten en om de verschillende operaties in goede banen te leiden. Uiteraard krijgt hij daar een gepaste vergoeding voor, de verloning van de CEO. Dit is het "juiste" bedrag om de CEO aan te trekken en te kunnen houden in het bedrijf. Het verloningspakket wordt zo opgesteld dat de CEO gemotiveerd blijft, presteert in het belang van de bedrijfsdoelstellingen en berekende risico's durft te nemen. Voor private ondernemingen zijn de verloningscontracten minder gesofisticeerd daar er geen gebruik gemaakt wordt van onder andere stock options (Bitler et al., 2005, Ke et al., 1999). We kunnen drie onderdelen onderscheiden, namelijk het basissalaris, variabel salaris en extra beloningen (Conyon, 2006).

Het meest voor de hand liggend salaris is het basissalaris. Dit salaris wordt in het algemeen "gebenchmarked" ten opzichte van een groep bedrijven in dezelfde bedrijfstak (Conyon, 2006). Het basissalaris krijgt veel aandacht omdat het een belangrijk deel is van het werkcontract en omdat andere verloningen afhangen van de grootte van dit bedrag. Zo wordt bijvoorbeeld de maximale grootte van jaarlijkse beloningen uitgedrukt in een percentage van het basissalaris. Sommige CEO's die risico-avers zijn verkiezen een groter vast salaris in plaats van toename van bonussen omdat deze niet zeker zijn (Oreland, 2007).

Veel bedrijven bieden hun CEO naast een vaste verloning ook een variabele verloning aan. Deze is gebaseerd op de verrichte prestaties doorheen het jaar. Deze variabele verloning volgens prestaties is een zuiver onderdeel van de controlefunctie van

corporate governance en is belangrijk voor de aandeelhouders om de prestaties van de CEO te beoordelen (Rezaee, 2008). De raad van bestuur probeert met dit soort verloning de interesses van de CEO in lijn te zetten met die van de aandeelhouders (Rezaee, 2008). Door de CEO-uitbetalingen te koppelen aan prestaties is de CEO gemotiveerd om te werken in belang van de aandeelhouders en worden de interesses van beide partijen op dezelfde lijn gebracht (Bitler et al., 2005). Bij de prestatiemetingen wordt rekening gehouden of de CEO de vooropgestelde doelstellingen bereikt, het gaat hier dus om zijn persoonlijke prestatie. De variabiliteit van het loon toont hoe de verloning gerelateerd is tot de prestatie (Oreland, 2007). Verder kan er ook gekeken worden naar klanttevredenheid, bereiken van strategische doelstellingen, enzovoort... Uit een internationaal review van accountantsbedrijf Pricewaterhouse-Coopers (2009) blijkt dat de variabele component het grootste deel van de totale compensatie van de CEO bedraagt en dat dit een stijgende trend is die blijft doorgaan. Steeds meer raden van bestuur gaan het loon van de CEO koppelen aan zijn prestaties (Soltis, 2012).

Naast bovenstaande verloningen kunnen de CEO's ook nog genieten van enkele extra beloningen. Zo mogen ze vrij gebruik maken van bedrijfswagens, kunnen ze een woonst ter beschikking krijgen, krijgen ze pensioenplannen, zijn ze verzekerd, enzovoort (Oreland, 2007).

### **2.1.2 Theoretische lenzen**

Een variabele verloning is een motivatiemiddel in het human resource proces (Cardon & Stevens, 2004). Een werknemer krijgt een verhoogde compensatie voor zijn werk als zijn team bepaalde doelen kan verwezenlijken. In deze masterproef draait het om de variabele verloning van een CEO en hoe de variabiliteit van dit loon afhangt van zijn prestaties. De bedoeling van loonvariabiliteit is om de torenhoge compensatie van CEO's uit te schakelen omdat deze de aandeelhouders met een verlies van marktkapitaal achterlaten. Bruce et al. (2005) en Hung (1998) beschrijven twee theoretische lenzen die belangrijk zijn bij het verklaren of variabele verloning al dan niet nuttig is. Enerzijds hebben we de principaal-agenttheorie en anderzijds de stewardship theorie.

### 2.1.2.1 Principaal-agenttheorie

Het agency probleem is een veel onderzocht probleem. Nyberg et al. (2010) wijst de oorzaak van dit probleem toe aan het feit dat de belangen van het management en van de aandeelhouders niet op één lijn liggen. Eisenhardt (1989) beschrijft het domein als de relatie tussen twee partijen, de principaal en de agent, die verbonden zijn door samenwerking, maar die verschillende interesses hebben en een andere houding ten opzichte van risico hebben. De manager (agent) handelt immers niet noodzakelijk in het belang van de aandeelhouders (principaal). De principaal-agenttheorie is met andere woorden gericht op het oplossen van de problemen tussen de manager en de aandeelhouders. Dit principaal-agentprobleem werd voor het eerst uitgewerkt door Jensen & Meckling (1976).

Het principaal-agentprobleem is een klassiek voorbeeld om de verloning van de CEO te kaderen (Devers et al., 2007). Het wordt gebruikt om uit te leggen hoe de interesses van de aandeelhouders op dezelfde lijn kunnen gebracht worden van de CEO, bijvoorbeeld op basis van verloning (Donaldson & Davis, 1991; Heneman et al., 2000; Devers et al., 2007). Het probleem bestaat er in om de CEO (agent) zodanig te motiveren dat hij handelt in belang van de aandeelhouders (principaal). Fama & Jensen (1983) bieden in hun paper als oplossing om het opportunistische gedrag van de agent te reduceren en de compensatie van de CEO zo te structureren dat er meer variabele verloning gebruikt wordt. Op die manier zal de CEO gemotiveerd zijn om te handelen in belang van de aandeelhouders,... Jensen & Murphy (1990) omschrijven volgende oplossing voor het probleem: *"cash compensation should be structured to provide big rewards for outstanding performance and meaningful penalties for poor performance."* Ze promoten hiermee het gebruik van variabele verloning om het principaal-agentprobleem op te lossen. Door een goede variabele verloning aan de prestaties van het bedrijf te koppelen zal de CEO zich inzetten om deze verloning te krijgen.

Agency problemen ontstaan wanneer de principaal met de agent overeenkomsten afsluit om bepaalde opdrachten in hun belang uit te voeren. Het gevaar van deze overeenkomsten is dat de manager (agent) zijn eigen nutsfunctie gaat nastreven en hierdoor niet meer noodzakelijk in het belang van de aandeelhouder (principaal) gaat optreden (Laveren et al., 2002). Kroll et al. (1990) geven in hun studie aan dat de CEO bijvoorbeeld andere bedrijven wil overnemen om de onderneming te laten



groeien en daardoor een grotere verloning tracht te bekomen, zonder dat er wordt bijgedragen aan de aandeelhouderswaarde. Om dit opportunistisch gedrag van de CEO uit te sluiten opteert de principaal-agenttheorie om de verloning van de CEO te laten afhangen van bedrijfstprestaties om zo agency problemen te minimaliseren (Murphy, 1986). Op deze manier wordt de CEO via zijn verloning gemotiveerd om de aandeelhouderswaarde te maximaliseren (Bitler et al., 2005). Kaplan (1994) stelt dat de relatie verloning-prestatie de essentie is van de principaal-agenttheorie.

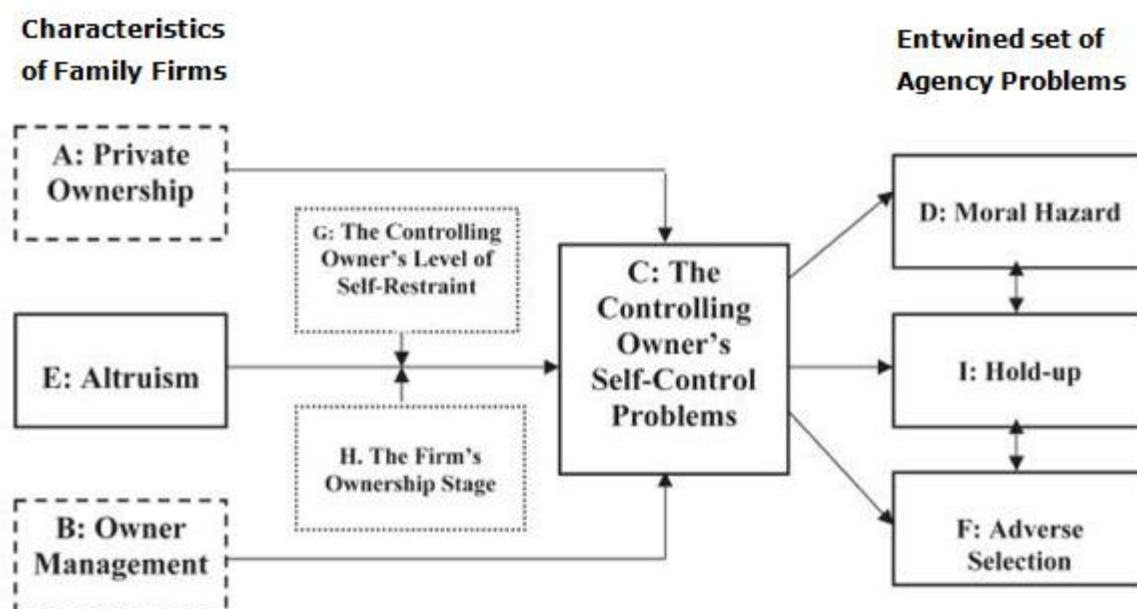
Een variabele verloning kan dus nuttig zijn om principaal-agentproblemen op te lossen (Heneman et al., 2000). De prestaties van de CEO komen ten eerste ten goede aan de doelstellingen van het bedrijf. Bereikt de CEO de doelstellingen niet, dan zal hij niet kunnen genieten van een goede variabele verloning. Ten tweede, door het bereiken van de doelstellingen van het bedrijf, worden ook de belangen van de aandeelhouders nagestreefd door middel van variabele verloning. Aandeelhouders worden gezien als het referentiepunt om de verloning van de CEO te bepalen. De belangen van de aandeelhouders moeten positief bevorderd worden door de variabele verloning die aan de CEO wordt gegeven in ruil voor een gemotiveerde inzet van de CEO zelf. Een belangrijke maatstaf om deze uitkomst te beïnvloeden is dus de variabiliteit van het loon.

#### **2.1.2.1.1 Principaal-agenttheorie in familiebedrijven**

Hoewel de eerste academische studies zoals Jensen & Meckling (1976) en Fama & Jensen (1983) stellen dat principaal-agentproblemen niet voorkomen bij familiebedrijven, wordt in recentere studies toch het tegendeel bewezen. In de context van familiebedrijven is er een variant van het principaal-agentprobleem omdat de CEO dezelfde persoon kan zijn als de eigenaar of omdat de CEO familiebanden heeft met de andere aandeelhouders (Schulze et al., 2001; Gomez-Mejia et al., 2001). Deze familiale band tussen agent en principaal zal tot een ander gedrag gaan leiden omdat deze band bepaalde verwachtingen met zich mee gaat brengen. De band is bijvoorbeeld gebaseerd op gevoelens en emoties. In dit geval hebben we te maken met andere aspecten dan louter het economische (Gomez-Mejia et al., 2001).

Lubatkin et al. (2005) leggen in hun studie de nadruk op principaal-agentproblemen in private familiebedrijven. Op basis van onderstaande figuur worden hieronder de

voorkomende agency problemen in familiebedrijven uitgelegd, aangevuld met de bevindingen van Gomez-Mejia et al. (2001) en Schulze et al. (2001) omtrent deze problemen.



*Figuur 1. Principaal-agentproblemen in private familiebedrijven  
Bron: Lubatkin et al. (2005)*

De kaders C, D, E, I en F vertegenwoordigen vijf mogelijke agency problemen waar private familiebedrijven mee te maken kunnen hebben. Agency problemen in familiebedrijven kunnen op verschillende manieren voorkomen. Een eerste probleem dat kan voorkomen is *altruïsme* (kader E). Er is sprake van altruïsme wanneer ouders hun kinderen gaan bevoordelen. Het gaat hier bijvoorbeeld om het tewerkstellen van hun volwassen kinderen of het onttrekken van middelen van de onderneming voor zowel de welvaart van de ouders als van de kinderen (Lubatkin et al., 2005). Dit is mogelijk omdat private familiebedrijven minder aan externe controle onderworpen worden dan publieke ondernemingen (Schulze et al., 2001; Lubatkin et al., 2005). Om deze reden kan het zijn dat het familiebedrijf ook kwetsbaarder is op gebied van eigen controle. Lubatkin et al. (2005) verklaren dit door de combinatie van private eigendom met de eigenaar die ook manager is. Op die manier is er een grote vrijheid van handelen die niet altijd overeenkomt met de wensen van de overige aandeelhouders. Gomez-Mejia et al. (2001) en Schulze et al. (2001) omschrijven dit probleem als het

probleem van *self-control* (kader C). Uit dit probleem kunnen er nog drie andere agency problemen voortvloeien. *Moral hazard* of moreel risico (kader D) verwijst naar het free-ride gedrag van een CEO (Lubatkin et al., 2005). Hij probeert zijn verantwoordelijkheid te omzeilen en probeert minder prestaties te leveren dan nodig naarmate de kans kleiner is dat de principaal hem kan betrappen op nalatigheid. Een vierde probleem is het probleem van *hold-up* (kader I). Indien de CEO ook de eigenaar is van het bedrijf, kan hij zijn macht misbruiken door aan andere managers veranderingen op te leggen die niet overeenstemmen met hun belangen (Lubatkin et al., 2005). In familiebedrijven heeft de eigenaar die CEO is meer macht dan gebruikelijk is, ondermeer omdat hij net deel uitmaakt van de familie (Gomez-Mejia et al., 2001). Als laatste probleem behandelen Lubatkin et al. (2005) *adverse selection* of adverse selectie (kader F). Dit is het risico om managers aan te nemen die niet over de juiste kwaliteiten en competenties bezitten. Gomez-Mejia et al. (2001) zeggen dat familiebedrijven vaker met dit probleem kampen omdat de groep waaruit de managers gekozen wordt, kleiner is dan voor publieke ondernemingen en er meer onzekerheid is over hun kwaliteiten en competenties.

In lijn met het onderwerp van deze thesis stelt Bruce et al. (2005) dat de principaal-agenttheorie vernieuwingen nastreeft in het ontwikkelen van remuneratiepakketten en dat de CEO extrinsiek gemotiveerd moet worden. Ze zien deze aanpassingen als de nood om de interesses van de CEO en de aandeelhouders op dezelfde lijn te krijgen en om de CEO daadwerkelijk te laten handelen op deze manier en hem te belonen voor het nemen van berekende risico's om dit doel te bereiken. Aansluitend stellen Schulze et al. (2001) dat aandeelhouders governance middelen nastreven om bovengenoemde agency problemen te voorkomen. Daarom hebben ook private ondernemingen nood aan een waakzame raad van bestuur die de CEO controleert en die niet door diens macht wordt onderdrukt (Schulze et al., 2001). Stroh et al. (1996) stelt heel duidelijk dat CEO's een groot deel van hun salaris in de vorm van variabele verloning moeten ontvangen omdat hun job minder gestructureerd is, vaak zeer turbulent en risicovol is en omdat hun werkomgeving hoge druk met zich meebrengt. Deze variabele verloning houdt in dat de CEO wordt vergoed voor zijn geleverde prestaties (Eisenhardt, 1989). De verloning kan door de raad van bestuur gebruikt worden om de agency problemen te voorkomen (Jensen & Murphy, 1990).

### **2.1.2.2 Stewardship theorie**

De stewardship theorie vindt zijn oorsprong in de sociologie en psychologie en staat dan ook tegenover de principaal-agenttheorie (Donaldson, 1990; Davis et al., 1997). In de principaal-agenttheorie worden managers omschreven als opportunisten en individualisten die enkel handelen uit eigenbelang (Davis et al., 1997). De manager plaatst zijn eigen standpunt als individu boven dat van de gemeenschap (individualisme). De stewardship theorie wordt daarentegen gekenmerkt door collectivisme. De managers willen hun werk goed doen en stellen het belang van de organisatie voorop. In de ogen van de manager hebben de doelstellingen van de onderneming een hoger nut dan zijn eigenbelang (Wasserman, 2006). Deze doelstellingen sluiten ook aan bij de doelstellingen van de aandeelhouders (Davis et al., 1997). Ze schuiven hun eigen directe belangen dus aan de kant. Ze halen voldoening uit het goed uitvoeren van hun job zonder onrechtmatige bonussen of macht te verkrijgen. Daarom zal de CEO (steward) doelstellingen op lange termijn nastreven, bijvoorbeeld winstgevendheid. Indien hij doelstellingen op korte termijn nastreeft, zet hij zijn werk en carrière op het spel (Barney & Hesterly, 2008). Er is dus geen belangenconflict tussen management en eigenaars. De centrale gedachte van de stewardship theorie is dat managers betrouwbare individuen zijn die handelen in het belang van de aandeelhouders (Davis et al., 1997). Omwille van bovenstaande kenmerken is het gebruik van een variabele verloning overbodig in het belang van het nastreven van collectief belang (Bruce et al., 2005). Dit komt omdat aanhangers van deze theorie zeggen dat er geen agency problemen zijn omdat de CEO's betrouwbare personen zijn en er dus geen behoefte is aan een variabele verloning. De CEO zal immers geen buitensporige vaste verloningen eisen noch aanvaarden omdat dit ten nadele is van de aandeelhouders. Davis et al. (1997) zeggen ook dat het gebruik van variabele verloning als controlemechanisme zelfs een negatieve invloed kan hebben op de intrinsieke motivatie van de CEO. Corbetta & Salvato (2004) sluiten zich hier bij aan en melden ook dat de motivatie van de steward zal afnemen wanneer controlemechanismen worden gebruikt. Hij wil eerder werkzekerheid en een carrière opbouwen. De stewardship theorie onderstreept daarom dat de CEO die werkt vanuit zelfrealisatie intrinsiek gemotiveerd wordt (Davis et al., 1997). Dit maakt zoals eerder gezegd de aanwezigheid van variabele verloning overbodig (Bruce et al., 2005).

Omdat we gaan onderzoeken wat de invloed van de raad van bestuur op de variabiliteit van het loon van de CEO is en omdat deze variabele verloning nodig is om

aandeelhouderswaarde te creëren (Devers et al., 2007), stellen we de stewardship theorie niet centraal in deze masterproef.

## **2.2 Raad van bestuur: invloed van de governancestructuur op loonvariabiliteit**

### **2.2.1 Leidinggevende hegemonie**

Bruce et al. (2005) en Hung (1998) bespreken, naast twee theoretische lenzen die het effect van variabele verloning op prestaties verklaren, nog een derde lens, namelijk de executive power theorie. Deze wordt belicht aan de hand van leidinggevende hegemonie. Op basis van de kenmerken van deze theorie kunnen we verklaren hoe een raad van bestuur niet moet handelen. Van Essen et al. (2012) bespreken hoe de macht van de CEO kan beperkt worden en hoe de raad er voor kan zorgen dat er effectief en efficiënt gebruik gemaakt wordt van variabele verloning.

Een leidinggevende hegemonie is een theorie die ervan uitgaat dat wanneer er een zwak of inefficiënt bestuur is, de CEO meer invloed zal hebben op deze raad van bestuur. Bijgevolg kan hij mee zijn eigen verloning bepalen en worden de overige wensen van de dominante leider ingelost (Bebchuk & Fried, 2003). We zien in deze theorie een typische situatie. Professionele managers leiden het bedrijf en de raad van bestuur wordt in een rol geduwd waar ze alleen maar moet goedkeuren en geen invloed heeft. Ze werken met een "rubber stamp" (Hung, 1998). Zo worden ondermeer de strategische beslissingen door de managers genomen. Drucker (1974) stelt dat de raad van bestuur achterblijft als een onmachtige, ceremoniële en wettelijke fictie. Het is niet meer dan slechts een managementinstrument dat gebruikt wordt om de beslissingen van de managers te ondersteunen.

Het feit dat deze situatie mogelijk is, hangt af van subjectieve en objectieve factoren die betrekking hebben op de leden van de raad van bestuur (Hung, 1998). Subjectief gezien kunnen we stellen dat deze leden worden aangeduid door het management en dat ze op gelijk welk moment kunnen worden afgezet als ze de wil van dit management niet volgen (Hung, 1998). Daarnaast worden de bestuurders uitgenodigd om te zetelen in de raad en voelen zich zo dus bij een select groepje waar ze niet zo

maar uit willen gegooid worden omdat ze genieten van een aantal voordelen van hun mandaat (Bebchuck & Fried, 2004).

Objectief gezien hebben de bestuurders een relatief beperkte kennis over de ondernemingen en kunnen ze geen effectieve beslissingen nemen. Ze baseren zich op de informatie die hen wordt aangereikt door het management. Ze kunnen dus enkel maar oordelen op basis van de gegevens die ze krijgen. Het management kan dus de keuze van de bestuurders beïnvloeden en sturen door bepaalde informatie achterwege te laten (Hung, 1998; Bebchuk & Fried, 2004; van Essen et al., 2012). Zo kunnen ze bijvoorbeeld bij de keuze uit verschillende strategieën enkel de gewenste strategie en de slechtste strategie voorstellen uit alle keuzemogelijkheden. Het is dan vanzelfsprekend dat het bestuur voor de "beste" strategie zal kiezen die hen wordt voorgelegd, namelijk de voorkeur van het management.

Vanuit het onderwerp van deze thesis gezien, zal het management er dus in slagen om hoge financiële vergoedingen voor zichzelf te laten goedkeuren. Deze verdienen ze mogelijk niet omwille van het geleverde werk, maar kunnen ze afdwingen met hun sociaal afgeleide macht. Deze macht zal altijd maar groter worden. De enige beperking die ze hebben is dat ze rekening moeten houden met de sociale verontwaardiging als hun verloning te hoog is in vergelijking met de prestaties van de onderneming. Om zulke verloningen tegen te gaan leert deze theorie ons wat een raad van bestuur moet doen en wat de determinanten zijn om effectief en efficiënt gebruik te maken van variabele verloning en de macht van de CEO kunnen beperken (van Essen et al., 2012).

Op de eerste plaats is een onafhankelijke raad van bestuur nodig om zo te beschermen tegen deze dominantie en inpalming van de leden van de raad van bestuur (Bebchuk & Fried, 2004). Het gebruik van externe bestuursleden draagt bij tot de onafhankelijkheid (van Essen et al., 2012). De Code Buysse II beveelt het opnemen van meerdere externe bestuursleden sterk aan in private ondernemingen. Hierbij moet rekening gehouden worden met de omvang van de onderneming. Deze externe bestuurders behoren niet tot het management en niet tot de controlerende aandeelhouders. Het cruciale aspect van een extern bestuurder is zijn neutrale, objectieve gezag dat hij op de onderneming zal loslaten, in belang van de onderneming zelf (Code Buysse II, 2009). Ten tweede is de afwezigheid van CEO-dualiteit sterk aan te raden om zo de macht binnen de onderneming te verdelen (van

Essen et al., 2012). Daarnaast is het aan te raden dat de raad van bestuur wordt bijgestaan door een remuneratiecomité om de grootte en structuur van de verloning te bepalen (Code Buysse II, 2009). Als laatste is een raad van bestuur nodig die voldoende groot is en op geregelde basis samenkomt om de goede werking van de onderneming en de controle op de CEO te garanderen (van Essen et al., 2012). Deze determinanten dragen bij tot een goede, zelfstandige raad van bestuur die op een gepaste manier controle uitvoert en een verloning toekent op basis van geleverde prestaties van de CEO.

### **2.2.2 Graden van betrokkenheid**

De raad van bestuur is het hoogste bestuursorgaan in een onderneming en heeft veel verantwoordelijkheid. Ze moet verantwoording afleggen over de gevolgde strategie, de visie en het doel van het bedrijf. De leden van deze raad staan in voor het aanstellen van een CEO en vertegenwoordigen de belangen van alle aandeelhouders (Miller, 1984). De raad van bestuur wordt niet benoemd door de top van het bedrijf, maar door de algemene vergadering. De samenstelling dient te waarborgen dat alle beslissingen genomen worden in belang van de onderneming. Zoals eerder gezegd beveelt de Code Buysse II het opnemen van meerdere externe bestuursleden sterk aan in private ondernemingen. Hierbij moet rekening gehouden worden met de omvang van de onderneming. Externe bestuurders maken geen deel uit van het management en behoren niet tot de controlerende aandeelhouders. Het cruciale aspect van een externe bestuurder is zijn neutrale, objectieve gezag dat hij op de onderneming zal loslaten, in belang van de onderneming zelf (Code Buysse, 2009). Externe leden kunnen leiden tot een meer betrokken, actieve en efficiënte raad van bestuur die niet door de CEO wordt bestuurd en samengesteld.

Om de werking van de raad van bestuur te kaderen is de betrokkenheid van de raad van belang. We kunnen vier verschillende graden onderscheiden die ook in de verschillende theoretische lenzen terug te vinden zijn. Lievens (2004) beschrijft vier niveaus van een raad van bestuur die familiebedrijven doorlopen vooraleer er een actieve raad van bestuur wordt benoemd. Het gaat om een papieren raad van bestuur, een familiale raad van bestuur, adviserende raad en actieve raad met externen.

De papieren raad van bestuur heeft weinig tot geen inbreng in het reilen en zeilen van de onderneming, deze bestaat louter op papier. De leden handelen in functie van de CEO en hebben beperkte kennis en activiteit. Meestal zijn deze familiebedrijven het eigendom van een controlerende leider. Dit houdt in dat de raad van bestuur zich als een "rubber stamp"-raad van bestuur gedraagt (Hung, 1998). De leden zijn ja-knikkende marionetten van de CEO die geen invloed hebben op wat er moet gebeuren in de organisatie, ze gaan akkoord met de voorstellen die hen aangereikt worden. De raad wordt in een rol geduwd waarin ze voornamelijk "goedkeurt" aangezien alle strategische beslissingen reeds door de CEO worden gedomineerd en voorbereid. Deze raad herkennen we in de leidinggevende hegemonie. In dit soort besturen is de CEO meestal ook de voorzitter van de raad van bestuur. Dit brengt met zich mee dat deze inspraak heeft in zijn eigen verloning. Afwezigheid van CEO-dualiteit is dus sterk aan te raden om een goede variabele verloning voor de CEO te kunnen toekennen (van Essen et al., 2012).

De familiale raad van bestuur is een actieve raad. Ze houden vergaderingen en plegen overleg. Het nadeel van deze raad is dat ze enkel uit familieleden bestaat. Dit brengt beperkingen met zich mee. De familieleden zullen elkaar minder snel bekritisieren om bijvoorbeeld geen familieruzie uit te lokken of elkaar te kwetsen. In sommige gevallen zijn de familieleden die zetelen onbekwaam om beslissingen voor het bedrijf te maken, dit om de simpele reden dat ze geen kennis van zaken hebben. In deze raad kan het zijn dat familiale bedrijfsleiders zichzelf bevoordelen in verband met hun vergoedingen, bedrijfswagen,... Deze raad is dus wel actief, maar niet efficiënt.

Lievens (2004) beschrijft het derde niveau van bestuur als een raad van bestuur die wordt bijgestaan door een raad van advies waarin vertrouwenspersonen zetelen. De raad van advies zelf heeft geen juridische bevoegdheid, maar adviseert de raad van bestuur. De raad zelf fungeert als informatiesysteem en controleert het gedrag van de CEO om principaal-agentproblemen te reduceren (Fama & Jensen, 1983). Ze zal ingrijpen waar nodig en een gepast remuneratieschema opstellen zonder te moeten vrezen voor wraak van de manager. Dit is mogelijk omdat de principaal-agenttheorie streeft naar de afwezigheid van CEO-dualiteit. De raad van advies wordt gebruikt wanneer het bedrijf geen echte betrokkenheid wil van externe leden. Deze raad van advies zal minder gezag uitstralen omdat ze geen juridisch statuut heeft. Het kan niet ontkend worden dat een raad van advies geen volwaardige oplossing biedt voor het niet gebruiken van onafhankelijke leden in de raad van bestuur. Het is slechts een



tussentijdse oplossing in de weg naar een actieve, effectieve raad van bestuur. Deze raad zal het beste functioneren en aandeelhouderswaarde proberen te maximaliseren door bijvoorbeeld variabel loon toe te kennen aan de bedrijfsleider (Bitler et al., 2005).

Het vierde en laatste niveau is een actieve, effectieve raad met externen. Deze externen behoren niet tot de familie. Lievens (2004) bespreekt de belangrijke voordelen die externe bestuurders met zich meebrengen. Het grootste voordeel van externe bestuurders is dat ze een objectieve kijk hebben op het bedrijf. Dit komt omdat in familiebedrijven vaak bedrijfsblindheid is. Deze onafhankelijke raad zal niet alleen een betere kijk hebben op strategische beslissingen, ze zal ook verhinderen dat familiale motieven de bovenhand krijgen op bedrijfsmatige motieven. We denken hierbij aan promoties, buitensporige vergoedingen voor de CEO,... De raad zal beter voorbereid zijn tijdens vergaderingen, er moet rekening gehouden worden met het rapporteren van juiste informatie, enzovoort. De raad van bestuur met externen is het signaal dat de familie de continuïteit van het bedrijf ernstig neemt en toekomstgericht is. Voor de aandeelhouders is dit een goed teken, zij zien hun waarde toenemen. Dit alles draagt bij tot een actieve, effectieve raad van bestuur die de aandeelhouderswaarde tracht te maximaliseren (Bitler et al., 2005). Dit gebeurt op verschillende manieren zoals kwaliteitsvolle vergaderingen, beperking van de macht van de CEO, uitkeren van variabele vergoedingen,...

### **2.2.3 Determinanten voor een goede raad van bestuur**

Daily, Dalton & Cannella (2003) definiëren corporate governance als het gebruik van organisatorische middelen om conflicten, bijvoorbeeld agency problemen, tussen de verschillende leden van de onderneming op te lossen. Moerland (1997) omschrijft het als de wijze waarop ondernemingen worden bestuurd en gecontroleerd, alsook de wijze waarop hierover verantwoording wordt afgelegd aan de aandeelhouders. Het onderzoek naar corporate governance vindt zijn oorsprong in de principaal-agenttheorie (Fama & Jensen, 1983). Zoals eerder gezegd handelen managers of CEO's niet altijd in het belang van de aandeelhouders. Dit is omdat ze vaak een machtsimperium willen opbouwen, overdreven voordelen krijgen,... Door een goede governancestructuur te creëren binnen de onderneming is er meer toezicht en controle op de manager. Een goede governancestructuur is een structuur die de meest

bekwame manager aanstelt en deze verantwoording laat afleggen ten opzichte van de aandeelhouders. Het basisidee is dat een inefficiënte governancestructuur zal leiden tot een buitensporige verloning (Banghøj et al., 2010). Hieruit volgt dat een efficiënte governancestructuur ervoor zal kunnen zorgen dat het principaal-agentprobleem afneemt door gebruik te maken van variabele verloning.

Een groot deel van het debat omtrent corporate governance handelt over efficiënte controlestructuren. Filatotchev & Allock (2010) zeggen dat efficiënte governance belangrijk is omdat het een invloed heeft op de variabele compensaties van CEO's en omdat de effectiviteit van deze compensaties ervan afhangt. Dit wordt bevestigd door Banghøj et al. (2010) die zegt dat de gebruikte governancestructuur (bv. aantal externe leden, remuneratiecomité, CEO-dualiteit) een invloed heeft op de variabele compensatie binnen private ondernemingen. De samenstelling en structuur van de raad van bestuur kan dus een invloed hebben op de vergoeding van de manager.

De meeste aandacht in de governancestructuur van private ondernemingen gaat enerzijds naar de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Het aantal externe leden, CEO-dualiteit en het gebruik van een remuneratiecomité dragen bij aan deze onafhankelijkheid en hebben effect op de variabiliteit van het loon (Finkelstein & Mooney, 2003). Anderzijds is de werking van de raad van bestuur van belang. De grootte van de raad van bestuur is belangrijk voor de goede werking van deze raad van bestuur. Het is namelijk zo dat wanneer een raad te groot is, dit slecht is voor de werking van de raad. Bestuursleden zullen zich verschuilen achter anderen, er zullen free-riders in de raad zetelen,... Dit belemmert onder andere de beslissingsprocessen, de controle op de CEO,... Daarnaast is ook het aantal vergaderingen een determinant die dient onderzocht te worden. Raden van bestuur moeten minstens éénmaal per jaar vergaderen, maar het is aan te raden om dit meerdere keren per jaar te doen zodat de raad van bestuur efficiënt de taken kan vervullen waarvoor ze bevoegd is.

## 2.3 Hypotheseopbouw

In paragraaf 2.2.3 werd een korte schets gemaakt over de determinanten van de raad van bestuur. In dit onderdeel gaan we dieper in op elke determinant. Verder zullen aan de hand van de geformuleerde deelvragen in het eerste hoofdstuk hypothesen opgesteld worden om deze deelvragen te kunnen beantwoorden. De deelvragen waren als volgt:

- *Wat is de invloed van de onafhankelijkheid van de raad van bestuur op de variabiliteit van het loon van de CEO?*
- *Wat is de invloed van de werking van de raad van bestuur op de variabiliteit van het loon van de CEO?*

In deze masterproef doen we een onderzoek naar de variabiliteit van het loon van de CEO. We kiezen daarom dus ook om het verdere onderzoek door twee van bovenstaande theoretische lenzen te bekijken. We gebruiken een combinatie van de de principaal-agenttheorie en de leidinggevende hegemonie. Aan de hand van deze theorieën zullen we de hypothesen opstellen. We kiezen enerzijds voor de principaal-agenttheorie omdat de theorie een waakzame raad van bestuur, die gebruik maakt van variabele verloning, aanraadt als controlemechanisme voor de prestaties van de CEO. Door het gebruik van variabele verloning kunnen agency problemen opgelost worden (Devers et al., 2007). Anderzijds kiezen we voor de leidinggevende hegemonie. Uit de studie van van Essen et al. (2012) leren we de kenmerken van de raad van bestuur om de macht van de CEO te beperken. Een actieve en efficiënte raad van bestuur zal door middel van variabele verloning agency problemen trachten op te lossen of te minimaliseren (Murphy, 1986; Jensen & Murphy, 1990). Op die manier wordt er waarde gecreëerd voor de aandeelhouders door de CEO extrinsiek te motiveren om de doelstellingen van het bedrijf na te streven. Gebaseerd op het groot aantal onderzoeken betreffende publieke ondernemingen, gaan we de determinanten bestuderen die we uit de principaal-agenttheorie en leidinggevende hegemonie hebben afgeleid om de invloed van de raad van bestuur op de loonvariabiliteit van de CEO te verklaren in familiebedrijven.

## **2.3.1 Hypotheses betreffende de onafhankelijkheid van de raad van bestuur**

### **2.3.1.1 Proportie externe leden**

Een extern bestuurslid van een raad van bestuur in een private onderneming is meestal een professional in het vakgebied die geen werknemer of aandeelhouder is en wiens plicht het is om de aandeelhouders te vertegenwoordigen (Giannini, 2001). Uit de vele internationale studies omtrent dit onderwerp is gebleken dat veel ondernemingen tegenwoordig streven naar een meerderheid van externe bestuursleden in hun raad van bestuur. De onafhankelijkheid van de raad van bestuur is zeer belangrijk geworden om de corporate governance van een bedrijf te versterken (Capezio et al., 2011). De Code Buysse II raadt aan om steeds meerdere onafhankelijke externe bestuursleden aan te stellen in de raad van bestuur, afhankelijk van de omvang, structuur en groeifase van de onderneming (Code Buysse II, 2009). Onafhankelijke bestuursleden zijn nodig voor het samenstellen van de raad van bestuur, ze kunnen ervoor zorgen dat een raad van bestuur effectief is.

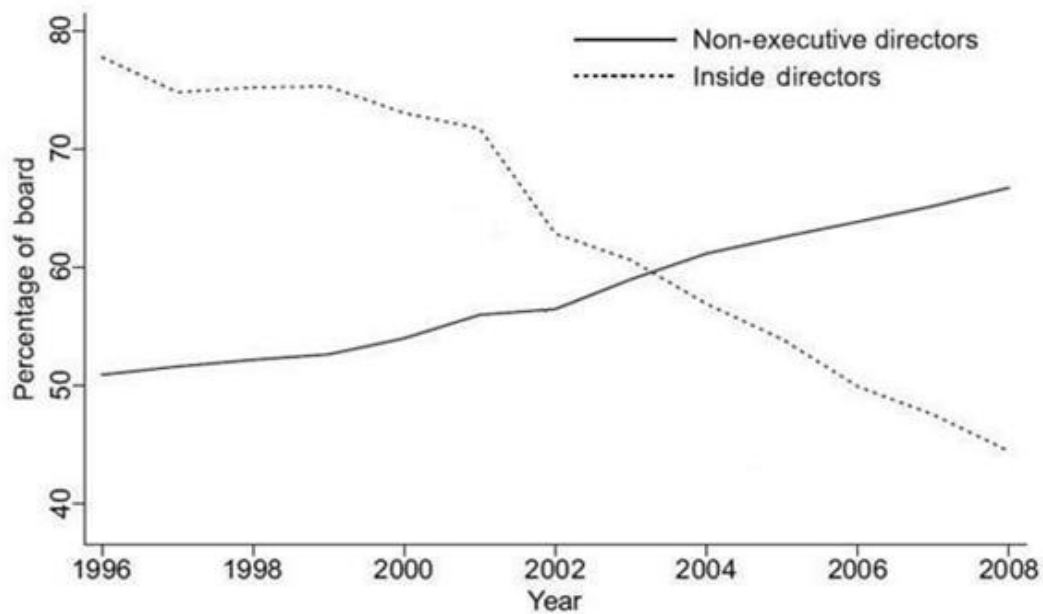
Uit het onderzoek van Byrd & Hickman (1992) blijkt dat externe bestuursleden heel belangrijk zijn voor de aandeelhouders. De reden hiervoor vinden we in de principaal-agenttheorie, de externe bestuurders hebben een objectieve kijk en controleren de CEO op gepaste wijze om zo waardemaximalisatie voor de aandeelhouders te bekomen (Byrd & Hickman, 1992). Gregg et al. (2011) sluiten zich aan en stellen dat een grotere proportie onafhankelijke leden ervoor zal zorgen dat de raad van bestuur effectiever is in het uitvoeren van hun controlerende rol en de verloning van de CEO aan zijn prestaties zal koppelen. Enerzijds zullen de externe bestuurders proberen om de CEO via variabele verloning te motiveren om te handelen in het voordeel van de aandeelhouders (Bebchuk & Fried, 2004). Anderzijds kunnen externe bestuurders nuttig zijn om het overwicht van de managers ten opzichte van de raad van bestuur tegen te gaan die er bij de leidinggevende hegemonie is (van Essen et al., 2012).

Weisbach (1988) zegt dat CEO's een betere omzet voor het bedrijf halen indien er een raad van bestuur is met meer externe bestuursleden. Deze zullen de CEO belonen naargelang zijn prestaties voor de onderneming. Hermalin & Weisbach (1998) vullen dit aan met het oordeel dat de CEO zijn onderhandelingsmacht zal gebruiken om afhankelijke bestuursleden in de raad van bestuur te laten zetelen. Op die manier tracht hij meer invloed over de raad te krijgen door deze afhankelijker te maken. Het

gevolg zal zijn dat hij via deze interne bestuursleden zijn verloningsbeleid kan beïnvloeden. Daarom is het belangrijk dat de raad van bestuur onafhankelijk is om zo de invloed van de CEO over de raad van bestuur te beperken (Capezio et al., 2011).

Toch moet de graad van onafhankelijkheid niet 100% zijn. Er moet een evenwicht gevonden worden tussen onafhankelijke en afhankelijke bestuursleden (Anderson & Reeb, 2004). De voorkeur gaat uit naar niet te veel afhankelijke leden. Een bestuur met een grotere proportie afhankelijke leden is meer vatbaar voor de invloed van de CEO (Capezio et al, 2011). Het gevolg zal zijn dat de CEO ook invloed kan hebben op zijn compensatie. Deze zal dan niet altijd in proportie zijn met de marktwaarden, normen en prestaties (Boyd, 1994). Verder zal dit ook verhoogde agency problemen met zich meebrengen. Daarom is binnen de principaal-agenttheorie het gebruik van externe leden wenselijk omdat loonvariabiliteit als sleutelement wordt gezien om agency problemen op te lossen (Capezio et al, 2011). Hierbij denken we aan het op dezelfde lijn brengen van CEO en aandeelhouders (Fama & Jensen, 1983). De theorie raadt een sterke associatie tussen verloning en prestaties aan om dit te doen (Murphy, 1986; Kaplan, 1994).

Smith (2012) illustreert de toename van niet-uitvoerende bestuursleden in de raad van bestuur in onderstaande grafiek (figuur 2). Dit toont aan dat bedrijven tegemoet komen aan eisen van de aandeelhouders, die meer controle op de CEO willen. De roep om meer en betere controle op de verloning van de CEO wordt aangepakt door meer onafhankelijke bestuursleden te laten zetelen in de raad van bestuur. Dit is een trend uit een Engelse studie in navolging van de Britse corporate governance code in 2003. Ze bevestigt het belang van externe bestuursleden. Ook in ons land wordt gestreefd naar meer onafhankelijke bestuursleden in de Belgische corporate governance code 2009. In navolging van deze code is de Code Buysse II (2009) ontstaan die, zoals eerder gezegd, ook het gebruik van onafhankelijke leden aanbeveelt. In ons land is onderstaande trend dus ook te verwachten.



*Figuur 2. Samenstelling raad van bestuur  
Bron: Smith (2012)*

Volgens Guest (2010) zal door het gebruik van externe bestuursleden de snelheid waarmee de verloningen van CEO's stijgen, afnemen en zal het gebruik van variabele verloning toenemen. Daarom zullen we verwachten dat het aantal onafhankelijke bestuurders zal afnemen naarmate de macht van de CEO toeneemt. O'Reilly & Main (2007) zeggen in hun onderzoek dat de principaal-agenttheorie veel empirische bewijzen heeft in dit gebied, maar dat de gevonden resultaten in verschillende studies niet consistent zijn of geen sterke bewijzen kunnen voorleggen. In hun studie kunnen O'Reilly & Main (2007) toch een eigen resultaat voorleggen. Ze concluderen dat hoe meer onafhankelijke bestuursleden zetelen, hoe meer er gebruik gemaakt wordt van een variabele verloning gebaseerd op prestaties en minder vast loon zal gegeven worden.

Volgens de leidinggevende hegemonie is het gebruik van onafhankelijke bestuursleden belangrijk om de invloed van de CEO te beperken en om zijn loon te laten afhangen van zijn prestaties (Capezio et al., 2011; van Essen et al., 2012). Daarnaast raadt de principaal-agenttheorie het gebruik van variabele verloning aan om de interesses van de CEO en de aandeelhouders op dezelfde lijn te brengen om zo aandeelhouderswaarde te creëren (Murphy, 1986; Jensen & Murphy, 1990; Devers et

al., 2007). Ook zal een grotere proportie onafhankelijken beter in staat zijn om acties uit eigenbelang van de CEO te controleren en zo agency problemen op te lossen (Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983). De onafhankelijke leden zorgen voor een effectieve raad die de CEO gaat controleren en die gebruik maakt van variabele verloning. Beatty & Zajac (1994) stellen dat de proportie onafhankelijken een positieve invloed hebben op het gebruik van variabele verloning. Met behulp van deze variabele verloning zullen ze de CEO trachten te motiveren om waarde te creëren voor de aandeelhouders (Murphy, 1986; Jensen & Murphy, 1990; Devers et al., 2007).

Met bovenstaande inzichten van de twee gebruikte theorieën in het achterhoofd verwachten we een positief verband tussen de proportie onafhankelijke bestuursleden en het gebruik van variabele verloning. We stellen bijgevolg een eerste hypothese op voor ons onderzoek:

***Hypothese 1: De proportie onafhankelijke bestuurders zal positief gerelateerd zijn met het gebruik van variabele verloning.***

### **2.3.1.2 Remuneratiecomité**

Verder raadt de Code Buyse II (2009) ook aan om een onafhankelijk remuneratiecomité aan te stellen. Dit comité zal de raad van bestuur bijstaan en aanbevelingen geven over het loon van de CEO (O'Sullivan & Deacon, 1999). Het is immers de taak van de raad van bestuur om te waken over het vergoedingspakket van de CEO en het management. Het remuneratiecomité heeft de taak om de raad van bestuur bij te staan in het bepalen van de verloning en om het remuneratiebeleid te bepalen voor ondermeer de CEO (O'Sullivan & Diacon, 1999). Deze aandachtspunten zijn essentieel voor een goede corporate governance en voor een goed contact tussen eigenaars en uitvoerende managers. In het geval van private ondernemingen raden Cavalluzzo & Sankaraguruswamy (2000) het gebruik van remuneratiecomités zeker aan omdat er vaak investeerders in dit comité zetelen. Op die manier wordt er geholpen om de doelstellingen van principaal en agent op dezelfde lijn te brengen. Na de financiële crisis kwam er een roep naar een sterkere relatie tussen CEO-verloning en CEO-prestaties, naar meer loonvariabiliteit. Deze taak werd een topprioriteit voor het remuneratiecomité (Ferracone & Todd, 2010). De aanwezigheid van een remuneratiecomité maakt duidelijk dat het bedrijf een goede

corporate governance belangrijk vindt. Het comité is geen verplichting maar een aanbeveling (Code Buysse II, 2009). Dit wil zeggen dat er belang wordt gehecht aan het remuneratiecomité als het daadwerkelijk ingevoerd wordt en het zal dus niet als een papieren comité bekeken worden.

Het remuneratiecomité heeft als taak om een remuneratieschema op te stellen voor het loon van de CEO (O'Sullivan & Diacon, 1999). Het is belangrijk dat dit comité onafhankelijk is (Smith, 2012). De leidinggevende hegemonie impliceert dat hoe meer macht de CEO over de comitéleden heeft, hoe meer invloed hij zal hebben om zijn loon te sturen (van Essen et al., 2012). Een remuneratiecomité fungeert als sleutelement om het loon niet tot onaanvaardbare hoogte te laten stijgen in het voordeel van de CEO. Daarom is het aangeraden dat de CEO geen deel uit maakt van het remuneratiecomité. Ze zullen op die manier niet alleen het loon verbeteren, maar ook de prestaties van de CEO.

Conyon & Peck (1998) merkten dat wanneer er in het remuneratiecomité een hoge ratio was van externe leden, dit zou leiden tot een lagere compensatie van de CEO en een sterkere focus op het gebruik van variabele verloning. De onafhankelijkheid zal er voor zorgen dat de prestaties en verloning van de CEO beter kunnen beheerd worden (Capezio et al., 2011). Het is immers zo dat wanneer een remuneratiecomité gedomineerd wordt door uitvoerende, interne leden van het bedrijf, ze wordt gezien als een probleem. Ze wordt er dan van verdacht om beslissingen te nemen die op voorhand zijn afgesproken en beloofd te worden wanneer ze haar stem in het voordeel van de CEO laat gelden. Deze beslissingen zullen de positie van de CEO alleen maar versterken en bonussen opleveren. De CEO kan namelijk druk uitoefenen op de verloning en carrière van zijn bestuursleden. We kunnen stellen dat het succes van een remuneratiecomité afhankelijk is van het type bestuurder (intern of extern) er zetelt (Conyon & He, 2004). Conyon & He (2004) verwachten dat interne bestuurders de aandeelhouderswaarde zullen inruilen voor een grotere verloning voor de CEO en voor zichzelf. Daarom is het belangrijk dat het remuneratiecomité uit onafhankelijke, externe leden bestaat.

Niet alleen vanuit de leidinggevende hegemonie, maar ook vanuit de principaal-agenttheorie is het gebruik van een remuneratiecomité aan te raden. Het remuneratiecontract kan ervoor zorgen dat de doelstelling van principaal en agent op dezelfde lijn komen te liggen en op die manier zullen conflicten vermeden worden



(Main & Johnston, 1993; Conyon & Peck, 1998). In het contract zal vermeld zijn hoe hoog het vast salaris is, maar zal ook de toekenning van variabele remuneratie voorgesteld worden (Smith, 2012).

De principaal-agenttheorie wil via een variabele verloning voor de CEO aandeelhouderswaarde creëren (Devers et al., 2007). Eerder leerden we van de leidinggevende hegemonie dat het belangrijk is om de macht van de CEO te beperken (van Essen et al., 2012). Dit kan bijvoorbeeld door middel van een onafhankelijk remuneratiecomité (Main & Johnston, 1993). Op die manier is het minder waarschijnlijk dat de CEO macht kan uitoefenen op de bestuursleden en invloed heeft in het bepalen van zijn verloning. Vermits een actieve raad van bestuur veel belang hecht aan een goede variabele verloning veronderstellen we dat de effectieve raad gebruik zal maken van een remuneratiecomité om zich te laten bijstaan in het bepalen van het remuneratiepakket. Ze kunnen op die manier de doelstellingen van agent en principalen op dezelfde lijn brengen en de aandeelhouderswaarde proberen te maximaliseren (Main & Johnston, 1993).

Op basis van de gekozen theoretische lenzen en rekening houdend met bovenstaande, komen we tot volgende hypothese:

***Hypothese 2: Het gebruik van een remuneratiecomité zal positief gerelateerd zijn met de variabiliteit van het loon van de CEO.***

### **2.3.1.3 CEO-dualiteit**

Eerder werd al gezegd dat de CEO druk kan uitoefenen op zijn verloning als hij lid is van het remuneratiecomité. Een soortgelijke situatie doet zich voor wanneer er sprake is van CEO-dualiteit. CEO-dualiteit betekent dat de CEO van het bedrijf ook de voorzitter is van de raad van bestuur (van Essen et al., 2012). Indien hier van sprake is, zal de effectiviteit van de raad van bestuur dalen (Kiel & Nicholson, 2003). Dit dient echter vermeden te worden want het geeft de CEO de kans om zijn eigenbelang te laten primeren op dat van de aandeelhouders (Kiel & Nicholson, 2003). De dualiteit plaatst de CEO immers in een zeer machtige positie binnen het bedrijf. Hij beheert de operaties en beslist welke richting het bedrijf uit zal gaan in de toekomst. Als voorzitter bepaalt hij de agenda van de raad van bestuur, stelt hij het management en de bestuursleden aan en bepaalt hij mee de remuneratiestructuur (van Essen et al., 2012). Het is duidelijk dat deze combinatie van rollen conflicten met zich meebrengt. De CEO is immers in een positie van zelfevaluatie en deze evaluatie zal bijgevolg niet objectief zijn. Ook zal hij zijn eigen verloning kunnen samenstellen. Het is dus aan te raden dat de voorzitter van de raad van bestuur een onafhankelijke is, dit brengt dan ook een extra controle op de CEO met zich mee (Capezio et al., 2011). Minow (1995) vindt dat een splitsing van beide functies noodzakelijk is om het bedrijf goed te laten werken.

Boyd (1994) stelt dat wanneer de CEO ook de voorzitter is van de raad van bestuur hij niet alleen de beslissingen doordrukt, maar ook zijn verloning kan mee bepalen. Verder bepaalt hij welke de agendapunten zullen zijn op de vergadering en kan hij zelf beslissen welke informatie hieromtrent aan de andere leden van de raad van bestuur ter beschikking zullen gesteld worden (Jensen, 1993; Bebchuk & Fried, 2004; van Essen et al., 2012). Wanneer er toch sprake is van CEO-dualiteit is de kans op hoge verloningen groot en is de kans dat deze verloning aan de effectieve prestatie gelinkt wordt kleiner (Barkema & Gomez-Mejia, 1998). Zoals eerder gezegd heeft de CEO bij dualiteit een hogere inspraak in het nominatieproces van nieuwe bestuursleden en wie er dus mag zetelen in de raad van bestuur (van Essen et al., 2012). Deze bestuursleden zullen bijgevolg minder snel een houding tegen de CEO durven aannemen als deze ook aan het hoofd van de raad van bestuur zit omdat hij ze dan mogelijk uit de raad kan verwijderen. De controlerende functie van de raad zal zo niet optimaal verlopen. Ook dit feit kan tot gevolg hebben dat het compensatiecontract niet voor de onderneming geoptimaliseerd wordt, maar voor de CEO zelf (Core et al.,

1999). Ook Lambert et al. (1993) besluiten dat een CEO een hogere vergoeding krijgt indien hij een groot deel van de bestuursleden zelf heeft mogen aanstellen. Uit het onderzoek van Beatty & Zajac (1994) stellen we vast dat wanneer de CEO niet de rol van voorzitter van de raad van bestuur heeft, hij een hogere loonvariabiliteit heeft.

Lipton & Lorsch (1992) halen verschillende nadelen van het splitsen van de rollen aan. De splitsing kan de macht van de CEO om het bedrijf op een effectieve manier te leiden onderdrukken. Bij een splitsing van beide rollen zal er een betere controle zijn van de raad van bestuur op de CEO. Veel academische onderzoekers zijn voor het splitsen. Niet enkel omdat dit beter is voor de verschillende aandeelhouders, maar ook omdat de raad van bestuur zijn controlerende rol beter zal kunnen vervullen. Ze zullen nu wel "de juiste vragen" durven stellen en een geschikte variabele verloning voor de CEO kunnen opstellen zonder dat deze daar zelf inspraak in heeft. Petra & Dorata (2008) en van Essen et al. (2012) sluiten zich hierbij aan en bevestigen dat de aanwezigheid van CEO-dualiteit de kans op lagere prestatiegebonden verloningen uitsluit en hoge vaste verloningen bevordert.

Vanuit het oogpunt van de leidinggevende hegemonie bevestigen Capezio et al. (2011) dat de CEO's die ook voorzitter van de raad van bestuur zijn in het algemeen de beslissingen van de raad beïnvloeden, maar hierdoor ook de bepalingen van de CEO-verloning kunnen manipuleren in hun voordeel. Op die manier kunnen ze de verloning loskoppelen van hun prestatie en een hogere vaste verloning laten goedkeuren. Ze vonden hierover bevestiging in het werk van Finkelstein & Hambrick (1988) die stelden dat de macht van de CEO een grote invloed kan hebben op het loon omdat de CEO zelf de doelstellingen omtrent zijn verloning kan bepalen.

Toch blijkt dat de CEO van een private onderneming dikwijls ook in de raad van bestuur mag zetelen. Op die manier zal hij de onafhankelijkheid van deze raad van bestuur aantasten en toch andere compensatiecontracten kunnen bedingen. Een vast salaris zal in deze bedrijven de voorkeur krijgen, ten koste van een variabele verloning (Banghøj et al., 2010).

Uit de literatuur bleek dat de aanwezigheid van CEO-dualiteit belangrijk is voor de governancestructuur en dat CEO een sterke invloed kan hebben op het bestuur. Deze invloed kan zelfs zo sterk zijn dat zelfs onafhankelijke bestuursleden geen invloed meer gaan hebben en ze dus ook geen invloed meer hebben op het bepalen van de

verloning (O'Reilly & Main, 2007). Als de twee rollen gesplitst zijn heeft de raad meer controle over de CEO en over de loonbepaling. Anderzijds heeft een CEO die ook de voorzitter is meer invloed over de andere bestuursleden en over hun verloning. Volgens Finkelstein & Hambrick (1996) en Core et al. (1999) zal deze ontoelaatbare invloed een hogere niet-prestatiegebonden compensatie voor de CEO met zich meebrengen. Barkema & Gomez-Mejia (1998) bevestigen dit in hun onderzoek. Ze zeggen dat wanneer er sprake is van CEO-dualiteit, de hoge verloningen toenemen en dat deze niet altijd in lijn staan met de geleverde prestatie. Capezio et al. (2011) zegt dat de CEO zal proberen om de verloning los van de prestaties te zien. We verwachten dus een stijging van het vaste loon en een daling van het variabele loon van de CEO indien er sprake is van CEO-dualiteit.

De principaal-agenttheorie ziet de raad van bestuur als de vertegenwoordiger van de aandeelhouders die de macht van de CEO wil beperken (van Essen et al., 2012). De effectieve raad van bestuur zal daarom, aansluitend bij de leidinggevende hegemonie, kiezen voor een splitsing van beide rollen om de CEO niet te veel macht te geven en hem geen invloed te laten kunnen uitoefenen op de raad van bestuur inzake zijn verloning. Zo zal de raad van bestuur een gepaste variabele verloning bepalen die bijdraagt aan de waarde van de aandeelhouders. Bovenstaande brengt ons tot volgende hypothese:

***Hypothese 3: CEO-dualiteit is negatief gerelateerd tot de variabiliteit van het loon van de CEO.***

## **2.3.2 Hypotheses betreffende de werking van de raad van bestuur**

### **2.3.2.1 Grootte van de raad van bestuur**

In tegenstelling tot de overige determinanten worden er in de Code Buysse II (2009) geen aanbevelingen gegeven over de grootte van de raad van bestuur. Toch is de grootte van de raad van bestuur een belangrijk element in de goede, efficiënte werking van de raad van bestuur. De grootte van de raad gaat mee bepalen hoe efficiënt de raad de controlefunctie kan uitoefenen (Kose & Senbet, 1998). Ondanks er geen aanbevelingen hieromtrent zijn, gaan we in deze masterproef toch een verband proberen af te leiden tussen de grootte van de raad van bestuur en de loonvariabiliteit van de CEO.

Vanuit het oogpunt van de principaal-agenttheorie kan gezegd worden dat een grote raad van bestuur waakzamer is voor agency problemen om de simpele reden dat er meer mensen voor in staan (Kiel & Nicholson, 2003). Toch erkennen agency theoristen dat er een grens bestaat waarop de raad van bestuur effectief is (Kiel & Nicholson &, 2003). Jensen (1993) concludeert uit zijn onderzoek dat een grote raad van bestuur een groter expertisedomein beheerst, maar wanneer dit té groot wordt, het een negatieve invloed zal hebben. Dit komt omdat grotere besturen tragere beslissingen nemen bij dringende zaken. Verder zullen ze ook minder kritisch zijn ten opzichte van elkaar, wat resulteert in een trager beslissingsproces (Jensen, 1993). Ik citeer Jensen (1993): *'As groups increase in size they become less effective because the coordination and process problems overwhelm the advantages from having more people to draw on'*. Als optimale grootte raadt Jensen (1993) zeven tot acht leden aan. Wanneer er meer leden zullen zijn, zal de raad niet meer efficiënt zijn. Lipton & Lorsch (1992) erkennen dezelfde problemen van een te grote raad van bestuur, maar raden een grootte van acht tot tien leden aan als optimale grootte. We kunnen concluderen dat een te grote raad van bestuur de onafhankelijkheid zal verzwakken en niet functioneel kan optreden door bijvoorbeeld een communicatie- of free-ridersprobleem binnen de raad (Hermalin & Weisbach, 2003; Bebchuk & Fried, 2004; van Essen et al., 2012).

Naast het feit dat een raad van bestuur te groot kan zijn om effectief te zijn, kan een raad van bestuur ook te klein zijn om effectief te presteren. Het is dus de bedoeling dat er een optimale grootte wordt bekomen en dat deze klein genoeg is om een efficiënte werkgroep te vormen (Bettinelli, 2009). Het is belangrijk dat er voldoende mensen worden samengebracht om een efficiënte controle op de CEO uit te voeren. Een te kleine groep kan mogelijk geen goede controle uitvoeren en daardoor de verloning minder goed aan de prestaties koppelen. Hierdoor kan de macht van de CEO toenemen omdat hij aan te weinig controle wordt onderworpen. Hij kan mogelijk handelen in het nadeel van de aandeelhouders waardoor deze hun waarde niet gemaximaliseerd zien.

Het is dus duidelijk dat er in de literatuur en in de realiteit geen *'one size fits all'* is. Raheja (2005) zegt in zijn onderzoek dat wanneer een onderneming een effectieve raad van bestuur wil samenstellen om aandeelhouderswaarde te creëren, ze zelf een optimale grootte gaat nastreven. Dit aantal bestuurders zal dan in staat zijn om de CEO op gepaste wijze te controleren en waarde voor de aandeelhouders kan creëren (Raheja, 2005). Ning et al. (2010) sluiten zich hierbij aan en zeggen dat wanneer een bedrijf zijn raad van bestuur te klein acht, ze leden zal toevoegen opdat de raad effectief kan zijn. Omgekeerd zal ze bestuurders ontslaan wanneer de raad van bestuur te groot is om op effectieve wijze te handelen (Ning et al., 2010). Daarenboven zal de macht van de CEO worden beperkt wanneer de grootte optimaal is (cfr. leidinggevende hegemonie).

We recapituleren dat een te kleine raad van bestuur niet goed is omdat de controle dan bij minder personen ligt en er minder personen zijn om de taken van de raad van bestuur efficiënt en effectief te kunnen vervullen. Anderzijds zal een te grote raad van bestuur de controle beperken omwille van free-riders en communicatieproblemen (Ning et al., 2010). Van uit de principaal-agenttheorie verwachten we dat een effectieve raad van bestuur een optimale grootte gaat nastreven om zo de belangen van de aandeelhouders te kunnen vertegenwoordigen. De grootte zal pas optimaal zijn wanneer een bijkomend bestuurslid nog een positief marginaal effect heeft op de goede werking van de raad van bestuur. Wanneer er een extra bestuurslid bij komt dat geen marginaal nut meer toevoegt, zullen er te veel leden zijn. Het gevolg zal zijn dat de raad niet meer efficiënt is door mogelijke communicatie- en free-ridersproblemen. De taken zullen niet meer effectief worden uitgevoerd waardoor de aandeelhouderswaarde niet kan gemaximaliseerd worden. Dit kan resulteren in een

lagere verhouding tussen verloning en prestaties. Er valt dus een niet-lineair verband, namelijk een omgekeerd U-vormig verband, te verwachten (Kiel & Nicholson, 2003). Daarom zal de vierde hypothese als volgt klinken:

**Hypothese 4:** *Er bestaat een omgekeerd U-vormig verband tussen de grootte van de raad van bestuur en de variabiliteit van het loon van de CEO.*

### **2.3.2.2 Aantal vergaderingen**

Naast de grootte van de raad van bestuur is het aantal vergaderingen ook een belangrijk aspect inzake de werking van de raad van bestuur. Conger et al. (1998) zegt dat de effectiviteit van de raad van bestuur beter wordt naarmate het aantal vergaderingen toeneemt. De Code Buysse II raadt aan om jaarlijks, op regelmatige basis vier vergaderingen samen te roepen die drie tot vier uur duren. Toch zijn meer vergaderingen per jaar aan te raden. Tijdens deze vergaderingen dient de strategie uitgestippeld te worden en vanuit een langetermijnvisie deze bij te sturen. Een vergadering van de raad van bestuur is zeer belangrijk voor de onderneming. Sonnenfeld (2002) zegt: "*Good boards are, very simply, high-functioning work groups*". Deze vergaderingen kunnen enkel goed en vlot verlopen indien elke bestuurder actief deelneemt en goed kan samenwerken met andere bestuurders. Ze moeten zich dus voldoende voorbereiden op de vergadering, aanwezig zijn en participeren in de besluitvorming (Sonnenfeld, 2002). Daarnaast wordt ook van hen verwacht om het bedrijf vanuit een ethische visie te benaderen en het belang van de onderneming dus voorop te stellen. Een goede vergadering is het resultaat van een duidelijk doel, een goede agenda, goed samengevatte informatie en een duidelijke beslissingname op het einde (Orlikoff & Totten, 2001).

De taken van de raad van bestuur tijdens deze vergaderingen zijn ondermeer om de leidinggevende te motiveren, onderhandelen met de CEO over diens verloning en ze moeten er vooral voor zorgen dat die verloning in lijn staat met de behoefte van de onderneming. Ze moeten er op toezien dat de CEO zijn doelstellingen bereikt heeft om een variabele verloning te krijgen en dat deze acceptabel is voor de aandeelhouders van het bedrijf en bijgedragen heeft tot de aandeelhouderswaarde (Rich, 2007).

Verder blijkt uit het onderzoek van O'Reilly & Main (2007) dat het aantal vergaderingen per jaar geen sterk effect heeft op de loonvariabiliteit, maar dat het statistisch toch significant is en een invloed heeft op de verloning volgens prestaties. Ze komen tot de conclusie dat hoe meer vergaderingen er paar jaar zijn, hoe meer gebruik gemaakt wordt van variabele verloning voor de CEO, al geeft het geen uitgesproken verschillen.

Om de macht van de CEO te beperken (leidinggevende hegemonie) en om aandeelhouderswaarde te creëren zal een actieve raad van bestuur op geregelde basis een vergadering inroepen om efficiënt te werk kunnen gaan. Naarmate er voldoende vergaderd wordt, zal de raad van bestuur een betere controle kunnen uitvoeren om agency problemen te vermijden en de bestuurstaken beter kunnen afhandelen. Ze zal ook een betere loonvariabiliteit kunnen toekennen aan de CEO en op die manier aandeelhouderswaarde creëren door de CEO extrinsiek te motiveren om bepaalde doelstellingen te bereiken (Murphy, 1986; Jensen & Murphy, 1990). Gersick et al. (1997) vinden dat wanneer er vier keer per jaar een vergadering is, de raad van bestuur een betere focus heeft op het globale beeld en zich niet bezig houdt met onnodige details zoals raden doen bij maandelijks of wekelijkse samenkomsten.

Op basis van bovenstaande stellen we de laatste hypothese op. We gaan onderzoeken of het aantal vergaderingen en het gebruik van variabele verloning een positief verband hebben.

***Hypothese 5:*** *Het aantal vergaderingen is positief gerelateerd met de variabiliteit van het loon van de CEO.*



### **2.3.3 Overige determinanten**

In heel wat studies worden ook de kenmerken van CEO's en de ondernemingen zelf benaderd om de hoogte van de variabele verloning van de CEO te bepalen. Voor de kenmerken van de CEO gaat het om het leeftijd, geslacht, opleiding, ervaring en type CEO (familiaal of niet-familiaal). Verder zijn er de grootte en de leeftijd van de onderneming die als karakteristieken van de onderneming worden gebruikt. In deze thesis wordt de invloed van de governancestructuur onderzocht en bijgevolg zullen we deze determinanten niet verder onderzoeken door het gebruik van hypothesen. Toch is het belangrijk dat we deze kenmerken niet over het hoofd zien omdat ze ook een invloed kunnen hebben op de loonvariabiliteit van de CEO. Daarom zullen we deze kenmerken gebruiken als controlevariabelen in het regressiemodel in het empirisch onderzoek om tot betrouwbare resultaten te komen.

#### **2.3.3.1 Karakteristieken betreffende de CEO**

Een eerste kenmerk van de CEO dat een invloed heeft op de loonvariabiliteit is de leeftijd van de CEO. Naarmate de CEO ouder wordt, zal hij meer kwaliteiten krijgen die voortvloeien uit ervaring, opleiding,... (McKnight et al., 2000). In de loop van zijn carrière zal de CEO meer welvaart hebben en zal hij minder nut ervaren van deze verloningen (McKnight et al., 2000). Een oudere CEO zal ook conservatiever handelen en meer risico-avers zijn (Cole & Mehran, 2010). McKnight et al. (2000) en Cole & Mehran (2010) verwachten daarom een kwadratische relatie tussen de leeftijd van de CEO en zijn loonvariabiliteit. McKnight et al. (2000) vinden een leeftijd van 53 jaar als moment waarop de CEO het meeste variabele verloning verdient. Volgens Cole & Mehran (2010) ligt deze leeftijd op 55 jaar. We zullen deze determinant opnemen als controlevariabele in het empirisch onderzoek om te controleren of de leeftijd van de CEO een invloed heeft op de loonvariabiliteit en of we dit kwadratische verband ook terug vinden in onze populatie.

Een tweede karakteristiek is het geslacht van de CEO. Verschillende studies hebben een significant verschil gevonden tussen de variabele verloning van mannelijke en vrouwelijke CEO's (Cavalluzzo & Sankaraguruswamy, 2000; Bertrand & Hallock, 2001; Blau & Kahn, 2007; Muñoz-Bullón, 2010). Volgens Cole & Mehran (2010) is dit te

verklaren door het feit dat vrouwen meer risico-avers zijn dan mannen. Het geslacht van de CEO kan dus een invloed hebben op de loonvariabiliteit van de CEO.

De derde karakteristiek die Cole & Mehran (2010) aanhalen, is het opleidingsniveau van de CEO. In hun onderzoek vinden Cole & Mehran (2010) en Banghøj et al. (2010) dat de verloning van de CEO positief gerelateerd is met de hun opleidingsniveau. Een CEO met een opleiding van vier jaar verdient meer dan iemand met een kortere opleiding. Een CEO met een diploma van meer dan vier jaar opleiding verdient het meest (Cole & Mehran, 2010). Hoe hoger het opleidingsniveau, hoe beter zijn expertise is en zo kan een hogere verloning gerechtvaardigd worden. We nemen deze eigenschap op als controlevariabele om te kijken of het opleidingsniveau ook een invloed gaat hebben op de loonvariabiliteit. Michiels (2012) vindt in haar doctoraatonderzoek dat CEO's met een universitair diploma meer variabele verloning ontvangen dan CEO's met een lager diploma. De ervaring van de CEO zullen we benaderen aan de hand van het aantal jaren dat hij de functie van CEO in de onderneming heeft. Wasserman (2006) en Cole & Mehran (2010) stellen vast dat de ervaring van de CEO een positief effect heeft op de verloning van de CEO.

Het laatste kenmerk betreffende de CEO gaat over het feit of de CEO een familiale of niet-familiale CEO is. Volgens Villalonga & Amit (2006) kunnen CEO's van familiebedrijven opgedeeld worden in drie categorieën: de CEO die oprichter is, een afstammeling van de familie die CEO is of een niet-familiale CEO. In lijn met de principaal-agenttheorie stellen Schulze et al. (2003) en Barnes et al. (2006) dat de familiale CEO geen nood heeft aan variabele verloning omdat zijn interesses op dezelfde lijn liggen als de eigenaars en hij mee profiteert van de waarde van het familiale bedrijf. Familiale CEO's ervaren meer voordelen uit het maximaliseren van de bedrijfswaarde en hebben zo minder behoefte aan variabele verloning dan niet-familiale CEO's (Gomez-Mejia, 2003). Zo kan het dat de oprichter die ook CEO is gaat handelen als steward (cfr. stewardship theorie). Hij zal bijvoorbeeld prestaties leveren om ervoor te zorgen dat zijn familiebedrijf slaagt en blijft slagen in zijn activiteiten in plaats van zijn verloning te zien groeien (Carrasco-Hernandez & Sanchez-Marin, 2007). Toch vinden we in andere studies bewijzen dat de familiale CEO wel een variabele verloning krijgt. Dit komt omdat familiale bedrijven ook agency problemen hebben, zoals eerder besproken (Schulze et al., 2001; Gomez-Mejia et al., 2001; Lubatkin et al., 2005). Om deze agency problemen te minimaliseren krijgt de CEO een variabele verloning. In het geval van een niet-familiale CEO is de persoonlijke welvaart

van deze CEO niet aan het bedrijf verbonden. Daarom zullen de aandeelhouders willen dat de CEO probeert om hun waarde te maximaliseren en hem hiervoor een prestatiegebonden, variabele verloning toe te kennen (Murphy, 1986, Jensen & Murphy, 1990; McConaughy, 2000). Zowel familiebedrijven met een familiale CEO als een niet-familiale CEO hebben dus redenen om hun CEO een prestatiegebonden verloning toe te kennen. We verwachten dat de familiale CEO minder variabele verloning zal krijgen omdat hij doelstellingen op lange termijn nastreeft zoals bijvoorbeeld familiale banden, stabiliteit,... (James, 1999; Gomez-Mejia et al., 2003). Een niet-familiale CEO zal eerder doelstellingen op korte termijn nastreven omdat hij niet noodzakelijk heel zijn loopbaan in hetzelfde bedrijf blijft werken, daarom kan een variabele verloning gekoppeld worden aan zijn doelstellingen (Block, 2011). Michiels (2012) vindt empirische bewijzen dat een niet-familiale CEO het meeste variabele verloning ontvangt.

### **2.3.3.2 Karakteristieken betreffende de onderneming**

Er zijn ook enkele karakteristieken van de onderneming zelf die een invloed kunnen hebben op de loonvariabiliteit van de CEO. Een belangrijk kenmerk is de grootte van de onderneming (Wasserman, 2006). Banghøj et al. (2010) zeggen dat grotere bedrijven complexer zijn om te besturen en dat deze bedrijven goed presterende CEO's willen aantrekken. Die zullen dan ook een verloning krijgen voor hun prestaties. We kunnen dus stellen dat hoe groter de onderneming, hoe moeilijker en complexer het voor de CEO wordt om deze te besturen en hoe meer verloning hij zal krijgen voor zijn prestaties. De grootte van de onderneming is dan ook een belangrijke controlevariabele in ons onderzoek. We gaan deze variabele benaderen door naar het aantal werknemers te kijken in voltijdse equivalenten. Naast de grootte van de onderneming heeft volgens Gomez-Mejia et al. (2003) ook de leeftijd van de onderneming een invloed op de verloning van de CEO. Daarom controleren we in ons onderzoek of een oudere onderneming meer loonvariabiliteit met zich meebrengt.

## **Hoofdstuk 3: Empirisch onderzoek**

In het empirisch onderzoek zal er onderzocht worden in welke mate de governancestructuur invloed gaat hebben op de variabiliteit van het loon van de CEO. Voor we overgaan tot de regressieanalyse zullen eerst de gebruikte variabelen uit het basismodel gedefinieerd worden en wordt er ingegaan op de verzameling van de gebruikte gegevens. Vervolgens zal er nog beschrijvende statistiek aan bod komen.

### **3.1 Database**

Voor het onderzoek in deze masterproef kon ik gebruik maken van een database van de Universiteit Hasselt. De database is samengesteld door KIZOK met behulp van een werkgeversorganisatie. Er is een vragenlijst gestuurd naar 400 Vlaamse, private familieondernemingen. Uiteindelijk was er een respons van 113 ondernemingen, de gegevens zijn vervolgens opgenomen in één database.

Om te beginnen zijn er zeven cases geschrapt uit de databank. De reden hiervoor is dat er voor deze ondernemingen geen informatie beschikbaar was over het aantal leden in de raad van bestuur, de proportie onafhankelijken en over de bestuursvergaderingen. Dit zijn net de determinanten die we gaan onderzoeken, aangezien er geen gegevens voor deze cases beschikbaar zijn, hebben we ze dus geschrapt. Vervolgens werden er nog vier cases weggelaten, dit om de reden dat er volgens de gegevens geen raad van bestuur was of waar de raad slechts uit één lid bestond. Een raad van bestuur met slechts één lid, is geen raad van bestuur. Dit heeft tot gevolg dat we het onderzoek gaan voeren met 102 ondernemingen.

De databank vertoont weinig "missing values". Dit zijn ontbrekende waarden in de databank. We stellen vast dat er enkel ontbrekende waarden zijn betreffende de bestuursvergadering. Dit kan mogelijk het gevolg zijn door de opsplitsing in formele en informele vergaderingen. Het kan zijn dat de persoon die de enquête heeft ingevuld geen onderscheid wist te maken tussen formeel en informeel of het antwoord gewoon niet wist. Aangezien we het onderzoek met slechts 102 ondernemingen gaan voeren, heb ik ervoor gekozen om de cases met ontbrekende waarden niet te schrappen. Het schrappen zou ervoor kunnen zorgen dat we andere nuttige gegevens negeren.

Daarom werden deze ontbrekende waarden vervangen door het gemiddelde van de variabele<sup>1</sup>.

Een volgend aandachtspunt is de aanwezigheid van "outliers" of "uitschieters". Uitschieters zijn waarden die buiten het algemene verloop van een verdeling vallen. Het zijn waarden die ver van de overige waarden van dezelfde variabele liggen, meestal is dit meer dan drie standaardafwijkingen van het gemiddelde. Omdat deze extreme waarden voor een onjuist of vertekend resultaat kunnen zorgen, worden ze meestal uit de steekproef gelaten. Om de databank niet onnodig te verkleinen, kiezen we er in dit onderzoek voor om de extreme waarden te vervangen door het gemiddelde plus drie keer de standaardafwijking<sup>2</sup>. Op die manier kunnen we de cases toch gebruiken.

## **3.2 Variabelen**

Het is de raad van bestuur die bijdraagt aan de aanwezigheid van variabele verloning van de CEO. Vandaar dat de eigenschappen en werking van de raad van bestuur als onafhankelijke variabelen beschouwd zullen worden. De aanwezigheid van variabele verloning zal daarom de afhankelijke variabele worden.

### **3.2.1 Afhankelijke variabele**

Niet alle ondernemingen maken gebruik van een variabele verloning in het remuneratieschema van hun CEO. Via een enquête werd simpelweg bevraagd of de bedrijfsleider een vorm van variabele vergoeding ontvangt. De vraag werd bewust op deze manier gesteld omdat we er van uitgaan dat het weinig waarschijnlijk is dat de bedrijfsleider, net zoals een andere tewerkgestelde, de echte cijfers van zijn verloning met het grote publiek wil delen. Daarom gaan we in het empirisch onderzoek een onderscheid maken tussen het al dan niet ontvangen van een variabele verloning door de CEO. De meting zal dus niet aan de hand van reële gegevens gebeuren, maar aan

---

<sup>1</sup> Het onderzoek werd ook gevoerd met het weglaten van de cases die ontbrekende waarden vertoonden. We kwamen tot de conclusie dat dit geen verschillen in de resultaten met zich meebracht.

<sup>2</sup> Het onderzoek werd ook gevoerd met het weglaten van de cases die uitschieters vertoonden. We kwamen tot de conclusie dat dit geen verschillen in de resultaten met zich meebracht.

de hand van een dummy variabele. Een dummy variabele kan slechts twee waarden aannemen, namelijk één en nul. Indien de bedrijfsleider een vorm van variabele verloning ontvangt, wordt deze variabele gelijk gesteld aan één. Indien hij geen vorm van variabele verloning ontvangt zal de dummy een waarde van nul toegewezen krijgen. We noemen deze variabele *Compensa*.

### 3.2.2 Onafhankelijke variabelen

Uit de literatuur werd duidelijk dat er een aantal determinanten zijn die invloed hebben om tot een effectieve en actieve raad van bestuur te komen. Een effectieve, actieve raad van bestuur draagt bij tot het maximaliseren van aandeelhouderswaarde door bijvoorbeeld variabele verloning toe te kennen aan de CEO (Murphy, 1986; Jensen & Murphy, 1990). Daarom zullen de determinanten van de onafhankelijkheid en de werking van de raad van bestuur als onafhankelijke variabelen beschouwd worden in het empirisch onderzoek. Hieronder worden de onafhankelijke variabelen van het basismodel gedefinieerd.

Voor het meten van de proportie onafhankelijke bestuursleden werd in de enquête een opdeling van twee groepen bestuurders gemaakt. In de eerste groep zitten bestuursleden die tevens deel uitmaken van het managementteam, in de tweede groep zitten de bestuursleden die geen deel uitmaken van het managementteam. Om de proportie onafhankelijke bestuursleden te weten, is deze tweede groep voor ons van belang. In deze groep zitten de familiale bestuurders (*Famnuit*), niet-familiale bestuurders met een vertrouwensrelatie (*Geaff\_b*), niet-familiale bestuurders met aandelen (*Ext\_mb*) en niet-familiale bestuurders zonder aandelen (*Ext\_zb*). De som van het aantal bestuursleden in deze groep wordt voor elke onderzochte onderneming gemaakt en vervolgens gedeeld door het aantal leden in de raad van bestuur van de onderneming. De berekening is dus als volgt  $[(Famnuit + Geaff_b + Ext_mb + Ext_zb)/Rvb\_aant]$ . Zo bekomen we de proportie onafhankelijke bestuursleden (*Prop\_onafh*). We verwachten dat een grotere proportie onafhankelijke leden gepaard gaat met een positief teken. Nadien gaan we een strengere definitie hanteren qua onafhankelijke bestuurders (*Prop\_onafh\_streng*). De Code Buysse II definieert een externe bestuurder als een persoon die niet tot het management behoort en evenmin tot de controlerende aandeelhouders. We zullen in dit geval enkel de niet-familiale bestuursleden zonder aandelen (*Ext\_zb*) beschouwen als onafhankelijke bestuurders.

De Code benadrukt wel dat het in kleine en middelgrote ondernemingen niet altijd mogelijk is om enkel met deze groep onafhankelijken te werken en dat de bestuursleden hun competentie belangrijker is dan hun onafhankelijkheid in strikte zin. Daarom zullen we de eerder vermelde berekening hanteren om de invloed van de proportie onafhankelijke bestuurders te onderzoeken. We gaan er vanuit dat het neutrale gezag dat zij op basis van die competentie hebben (Code Buysse II, 2009), laten gelden in het belang van de onderneming waardoor we de volledige tweede groep als onafhankelijk kunnen beschouwen. We nemen de strenge afbakening apart in een model om de invloed te kunnen bestuderen.

Wat de CEO-dualiteit betreft zullen we gebruik maken van een dummy variabele (*Ceodual*). Deze variabele zal de waarde één krijgen wanneer de CEO ook de voorzitter is van de raad van bestuur en een waarde nul wanneer hij geen voorzitter is van de raad van bestuur. We verwachten dat de aanwezigheid van CEO-dualiteit een negatief effect zal hebben op het gebruik van variabele verloning omdat de CEO te veel macht zou hebben en invloed kan hebben op het bepalen van zijn remuneratie (van Essen et al., 2012). Daarom wordt een negatief teken verwacht voor de regressiecoëfficiënt van deze variabele.

De grootte van de raad van bestuur werd onderzocht door de vraag te stellen uit hoeveel leden de raad van bestuur bestond (*Rvb\_aant*). We verwachten geen lineaire relatie omdat de grootte van de raad van bestuur op een bepaald moment geen marginaal effect meer heeft op de werking van het orgaan en dus ook niet op de aanwezigheid van variabele verloning. We verwachten een concave curve (omgekeerde U met optimaal maximum) voor deze variabele (Kiel & Nicholson, 2003). Om deze reden voegen het kwadraat van de variabele *Rvb\_aant* toe aan het model ( $Rvb\_aant^2$ )

De laatste variabele voor de werking van de raad van bestuur is het aantal vergaderingen dat er per jaar plaatsvindt. Er is een opdeling gemaakt tussen formele (*Formeel*) en informele vergaderingen (*Inform*). In het basismodel zal het natuurlijk logaritme van de som van deze twee gebruikt worden (*LN\_Vergad\_tot*). Er wordt een positief effect verwacht tussen het aantal vergaderingen en de aanwezigheid van variabele verloning. Conger et al. (1998) stellen dat de raad effectiever wordt naarmate ze op geregelde basis samenkomen omdat de CEO kan worden gecontroleerd.

Over het gebruik van een remuneratiecomité is in de enquête geen informatie terug te vinden. We zullen bijgevolg hier geen variabele voor opnemen in het basismodel en geen besluit kunnen trekken over de hypothese.

### 3.2.3 Controlevariabelen

De laatste soort variabele in het empirisch onderzoek is de controlevariabele. We gaan de karakteristieken van de CEO en de onderneming als controlevariabelen gebruiken. Zoals eerder besproken zijn er vijf karakteristieken van de CEO die een invloed hebben op de loonvariabiliteit. Als eerste controlevariabele is er de leeftijd van CEO (*Leeftijd\_CEO*), gemeten door de leeftijd te bevragen. De tweede variabele is het geslacht van de CEO (*Geslacht*). Deze zal een dummy variabele zijn waarbij een CEO van het mannelijke geslacht de waarde één krijgt en een CEO van het vrouwelijke geslacht de waarde nul. De derde controlevariabele is het opleidingsniveau van de CEO. Het opleidingsniveau wordt opgedeeld in vier categorieën. De eerste categorie omvat de CEO's met een diploma lager of secundair onderwijs (*Opleid\_1*). Een tweede categorie is er voor CEO's met een niet-universitaire opleiding van het korte type (*Opleid\_2*). In de derde categorie zitten CEO's met een niet-universitaire opleiding van het lange type (*Opleid\_3*). De laatste categorie is voor CEO's met een universitaire opleiding (*Opleid\_4*). Voor elk van de categorieën zal een dummy variabele gecreëerd worden. Als vierde gebruiken we de ervaring van de CEO, we gebruiken hiervoor het aantal jaren dat de CEO in functie is (*Jarfunct*). De laatste karakteristiek van de CEO die we gebruiken is het feit of hij een familiale oprichter (*Type\_CEO\_1*) of lid van de familie (*Type\_CEO\_2*) CEO is of een niet-familiale CEO (*Type\_CEO\_3*). Voor elk van de drie types zal een dummy variabele worden opgesteld.

Wat de karakteristieken van de onderneming betreft hebben we drie controlevariabelen. Als eerste hebben we de grootte van de onderneming. We zullen de grootte behandelen aan de hand van het aantal werknemers in voltijdse equivalenten in de onderneming. We delen de bedrijven op in drie groepen. Zo bekomen we groepen voor kleine (1-49 werknemers) (*Grootte\_ond\_cat1*), middelgrote (50-249 werknemers) (*Grootte\_ond\_cat2*) en grote ondernemingen (meer dan 249 werknemers) (*Grootte\_ond\_cat3*). Voor deze opdeling hebben we ons gebaseerd op de definitie van een KMO volgens de Europese Commissie zoals die te lezen staat in de *Commission Recommendation of 6 May 2003 concerning the*



*definition of micro, small and medium-sized enterprises.* We combineren de micro en kleine ondernemingen om onze databank niet te verkleinen. Als tweede nemen we de leeftijd van de onderneming op (*Leeftijd\_ond*). Deze werd afgeleid door het oprichtingsjaar van de onderneming te bevragen.

In tabel 1 worden de variabelen weergegeven die van belang zijn bij de onafhankelijke variabelen *Prop\_onafh* en *Vergad\_tot*. Tabel 2 geeft de afhankelijke variabele, de onafhankelijke variabelen en de controlevariabelen van de modellen overzichtelijk weer.

<i>Prop_onafh</i>	(= Groep 2/Rvb_aant)
<i>Groep 1</i> <i>Uitvoerende bestuursleden die tot het managementteam behoren.</i>	
<i>Fam_uit</i>	Bestuurders die tevens deel uitmaken van het managementteam en tot de familie behoren.
<i>Int_b</i>	Bestuurders die tevens deel uitmaken van het managementteam en niet tot de familie behoren.
<i>Groep 2</i> <i>Uitvoerende bestuursleden die niet tot het managementteam behoren.</i>	
<i>Famnuit</i>	Bestuurders die geen deel uitmaken van het managementteam maar wel tot de familie behoren.
<i>Geaff_b</i>	Bestuurders die geen deel uitmaken van het managementteam, niet tot de familie behoren maar waar wel een vertrouwensrelatie is.
<i>Ext_mb</i>	Bestuurders die geen deel uitmaken van het managementteam, niet tot een van bovenstaande categorieën behoren, maar wel aandelen in het bezit hebben.
<i>Ext_zb</i>	Bestuurders die geen deel uitmaken van het managementteam en niet tot een van bovenstaande categorieën behoren.
<i>Vergad_tot</i>	
Formeel	Het aantal formele vergaderingen per jaar.
Informeel	Het aantal informele vergaderingen per jaar.

*Tabel 1: Variabelen om tot onafhankelijke variabelen van basismodel te komen*

<b>Variabele</b>	<b>Beschrijving</b>	<b>Verwacht teken</b>	<b>Hypothese</b>
<i>Afhankelijke variabele</i>			
Compensa	1 = CEO ontvangt variabele verloning 0 = CEO ontvangt geen variabele verloning		
<i>Onafhankelijke variabelen</i>			
Prop_onafh  Dummy_ext_best Prop_onafh_1 Prop_onafh_2 Prop_onafh_3 Prop_onafh_4 Prop_onafh_streng	De verhouding tussen het aantal onafhankelijke bestuursleden die geen deel uitmaken van het managementteam en het aantal leden in de raad van bestuur.  1 = aanwezigheid van externe bestuurder 0 = afwezigheid van externe bestuurder Proportie onafhankelijken < 25% Proportie onafhankelijken ≥ 25% en < 50% Proportie onafhankelijken ≥ 50% en < 75% Proportie onafhankelijken ≥ 75% De onafhankelijke bestuurders zijn geen familie en hebben geen aandelen.	+	Hypothese 1
Ceodual	1 = CEO is voorzitter van de raad van bestuur 0 = CEO is geen voorzitter van de raad van bestuur	-	Hypothese 3
Rvb_aant Rvb_aant <sup>2</sup>  Rvb_cat1 Rvb_cat2 Rvb_cat3 Prestatie_rvb	Het aantal leden in de raad van bestuur. Kwadraat van het aantal leden om niet-lineair verband aan te tonen.  Aantal leden is < 3 Aantal leden is ≥ 3 en ≤ 6 Aantal leden is > 6 Prestatiemeting van de raad van bestuur.	Niet lineair	Hypothese 4
Vergad_tot LN_Vergad_tot	Som van formele en informele vergaderingen Natuurlijk logaritme van totaal aantal vergaderingen.	+	Hypothese 5

Vergad_cat1	Aantal vergaderingen < 6 per jaar		
Vergad_cat2	Aantal vergaderingen ≥ 6 en ≤ 12 per jaar		
Vergad_cat3	Aantal vergaderingen > 12 per jaar		
LN_Formeel	Logaritme van formele vergaderingen		
Dummy_formeel	1 = 4 of meer formele vergaderingen per jaar 0 = minder dan 4 formele vergaderingen		
Formeel_cat1	Formele vergaderingen < 4 per jaar		
Formeel_cat2	Formele vergaderingen ≥ 4 en ≤ 6 per jaar		
Formeel_cat3	Formele vergaderingen > 6 per jaar		
<i>Controlevariabelen</i>			
Leeftijd_CEO	De leeftijd van de CEO uitgedrukt in jaar.		
Geslacht	1 = CEO is mannelijk 0 = CEO is vrouwelijk		
Opleid_1	Het opleidingsniveau van de CEO is lager of middelbaar onderwijs.		
Opleid_2	Het opleidingsniveau van de CEO is niet-universitair hoger onderwijs (kort type).		
Opleid_3	Het opleidingsniveau van de CEO is niet-universitair hoger onderwijs (lang type).		
Opleid_4	Het opleidingsniveau van de CEO is universitair onderwijs.		
Jarfunct	Het aantal jaar dat de CEO in deze functie is.		
Type_CEO_1	CEO = eerste generatie ondernemer		
Type_CEO_2	CEO = opvolger uit de familie		
Type_CEO_3	CEO = niet-familiaal		
Grootte_ond_cat1	Onderneming heeft 1 tot 49 werknemers in voltijdse equivalenten.		
Grootte_ond_cat2	Onderneming heeft minder dan 249 werknemers in voltijdse equivalenten.		
Grootte_ond_cat3	Onderneming heeft meer dan 249 werknemers.		
Leeftijd_ond	De leeftijd van de onderneming.		

*Tabel 2: Overzicht van de gebruikte variabelen*

### 3.3 Beschrijvende statistiek

Door te beginnen met beschrijvende statistiek krijgen we een eerste inzicht in de variabelen die we zullen gebruiken in de regressieanalyse. Er werd een berekening gemaakt voor het minimum, maximum, gemiddelde, standaardafwijking en scheefheid. De standaardafwijking van de scheefheid staat tussen haakjes. Met deze gegevens kunnen we de gegevens een eerste keer globaal verkennen. Daarnaast kunnen we aan de hand van de scheefheid zien of de variabelen normaal verdeeld zijn. Als dit niet het geval is kunnen we meteen zien voor welke variabele de gegevens genormaliseerd dienen te worden. Dit is nodig om ze te kunnen gebruiken in het verdere onderzoek. In onderstaande tabel worden de resultaten weergegeven.

	<b>N</b>	<b>Minimum</b>	<b>Maximum</b>	<b>Gemiddelde</b>	<b>Standaardafwijking</b>	<b>Scheefheid</b>
<b>Prop_onafh</b>	102	0	1	0,30	0,29111	0,324 (0,239)
<b>Rvb_aant</b>	102	2	9	3,9118	1,75817	1,029 (0,239)
<b>Vergad_tot</b>	102	1	175	18,2636	25,99175	4,660 (0,239)
<b>Ln_Vergad_tot</b>	102	0	5,61	2,4548	0,89334	0,308 (0,239)
<b>Leeftijd_CEO</b>	102	27	80	49,4118	9,43697	0,359 (0,239)
<b>Jarfunct</b>	102	1	40	15,48	10,2363	0,393 (0,239)
<b>Leeftijd_ond</b>	102	9	135	46,1471	28,74035	1,111 (0,239)

*Tabel 3: Beschrijvende statistiek*

Tabel 3 rapporteert de beschrijvende statistiek voor de basisvariabelen. In het verdere onderzoek zullen enkele van deze variabelen nog worden ingedeeld in categorieën, deze variabelen zijn terug te vinden in tabel 4 samen met de andere dummy variabelen. Na het berekenen van de proportie van de onafhankelijke bestuursleden

die geen deel van het managementteam zijn, blijkt dat er een gemiddelde proportie van 30% onafhankelijke bestuursleden in de raad zetelen. We vinden ook dat er een minimum van nul en maximum van 100% onafhankelijke leden zetelen. We zien dat de kleinste raad van bestuur uit twee leden bestaat en de grootste uit negen leden. Eerder hebben we de bedrijven die aangaven dat hun raad van bestuur uit één lid bestaat uit de selectie verwijderd omdat dit geen echte raad van bestuur is. Gemiddeld gezien bestaat de raad van bestuur van de ondervraagde ondernemingen uit vier leden. Aan de hand van de kolom Scheefheid kunnen we afleiden of de variabelen normaal verdeeld zijn. Wanneer een verdeling normaal is, zal de scheefheidswaarde kleiner zijn dan of gelijk zijn aan de absolute waarde van 1. Een waarde die meteen in het oog springt in deze kolom is 4,660 van het totaal aantal vergaderingen per jaar. Dit is een sterk rechtsscheve verdeling (Stock & Watson, 2007). Daarom zullen we in het empirisch onderzoek gebruik maken van het natuurlijk logaritme van deze variabele. De hoge uitschieters die kenmerkend zijn voor een rechtsscheve verdeling worden door een logaritmische transformatie bijgetrokken, zo worden de gegevens genormaliseerd en kunnen we ze gebruiken in het verdere onderzoek. De gemiddelde leeftijd van de CEO in de onderzochte ondernemingen is 49 jaar en hij heeft gemiddeld al 15 jaar de functie van CEO binnen het bedrijf. Daarnaast zijn de bedrijven gemiddeld 46 jaar oud.

In de kolom Maximum dienen drie waarden verder uitgelegd te worden. Eerder in dit hoofdstuk hebben we uitgelegd hoe we de uitschieters in de database gaan aanpakken. We kiezen ervoor om de uitschieters te vervangen door het gemiddelde op te tellen met driemaal de standaardafwijking van de variabele. Voor de variabelen *Vergad\_tot*, *Leeftijd\_CEO* en *Leeftijd\_ond* ziet u de aangepaste waarden. We zien nu dat er een maximum aantal vergaderingen van 175 is per jaar, dat de oudste CEO 80 jaar is en dat de oudste onderneming 135 jaar bestaat. Deze uitschieters hadden voor de aanpassing respectievelijk de waarden 368, 99 en 156.

Tabel 4 geeft alle dummy variabelen weer die gebruikt worden. In de tabel wordt enkel weergegeven in hoeveel ondernemingen aan de voorwaarde van de dummy voldaan wordt, dus de waarde 1 heeft. Zo kunnen we uit de tabel bijvoorbeeld afleiden dat in 24 private ondernemingen de CEO een vorm van variabele verloning ontvangt. Dit komt overeen met 23,53% van de onderzochte ondernemingen. Dit percentage wordt gevonden door het aantal cases waar de dummywaarde 1 is te delen door het

Variabele	N	Aantal cases	Percentage
Compensa	102	24	23,53
Dummy_ext_best	102	59	57,84
Prop_onafh_1 (< 25%)	102	44	43,14
Prop_onafh_2 ( $\geq$ 25% < 50%)	102	19	18,63
Prop_onafh_3 ( $\geq$ 50% < 75%)	102	32	31,37
Prop_onafh_4 ( $\geq$ 75%)	102	7	6,86
Ceodual	102	66	64,71
Rvb_cat1 (< 3 leden)	102	23	22,55
Rvb_cat2 ( $\geq$ 3 $\leq$ 6 leden)	102	68	66,67
Rvb_cat3 (> 6 leden)	102	11	10,78
Vergad_cat1 (1-6x per jaar)	102	23	22,55
Vergad_cat2 (> 6 – 12x per jaar)	102	22	21,57
Vergad_cat3 (>12x per jaar)	102	57	55,88
Dummy_formeel	102	69	67,65
Formeel_cat1 (< 4 vergaderingen)	102	58	56,86
Formeel_cat2 ( $\geq$ 4 $\leq$ 6 vergaderingen)	102	37	36,27
Formeel_cat3 (> 6 vergaderingen)	102	7	6,86
Geslacht	102	94	92,16
Opleid_1	102	21	20,59
Opleid_2	102	19	18,62
Opleid_3	102	19	18,62
Opleid_4	102	43	42,16
Grootte_ond_cat1 ( $\leq$ 49 werknemers)	102	67	65,69
Grootte_ond_cat2 (> 49 $\leq$ 249 werknemers)	102	25	24,51
Grootte_ond_cat3 (> 249 werknemers)	102	10	9,8
Type_CEO_1 (oprichter)	102	30	29,41
Type_CEO_2 (familiale opvolger)	102	61	59,80
Type_CEO_3 (niet-familiaal)	102	11	10,78

Tabel 4: Beschrijvende statistiek dummy variabelen

totaal aantal onderzochte ondernemingen, namelijk 102. We zien dat in 44 bedrijven minder dan 25% onafhankelijke leden in de raad van bestuur zetelt. Verder kunnen we concluderen dat in slechts 6,86% van de bedrijven meer dan 75% onafhankelijke bestuursleden zetelen in de raad van bestuur. 59 ondernemingen kiezen voor externe bestuurders, wat er op wijst dat meer dan de helft van de bedrijven belang hecht aan de onafhankelijkheid van het bestuur. In 77,45% van de gevallen zijn er minstens drie leden in de raad, met een maximum van negen leden (af te leiden uit tabel 3). Opvallend is dat in 64,71% van de ondernemingen de CEO ook de rol van voorzitter van de raad van bestuur heeft, daar dit in de literatuur werd afgeraden. We kunnen ook concluderen dat in 55,88% van de bedrijven de raad van bestuur meer dan maandelijks een vergadering houdt. 43 CEO's hebben een universitair diploma in hun bezit. Verder bestaat de database uit 67 kleine, 25 middelgrote en 10 grote ondernemingen. Als laatste kunnen we uit het verkennend onderzoek afleiden dat er slechts 11 niet-familiale CEO's zijn in de bevroegde bedrijven.

### 3.4 Regressieanalyse

Bij lineaire regressie wordt een afhankelijke variabele voorspeld aan de hand van één of meerdere onafhankelijke interval/ratio variabelen (De Vocht, 2009). In ons geval is de afhankelijke variabele een dichotome variabele. Een dichotome variabele is een variabele die slechts twee mogelijke waarden kan aannemen, bijvoorbeeld 0 en 1. De waarde 1 geeft weer dat het kenmerk aanwezig is, 0 geeft weer dat het kenmerk niet aanwezig is. In het geval van dit onderzoek krijgt de aanwezigheid van een vorm van variabele verloning de waarde 1, in het andere geval de waarde 0. Indien we lineaire regressie zouden toepassen kunnen de voorspelde waarden van de afhankelijke variabele groter dan 1 of kleiner dan 0 worden. Hierdoor kunnen de residuen erg groot worden en zijn ze niet normaal verdeeld (De Vocht, 2009). We gebruiken daarom de logistische regressie. Met een logistische regressie wordt berekend hoe groot de kans is op een gebeurtenis, in ons geval is dit de kans dat de CEO al dan niet een vorm van variabele verloning krijgt. De Vocht (2009) zegt dat voor we de regressie kunnen uitvoeren er aan enkele vooronderstellingen moet voldaan zijn:

- De afhankelijke variabele is dichotoom (binair). De onafhankelijke variabelen zijn interval/ratio variabelen of zijn categoriaal (dummies).
- Het verband is theoretisch causaal. De afhankelijke variabele wordt beïnvloed door iedere onafhankelijke variabele.
- Er is geen multicollineariteit tussen de variabelen.

We kunnen stellen dat aan deze voorwaarden voldaan is. De afwezigheid van multicollineariteit is na te kijken in tabel 5 op de volgende pagina. De test verloopt via de Pearson correlatiecoëfficiënt. Voor de variabelen  $Rvb\_aant$  en  $Rvb\_aant^2$  zien we hoge waarden (0,979) die dichtbij 1 liggen. De reden dat we beide variabelen opnemen is om het verwachte niet-lineaire verband aan te tonen. Daarom gaan we beide variabelen toch opnemen in de regressiemodellen.



	Comp ensa	Prop_ onafh	Ceodu al	Rvb_a ant	Rvb_a ant <sup>2</sup>	LN_Ver g_tot	Leeftijd _CEO	Gesla cht	Jarfu nc	Oplei d_1	Oplei d_2	Oplei d_3	Oplei d_4	G_on d_1	Gr_on d_2	Gr_on d_3	Type_C EO_1	Type_C EO_2	Type_C EO_3	Leeftijd _ond
<b>Compensa</b>	1	,350**	-,295**	,250*	,250*	-,168	-,178	,081	-,181	-,234*	-,084	,048	,218*	-,212*	,046	,272**	-,068	-,044	,169	,160
<b>Prop_onafh</b>	,350**	1	-,356**	,296**	,314**	-,218*	-,225*	,092	-,231*	-,200*	-,152	-,089	,355**	-,219*	,046	,284**	-,210*	,018	,279**	,257**
<b>Ceodual</b>	-,295**	-,356**	1	-,272**	-,288**	,089	,308**	-,063	,468**	,122	,288**	-,030	-,299**	,330**	-,247*	-,170	,252*	,064	-,471**	-,186
<b>Rvb_aant</b>	,250*	,296**	-,272**	1	,979**	,040	,006	,090	-,028	-,030	-,109	-,141	,224*	-,308**	,003	,488**	-,078	,039	,054	,275**
<b>Rvb_aant<sup>2</sup></b>	,250*	,314**	-,288**	,979**	1	,038	-,003	,089	-,044	-,028	-,101	-,166	,238*	-,306**	,001	,487**	-,108	,030	,111	,282**
<b>LN_Verg_tot</b>	-,168	-,218*	,089	,040	,038	1	,222*	-,012	-,105	,248*	-,060	,124	-,260**	-,105	,077	,055	,029	-,074	,073	-,041
<b>Leeftijd_CEO</b>	-,178	-,225	,308**	,006	-,003	,222*	1	,090	,646**	,236*	-,031	,014	-,181	,029	-,025	-,011	,302**	-,275**	-,009	-,039
<b>Geslacht</b>	,081	,092	-,063	,090	,089	-,012	,090	1	,034	-,122	,135	,058	-,052	-,211*	,166	,096	,108	-,165	,101	,017
<b>Jarfunc</b>	-,181	-,231*	,468**	-,028	-,044	-,105	,646**	,034	1	,184	,170	-,107	-,195*	,124	-,076	-,088	,405**	-,207*	-,268**	-,140
<b>Opleid_1</b>	-,234*	-,200*	,122	-,030	-,028	,248*	,236*	-,122	,184	1	-,236*	-,259**	-,426**	-,041	-,008	,077	-,063	,121	-,099	-,089
<b>Opleid_2</b>	-,084	-,152	,288**	-,109	-,101	-,060	-,031	,135	,170	-,236*	1	-,236*	-,387**	,064	,035	-,153	,153	-,040	-,161	-,085
<b>Opleid_3</b>	,048	-,089	,030	-,141	-,166	,124	,014	,058	-,107	-,259**	-,236*	1	-,426**	,266**	-,177	-,168	,150	-,225*	,136	-,038
<b>Opleid_4</b>	,218*	,355**	-,299**	,224*	,238*	-,260**	-,181	-,052	-,195*	-,426**	-,387**	-,426**	1	-,234*	,125	,193	-,190	,117	,094	,171
<b>Gr_ond_1</b>	-,212*	-,219*	,330**	-,308**	-,306**	-,105	,029	-,211*	,124	-,041	,064	,266**	-,234*	1	-,788*	-,456**	,285**	-,129	-,215*	-,252*
<b>Gr_ond_2</b>	,046	,046	-,247*	,003	,001	,077	-,025	,166	-,076	-,008	,035	-,177	,125	-,788*	1	-,188	-,168	,049	,169	,152
<b>Gr_ond_3</b>	,272**	,284**	-,170	,488**	,487**	,055	-,011	,096	-,088	,077	-,153	-,168	,193	-,456**	-,188	1	-,213*	,136	,098	,183
<b>Type_CEO_1</b>	-,068	-,210*	,252*	-,078	-,108	,029	,302**	,108	,405**	-,063	,153	,150	-,190	,285**	-,168	-,213*	1	-,787**	-,224*	-,516**
<b>Type_CEO_2</b>	-,044	,018	,064	,039	,030	-,074	-,275**	-,165	-,207*	,121	-,040	-,225*	,117	-,129	,049	,136	-,787**	1	-,424**	,446*
<b>Type_CEO_3</b>	,169	,279**	-,471	,054	,111	,073	-,009	,101	-,268**	-,099	-,161	,136	,094	-,215*	,169	,098	-,224*	-,424**	1	,052
<b>Leeftijd_ond</b>	,160	,257**	-,186	,275**	,282**	-,041	-,039	,017	-,140	-,089	-,085	-,038	,171	-,252*	,152	,183	-,516**	,446**	,052	1

\*\*correlatie is significant op het 0,01 niveau (tweezijdig)

\* correlatie is significant op het 0,05 niveau (tweezijdig)

Tabel 5: Correlatietabel

### 3.4.1 Het basismodel

We voeren de regressies uit met behulp van het statistisch programma SPSS. De hypothesen uit het tweede hoofdstuk kunnen getest worden met onderstaand model. Nadien gaan we dieper in op de variabelen afzonderlijk door deze op te delen in categorieën.

*Logistisch model:*

$$\text{Compensa} = \beta_0 + \beta_1 \text{Prop\_onafh} + \beta_2 \text{Ceodual} + \beta_3 \text{Rvb\_aant} + \beta_4 \text{Rvb\_aant}^2 + \beta_5 \text{Ln}(\text{Vergad\_tot}) + \beta_6 \text{Leeftijd} + \beta_7 \text{Geslacht} + \beta_8 \text{Opleid\_1} + \beta_9 \text{Opleid\_2} + \beta_{10} \text{Opleid\_3} + \beta_{11} \text{Opleid\_4} + \beta_{12} \text{Jarfunct} + \beta_{13} \text{Type\_CEO\_1} + \beta_{14} \text{Type\_CEO\_2} + \beta_{15} \text{Type\_CEO\_3} + \beta_{16} \text{Grootte\_ond\_1} + \beta_{17} \text{Grootte\_ond\_2} + \beta_{18} \text{Grootte\_ond3} + \beta_{19} \text{Leeftijd\_ond} + \varepsilon$$

Zoals uit de vergelijking blijkt, is de controlevariabele *Opleid* opgedeeld in vier categorieën. We gaan aan de hand van deze vier dummy variabelen een controle uitvoeren op het opleidingsniveau van de CEO. Aangezien er voor elke CEO slechts één opleidingsniveau is hebben we te maken met de "dummy variable trap". Dit wil zeggen dat indien de vier variabelen samen in één regressie worden opgenomen samen met het intercept (de constante), de regressie zal falen omwille van perfecte multicollineariteit (Stock & Watson, 2007). Vandaar dat we de dummy variabele *Opleid\_1* niet in de regressie gaan opnemen. De drie overblijvende dummy variabelen gaan het effect tonen per categorie ten opzichte van de weggelaten dummy variabele. Hetzelfde geldt voor de controlevariabelen die de grootte van de onderneming meet en die het type van CEO bepaalt. Om multicollineariteit te vermijden zal de eerste categorie als referentiecategorie gebruikt worden. Voor de grootte van de onderneming is dit de kleine onderneming, voor het CEO-type is dit de familiale oprichter die CEO is.

Het kwadraat van de onafhankelijke variabele *Rvb\_aant* is opgenomen om te onderzoeken of er een niet-lineair, concaaf verband is voor de grootte van de raad van bestuur. We verwachten dat op een bepaald moment een extra bestuurder geen marginaal effect meer zal hebben op de goede werking van de raad van bestuur. Dit verband zal bevestigd worden indien de coëfficiënt van het kwadraat negatief is en er

een positieve coëfficiënt is voor *Rvb\_aant* (Cole & Mehran, 2010). Daarnaast moeten de regressiecoëfficiënten significant zijn.

### 3.4.2 Resultaten van de modellen

In de regressietabel (tabel 6) worden al de uitgevoerde regressies weergegeven. Het basismodel is terug te vinden in de eerste kolom *Model 1*. De regressiecoëfficiënt is terug te vinden in de tabel met de bijhorende standaardfout die tussen haakjes zal weergegeven worden. Als de variabele significant is, wordt deze vet gedrukt. In het algemeen worden asterisken gebruikt om het significantieniveau aan te duiden, dit zal in mijn tabel ook zo gedaan worden. Een variabele is significant op het 10%, 5% of 1% significantieniveau indien er respectievelijk 1, 2 of 3 asterisken achter de bijhorende regressiecoëfficiënt staan. De Nagelkerke  $R^2$  is een maat voor de kwaliteit van het model en ligt altijd tussen 0 en 1. Deze mag niet geïnterpreteerd worden als het percentage verklaarde variantie. Een Nagelkerke  $R^2$  duidt op de samenhang van de onafhankelijke variabelen en de afhankelijke variabele (De Vocht, 2009). Een Nagelkerke  $R^2$  die groter is dan 0,300 wordt gezien als een goede *fit* voor het geteste model (Huck, 2004).

#### 3.4.2.1 Resultaten hypothese 1

De eerste variabele die we onder de loep nemen heeft betrekking op de eerste hypothese. Deze hypothese luidde als volgt: *de proportie onafhankelijke bestuurders zal positief gerelateerd zijn met het gebruik van variabele verloning*.

Om een efficiënte en actieve raad van bestuur te hebben is de aanwezigheid van onafhankelijke bestuursleden van belang (Byrd & Hickman, 1992; Capezio et al, 2011; van Essen et al., 2012). Een efficiënte raad zal de waarde van de aandeelhouders trachten te maximaliseren. Dit gaan ze bijvoorbeeld doen door een variabele verloning aan de CEO toe te kennen om op die manier de principaal-agentproblemen op te lossen (Murphy, 1986; Jensen & Murphy, 1990). Uit de literatuur bleek dat een grotere proportie onafhankelijke bestuursleden een hogere loonvariabiliteit met zich meebrengt (van Essen et al., 2012). Om het effect van de aanwezigheid van externe bestuursleden aan te tonen, werd er een dummy variabele opgesteld. Deze kreeg de

waarde 1 indien er onafhankelijke bestuursleden aanwezig zijn en de waarde 0 in het andere geval. In *Model 2* zien we een positieve regressiecoëfficiënt voor deze variabele (*Dummy\_ext\_best*) en dat deze significant is op een significantieniveau van 5%. We kunnen dus al zeggen dat de aanwezigheid van onafhankelijke bestuursleden een positief effect heeft op de kans dat een vorm van variabele verloning wordt toegekend. Uit het basismodel blijkt dat de proportie onafhankelijke leden ook een significant positief effect heeft. De variabele (*Prop\_onafh*) is significant op een significantieniveau van 10%. Dit wil zeggen dat de proportie onafhankelijke leden positief samenhangt met de kans op het toekennen van variabele verloning.

Om een definitief besluit te kunnen maken over de eerste hypothese werd de proportie onafhankelijkheid nog eens opgedeeld in vier verschillende categorieën. Op die manier trachten we te onderzoeken welke proportie onafhankelijken de kans op een toekenning van variabele verloning gaat verhogen. In de eerste categorie zitten alle bedrijven waar er minder dan 25% onafhankelijke leden zetelen (*Prop\_onafh\_1*). Een bedrijf valt in de tweede categorie wanneer er minstens 25% en minder dan 50% onafhankelijken zijn (*Prop\_onafh\_2*). De derde categorie wordt ingenomen door bedrijven met een proportie van minstens 50% en minder dan 75% onafhankelijke bestuursleden (*Prop\_onafh\_3*). De vierde en laatste categorie vertegenwoordigt de bedrijven met een proportie van minstens 75% onafhankelijken in hun raad van bestuur (*Prop\_onafh\_4*).

Eerder bleek al uit *tabel 4* dat in 61,77% van de bedrijven een proportie onafhankelijken heeft van minder dan 50%. Slechts zeven bedrijven zijn ingedeeld in de laatste categorie. Bij het voeren van het derde regressiemodel moeten we letten op de dummy variable trap. Daarom wordt de eerste categorie uit de regressie gelaten om multicollineariteit te vermijden. Categorie twee, drie en vier geven vervolgens het relatieve verschil aan in de kans dat een CEO een vorm van variabele zal ontvangen, ten opzichte van categorie één. Uit de derde kolom *Model 3* zien we dat de regressiecoëfficiënten van twee categorieën positief en significant zijn. Categorie drie is significant op 10% en categorie vier is significant op een 5% significantieniveau. We kunnen dus besluiten dat wanneer de proportie onafhankelijke leden meer dan 50% is, het een sterke invloed heeft op de kans dat variabele verloning voor de CEO aanwezig is. Verder blijkt dat wanneer de raad van bestuur voor meer dan drie vierde uit onafhankelijke leden bestaat het effect het grootst is. Dit komt overeen met onze verwachtingen en komt overeen met wat we in de literatuur gelezen hebben. We kun-

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Constante	-2,794 (3,323)	-3,089 (3,389)	-3,379 (3,625)	-2,242 (3,142)	-3,598 (3,058)
Prop_onafh	<b>1,968*</b> (1,184)				<b>2,020*</b> (1,171)
Dummy_ext_best		<b>1,352*</b> (0,768)			
Prop_onafh_2			1,426 (0,950)		
Prop_onafh_3			<b>1,521*</b> (0,841)		
Prop_onafh_4			<b>2,890**</b> (1,438)		
Prop_onafh_streng				<b>3,612*</b> (1,922)	
Ceodual	-0,961 (0,873)	-1,181 (0,910)	-1,185 (0,933)	-0,955 (0,811)	-1,062 (0,871)
Rvb_aant	0,056 (0,872)	-0,026 (0,892)	0,180 (0,921)	0,015 (0,877)	
Rvb_aant <sup>2</sup>	0,002 (0,084)	0,007 (0,085)	-0,018 (0,089)	-0,004 (0,084)	
Rvb_cat2					-0,108 (0,796)
Rvb_cat3					-0,032 (1,155)
Prestatie_rvb					
LN_Vergad_tot	-0,358 (0,384)	-0,320 (0,385)	-0,310 (0,392)	-0,350 (0,391)	-0,333 (0,385)
Vergad_cat2					
Vergad_cat3					
LN_Formeel					

Tabel 6: Regressietabel (model 1-5)

<i>Vervolg</i>	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Dummy_formeel					
Formeel_cat2					
Formeel_cat3					
Geslacht	0,080 (1,465)	0,002 (1,453)	-0,144 (1,455)	-0,817 (1,391)	0,045 (1,453)
Leeftijd_CEO	-0,020 (0,056)	-0,010 (0,058)	-0,027 (0,063)	-0,016 (0,057)	-0,019 (0,055)
Jarfunc	0,010 (0,054)	0,003 (0,054)	0,024 (0,061)	0,021 (0,055)	0,012 (0,054)
Opleid_2	2,758 (1,713)	2,791 (1,711)	<b>3,310*</b> (1,897)	<b>3,292*</b> (1,778)	2,752 (1,714)
Opleid_3	<b>3,102*</b> (1,658)	<b>2,893*</b> (1,642)	<b>3,517*</b> (1,846)	<b>3,555**</b> (1,686)	<b>3,091*</b> (1,647)
Opleid_4	<b>2,446*</b> (1,450)	<b>2,529*</b> (1,441)	<b>2,958*</b> (1,613)	<b>3,062**</b> (1,500)	<b>2,460*</b> (1,445)
Grootte_ond_2	0,404 (0,830)	0,309 (0,747)	0,258 (0,816)	0,479 (0,747)	0,441 (0,733)
Grootte_ond_3	<b>2,308*</b> (1,208)	<b>2,355**</b> (1,203)	<b>2,601*</b> (1,332)	<b>2,870**</b> (1,267)	<b>2,482**</b> (1,139)
Type_CEO_2	-0,376 (0,929)	-0,479 (0,947)	-0,273 (0,976)	-0,498 (0,926)	-0,461 (0,927)
Type_CEO_3	-0,424 (1,258)	-0,494 (1,272)	-0,463 (1,325)	0,294 (1,206)	-0,577 (1,232)
Leeftijd_ond	0,004 (0,012)	0,007 (0,012)	0,002 (0,013)	0,003 (0,012)	0,006 (0,012)
Nagelkerke R <sup>2</sup>	0,381	0,388	0,419	0,390	0,379
Significantie	<b>0,019</b>	<b>0,016</b>	<b>0,015</b>	<b>0,015</b>	<b>0,020</b>

Tabel 6: Regressietabel (vervolg model 1-5)

	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10
Constante	-3,667 (3,267)	-3,405 (3,454)	-3,344 (3,511)	-2,728 (3,272)	-4,580 (3,422)
Prop_onafh	<b>2,238*</b> (1,223)	<b>1,985*</b> (1,188)	1,427 (1,213)	<b>2,051*</b> (1,170)	<b>1,924*</b> (1,209)
Dummy_ext_best					
Prop_onafh_2					
Prop_onafh_3					
Prop_onafh_4					
Prop_onafh_streng					
Ceodual	-0,963 (0,856)	-1,046 (0,877)	-0,948 (0,875)	-1,014 (0,869)	-1,305 (0,951)
Rvb_aant		0,049 (0,877)	0,187 (0,944)	-0,093 (0,938)	-0,296 (0,902)
Rvb_aant <sup>2</sup>		0,004 (0,084)	-0,015 (0,089)	0,012 (0,088)	0,019 (0,085)
Rvb_cat2					
Rvb_cat3					
Prestatie_rvb	0,027 (0,028)				
LN_Vergad_tot	-0,398 (0,394)				
Vergad_cat2		-0,333 (0,796)			
Vergad_cat3		-0,686 (0,785)			
LN_Formeel			0,112 (0,480)		

Tabel 6: Regressietabel (model 1-5)

<i>Vervolg</i>	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9	Model 10
Dummy_formeel				0,268 (0,753)	
Formeel_cat2					<b>1,193*</b> (0,725)
Formeel_cat3					-0,156 (1,356)
Geslacht	0,064 (1,485)	-0,005 (1,475)	-0,075 (1,440)	-0,032 (1,434)	-0,317 (1,370)
Leeftijd	-0,013 (0,057)	-0,018 (0,060)	-0,034 (0,054)	-0,041 (0,051)	-0,023 (0,055)
Jarfunc	0,010 (0,055)	0,015 (0,053)	0,020 (0,050)	0,032 (0,049)	0,029 (0,051)
Opleid_2	<b>2,810*</b> (1,686)	<b>2,926*</b> (1,747)	2,604 (1,828)	<b>2,832*</b> (1,690)	<b>3,207*</b> (1,747)
Opleid_3	<b>3,056*</b> (1,602)	<b>3,154*</b> (1,690)	<b>3,249*</b> (1,704)	<b>3,147*</b> (1,641)	<b>3,388**</b> (1,686)
Opleid_4	<b>2,400*</b> (1,423)	<b>2,506*</b> (1,698)	<b>2,898*</b> (1,543)	<b>2,664*</b> (1,441)	<b>2,840*</b> (1,469)
Grootte_ond_2	0,488 (0,737)	0,345 (0,744)	0,519 (0,754)	0,302 (0,729)	0,143 (0,745)
Grootte_ond_3	<b>2,313**</b> (1,102)	<b>2,368*</b> (1,242)	<b>2,738**</b> (1,385)	<b>2,291*</b> (1,227)	<b>2,089*</b> (1,597)
Type_CEO_2	-0,248 (0,956)	-0,319 (0,933)	-0,644 (0,840)	-0,422 (0,916)	-0,191 (0,955)
Type_CEO_3	-0,436 (1,161)	-0,438 (1,250)	-0,544 (1,244)	-0,420 (1,246)	-0,392 (1,261)
Leeftijd_ond	0,004 (0,012)	0,004 (0,012)	0,008 (0,013)	0,006 (0,012)	0,004 (0,012)
Nagelkerke R <sup>2</sup>	0,383	0,380	0,390	0,372	0,404
Significantie	<b>0,015</b>	<b>0,029</b>	<b>0,026</b>	<b>0,024</b>	<b>0,016</b>

*Tabel 7: Regressietabel (vervolg model 6-10)*



nen bijgevolg hypothese 1 aanvaarden. We besluiten dat de proportie onafhankelijken een positieve invloed heeft op de variabele verloning van de CEO zoals eerder in de literatuur werd gevonden (Byrd & Hickman, 1992; Bebchuk & Fried, 2004; Capezio et al., 2011; van Essen et al., 2012).

We gaan nu de strengere definitie hanteren voor de proportie onafhankelijken, namelijk zoals een externe in de Code Buyse II omschreven wordt. We nemen enkel de bestuursleden op die niet in het managementteam zitten, niet tot de familie behoren, geen vertrouwensrelatie hebben en geen aandelen hebben in het bedrijf. In kolom *Model 4* vinden we een positieve, significante coëfficiënt voor deze variabele terug. We kunnen dus besluiten dat onafhankelijke leden, die geen familie zijn of geen aandeelhouder zijn, de kans op een vorm van variabele verloning sterk verhogen. We moeten er wel rekening mee houden dat in slechts acht ondernemingen de volledige raad van bestuur uit deze bestuursleden bestaat. Dit kan voor een vertekend beeld zorgen. Zoals eerder gezegd gaan we voor de rest van het onderzoek uit van een ruimere betekenis van onafhankelijke bestuursleden om tot een besluit te komen in het empirisch onderzoek.

#### **3.4.2.2 Resultaten hypothese 2**

De tweede hypothese die werd opgesteld was de volgende: *het gebruik van een remuneratiecomité zal positief gerelateerd zijn met de variabiliteit van het loon van de CEO*. We zullen aan de hand van ons onderzoek geen besluit kunnen vormen over deze hypothese. In de gevoerde enquête werd er geen bevraging gedaan over de aanwezigheid van een remuneratiecomité. De tweede hypothese zal bijgevolg noch aanvaard noch verworpen worden.

We achten de kans op de aanwezigheid van een remuneratiecomité in één van de ondervraagde ondernemingen erg klein. Uit studies van Vlaamse onderzoekers zoals Baeten & Dekocker (2007) en Michiels (2012) hebben we immers geleerd dat er niet veel familiale ondernemingen beschikken over een remuneratiecomité. Toch raadt de Code Buyse II (2009) het gebruik van een remuneratiecomité in familiebedrijven sterk aan omdat het de communicatie betreffende de verloning vergemakkelijkt. In de onderzoeken van Baeten & Dekocker (2007) en Michiels (2012) beschikken slechts respectievelijk 12% en 13% van de ondervraagde familiebedrijven over een

remuneratiecomité. Michiels (2012) stelt ook nog dat een remuneratiecomité vaker voorkomt in middelgrote tot grote ondernemingen.

### **3.4.2.3 Resultaten hypothese 3**

De actieve, werkende raad van bestuur controleert de prestaties van de CEO. Er wordt dan ook verkozen dat de CEO zelf niet in de raad van bestuur zetelt omdat hij dan invloed heeft op zijn remuneratie en zichzelf moet controleren (Kiel & Nicholson, 2003; Capezio et al., 2011; van Essen et al., 2012). Wanneer de CEO de voorzitter is van de raad van bestuur spreken we van CEO-dualiteit. Uit de literatuur blijkt dat dit fenomeen een negatief effect zal hebben op prestatiegebonden verloningen (Barkema & Gomez-Mejia, 1998). In dit onderzoek wordt de veronderstelling gemaakt dat een effectieve, werkende raad zal kiezen voor een variabele verloning om waardemaximalisatie voor de aandeelhouders te bekomen. De derde hypothese werd dus als volgt opgesteld: *CEO-dualiteit is negatief gerelateerd tot de variabiliteit van het loon van de CEO*. In de regressietabellen vinden we in geen enkele kolom een significante regressiecoëfficiënt terug. Daarom kunnen we niet besluiten dat de aanwezigheid van CEO-dualiteit een negatieve invloed heeft op de kans dat er een vorm van variabele verloning voor de CEO aanwezig is, zoals in de literatuur terug te vinden is. Dit heeft als gevolg dat we de derde hypothese niet kunnen aanvaarden.

### **3.4.2.4 Resultaten hypothese 4**

De volgende variabele die besproken wordt is de grootte van de raad van bestuur. Er wordt een omgekeerd U-vormig verband verwacht (Kiel & Nicholson, 2003) omdat te weinig of te veel bestuursleden niet in staat zijn om de CEO voldoende te controleren. Te weinig leden zullen niet al hun taken goed kunnen vervullen door bijvoorbeeld tijdsgebrek. Te veel leden kunnen mogelijk niet bevorderend zijn voor het goed verloop en bovendien is er kans op free-riders en communicatieproblemen (Bebchuk & Fried, 2004; Ning et al., 2010; van Essen et al., 2012). Het gevolg zal zijn dat er bijvoorbeeld geen goede variabele verloning zal opgezet worden om aandeelhouderswaarde te maximaliseren. Daarom formuleerde we de vierde hypothese als volgt: *er bestaat een omgekeerd U-vormig verband tussen de grootte van de raad van bestuur en de variabiliteit van het loon van de CEO*. Dit verband zal

bevestigd worden indien de coëfficiënt van het kwadraat negatief is en er een positieve coëfficiënt is voor  $Rvb\_aant$  (Cole & Mehran, 2010), verder zullen de regressiecoëfficiënten ook significant moeten zijn. Uit de kolom van het basismodel (*Model 1*) leiden we af dat de variabelen  $Rvb\_aant$  en  $Rvb\_aant^2$  niet significant zijn. Wanneer we naar de tekens van de richtingscoëfficiënten kijken zien we dat  $Rvb\_aant$  positief is en  $Rvb\_aant^2$  negatief. Dit doet ons vermoeden dat er een niet-lineair verband is, maar omdat de variabelen niet significant zijn kunnen we geen conclusies trekken.

Vervolgens is *Model 5* opgesteld. Via dit model gaan we toch een uitspraak proberen te doen over de grootte van de raad van bestuur. We hebben de variabele  $Rvb\_aant$  opgedeeld in drie categorieën en bekomen zo drie nieuwe dummy variabelen. De eerste categorie bestaat uit bedrijven waar de raad van bestuur minder dan drie leden heeft ( $Rvb\_cat1$ ). De tweede categorie wordt ingenomen door een raad met minstens drie leden en maximum zes leden ( $Rvb\_cat2$ ). De laatste categorie is die van een bestuur met meer dan zes leden ( $Rvb\_cat3$ ). Categorie 1 is de referentiecategorie, deze laten we uit het model omwille van de dummy variable trap. Zo sluiten we het geval van multicollineariteit uit. Een raad van bestuur kan immers maar in één categorie vallen. In *tabel 4* is te zien dat de tweede categorie het meeste bedrijven bevat. We zien dat 66,67% van de bedrijven een raad van bestuur heeft met minstens drie en maximum zes leden. Uit kolom 5 valt af te leiden dat de variabele  $Rvb\_cat2$  niet significant is. De variabele  $Rvb\_cat3$  is ook niet significant, we kunnen dus geen definitief besluit vormen over het omgekeerd U-vormig verband. We zullen daarom hypothese 4 niet aanvaarden.

Omdat we geen algemeen besluit kunnen vormen over de ideale grootte van een raad van bestuur waarop deze effectief is, gaan we een nieuwe variabele maken ( $Prestatie\_rvb$ ). We gaan een variabele opstellen die de prestatie van een effectieve raad van bestuur gaat meten. Op die manier kunnen we de invloed van een effectieve raad van bestuur onderzoeken op de toekenning van variabele verloning. Er werd een korte enquête van acht vragen gebruikt om deze variabele te bepalen, deze enquête is terug te vinden in *Bijlage 1*. Elke vraag omschrijft een taak van de raad van bestuur. De ondervraagde CEO geeft door middel van een 7-punten Likertschaal aan in welke mate hij vindt dat zijn raad van bestuur een goede prestatie levert voor deze taak. We testen de betrouwbaarheid van deze antwoorden door via SPSS de Cronbach's Alpha op te vragen. De waarde 0,863 duidt op een zeer goede samenhang tussen de

gegeven antwoorden (George & Mallery, 2003), dit wil zeggen dat we de antwoorden kunnen gebruiken om de prestatie van de raad van bestuur te meten.

Cronbach's Alpha	Aantal vragen
,863	8

Tabel 8: Betrouwbaarheid antwoorden enquête

De vragenlijst behandelt vragen over verschillende taken van de raad van bestuur. We kiezen hiervoor omdat we een algemeen beeld willen krijgen over hoe de CEO over de prestaties van de raad van bestuur denkt en niet enkel over hoe de raad de verloning bepaalt. Zo zal een CEO die bijvoorbeeld niet tevreden is over de bepaling van zijn verloning, maar wel over de andere prestaties van de raad van bestuur geen vertekend beeld geven. De raad moet niet enkel efficiënt zijn in het bepalen van de verloning, maar moet efficiënt zijn in al zijn taken.

We vervangen de variabelen  $Rvb\_aant$  en  $Rvb\_aant^2$  door de variabele  $Prestatie\_rvb$ . De variabelen  $Rvb\_aant$  en  $Rvb\_aant^2$  zouden de goede werking en effectiviteit van de raad van bestuur kunnen voorspellen indien ze significant zijn. Daar dit niet het geval is, vervangen we ze door de nieuwe variabele die rechtstreeks de goede werking en effectiviteit van de raad van bestuur zal meten op basis van de geleverde prestaties voor hun taken. Uit de kolom van *Model 6* zien we een positieve regressiecoëfficiënt, maar we leiden ook af dat deze niet significant is. Daarom zullen we geen besluit kunnen trekken voor deze nieuwe variabele.

### 3.4.2.5 Resultaten hypothese 5

De laatste hypothese handelt over het aantal vergaderingen van de raad van bestuur. Deze hypothese klinkt als volgt: *het aantal vergaderingen is positief gerelateerd met de variabiliteit van het loon van de CEO*. In de literatuur werd geen duidelijk oordeel vastgesteld over de invloed van het aantal vergaderingen op de variabiliteit van het loon van de CEO. O'Reilly & Main (2007) vonden een zeer klein significant bewijs dat

het aantal vergaderingen positief gerelateerd is met de loonvariabiliteit. Vanwege de grote scheefheid van de variabele *Vergad\_tot* werd er gekozen om het natuurlijk logaritme van deze variabele op te nemen in het basismodel (*LN\_Vergad\_tot*). We zien een negatieve regressiecoëfficiënt, maar de variabele is echter niet significant dus er kan geen uitspraak hieromtrent gedaan worden. Om deze variabele verder te onderzoeken werden er drie dummy variabelen opgesteld die het totaal aantal vergaderingen in drie categorieën indeelt. We hebben een categorie waar er minder dan zes keer per jaar een vergadering is (*Vergad\_cat1*), een tweede categorie waar er tussen de zes en de twaalf keer een vergadering wordt gehouden (*Vergad\_cat2*) en de laatste categorie met meer dan twaalf vergaderingen per jaar (*Vergad\_cat3*). Categorie 1 is de referentiecategorie, deze wordt dan ook uit het model gelaten om multicollineariteit te vermijden. Dit regressiemodel is terug te vinden in de kolom met *Model 7*. Uit deze kolom blijkt dat de variabelen niet significant zijn en we dus geen besluit kunnen maken.

Vervolgens gaan we dieper in op het aantal formele vergaderingen. We hechten meer belang aan deze formele vergaderingen omdat ze officiëler zijn en vaak beter voorbereid zijn dan de informele vergaderingen. Eerst onderzoeken we het effect van de formele vergaderingen op de variabele verloning. We gebruiken het natuurlijk logaritme om de invloed van de formele vergaderingen te onderzoeken omwille van de rechtsscheve verdeling. Uit *Model 8* blijkt dat we geen besluit kunnen trekken aangezien de coëfficiënt niet significant is (*LN\_Formeel*). We stellen daarom een nieuwe dummy variabele op die meet of de raad van bestuur gebruik maakt van formele vergaderingen (*Dummy\_formeel*). Het is wettelijk verplicht dat de raad van bestuur tenminste één keer een vergadering houdt. We kunnen dus veronderstellen dat wanneer ze meer dan één keer een vergadering houdt, de raad er van bewust is dat dit nodig is om op een goede, effectieve manier te kunnen werken. De dummy variabele krijgt dus de waarde 1 indien het bedrijf meer dan één keer per jaar formeel vergadert. Een waarde nul hoort bij de bedrijven die één keer per jaar formeel vergaderen. Uit *tabel 4* blijkt dat 67,65% meer dan één keer per jaar een vergadering houdt. Dat wil dus ook zeggen dat bijna een derde van de onderzochte ondernemingen slechts het wettelijk bepaald minimum hanteert. Uit de regressie *Model 9* blijkt dat de regressiecoëfficiënt niet significant is. Opnieuw kan er geen oordeel gemaakt worden.

We ondernemen een laatste stap om de invloed van het aantal vergaderingen op variabele verloning te bekijken. De Code Buysse II beveelt minstens vier vergaderingen per jaar aan om de raad van bestuur actief te laten werken en opdat ze de opdrachten naar behoren zou kunnen vervullen. We delen de formele vergaderingen dan ook op in drie categorieën. De eerste categorie bestaat uit de bedrijven die deze aanbeveling niet volgen (*Formeel\_cat1*). Deze categorie bestaat uit de raden van bestuur waar minder dan vier keer per jaar vergaderd wordt. De tweede categorie vergadert minstens vier keer per jaar en maximum zes keer (*Formeel\_cat2*). De laatste categorie bevat de raden die meer dan zes keer per jaar samenkomen (*Formeel\_cat3*). We gebruiken categorie 1 als referentiecategorie en nemen we zoals de vorige referentiecategorieën niet op in het model om multicollineariteit te vermijden. Zo zien we het relatieve verschil in de kans dat een CEO een vorm van variabele verloning zal ontvangen indien de aanbeveling van de Code Buysse II wordt gevolgd. In kolom *Model 10* zijn de resultaten van deze regressie terug te vinden. Categorie 2 blijkt significant op significantieniveau 10% en heeft een duidelijk van nul verschillende positieve coëfficiënt. Dit wil zeggen dat wanneer er door de raad van bestuur tussen de vier en de zes keer vergaderd wordt, de kans op een variabele verloning groter is dan wanneer er minder dan vier keer per jaar vergaderd wordt. We zien dat ongeveer één derde van de bedrijven in deze categorie zit tegenover 56,86% van de bedrijven die in categorie 1 werden ingedeeld. Categorie 3 vertoont geen significante coëfficiënt waardoor we geen besluit kunnen trekken over deze categorie of over welk aantal vergaderingen voor de effectiefste raad van bestuur zorgt.

#### **3.4.2.6 Resultaten controlevariabelen**

Wat de verschillende controlevariabelen betreft kunnen we in de eerste plaats vaststellen dat het geslacht van de CEO geen significante invloed heeft op de variabiliteit van de verloning (*Geslacht*). Ook voor de leeftijd bekomen we geen significant resultaat waardoor we geen besluit kunnen vormen (*Leeftijd\_CEO*). Dit geldt ook voor het aantal jaren dat de CEO de functie van CEO bekleedt (*Jarfunc*).

Voor de variabele *Opleiding* werd er gebruik gemaakt van vier categorieën waarbij categorie 1 als referentiecategorie werd gebruikt. De opgenomen dummy variabelen geven het marginale effect weer ten opzichte van deze referentiecategorie (*Opleid\_1*). Om de variabele goed te kunnen interpreteren herhalen we de betekenis van de

verschillende opleidingsniveaus. Zo staat niveau 1 voor lager of middelbaar onderwijs (*Opleid\_1*), niveau 2 voor een niet-universitair hoger onderwijs van een kort type (*Opleid\_2*), niveau 3 voor een niet-universitair hoger onderwijs van het lange type (*Opleid\_3*) en als laatste staat niveau 4 voor een universitaire opleiding (*Opleid\_4*). Voor alle regressiemodellen vinden we significante coëfficiënten voor elk opleidingsniveau. Dat wil zeggen dat indien de CEO een hogere opleiding dan lager of middelbaar onderwijs heeft genoten, hij meer kans heeft op een vorm van variabele verloning. Dit komt overeen met de bevindingen van Cole & Mehran (2010) en Banghøj et al. (2010). Zij besloten dat de verloning van de CEO positief gerelateerd is met hun opleidingsniveau.

Eerder werd aangehaald dat de grootte van de onderneming een belangrijk kenmerk is (Wasserman, 2006). Banghøj et al. (2010) zeggen dat grotere bedrijven complexer zijn om te besturen en dat deze bedrijven goed presterende CEO's willen aantrekken. Uit alle regressiemodellen is gebleken dat een grote onderneming (*Grootte\_ond\_cat3*) de kans op een variabele verloning voor de CEO vergroot ten opzichte van een CEO in een bedrijf uit de referentiecategorie, een kleine onderneming (*Grootte\_ond\_cat1*). Voor de middelgrote ondernemingen (*Grootte\_ond\_cat2*) is er geen significant bewijs uit de regressies gekomen waardoor we voor deze ondernemingen geen besluit kunnen vormen.

Er werd ook gecontroleerd op het type CEO. We maakten een onderscheid tussen de oprichter-CEO (*Type\_CEO\_1*), de familiale opvolger (*Type\_CEO\_2*) en de niet-familiale CEO (*Type\_CEO\_3*). De resultaten vertonen geen significantie waardoor we geen uitspraak kunnen doen over welke CEO nu meer of minder kans op variabele verloning zal hebben.

Als laatste hebben we gecontroleerd op de leeftijd van de onderneming (*Leeftijd\_ond*). Gomez-Mejia et al. (2003) stelden dat een oudere onderneming meer variabele verloning met zich meebrengt. Uit de regressies is dit niet gebleken en we zullen bijgevolg niets over dit kenmerk kunnen zeggen.

### 3.4.3 Belangrijke variabelen

Via de Wald Statistic ( $= (B/SE)^2$ ) bestuderen we welke onafhankelijke variabelen belangrijk zijn in het basismodel. De B staat voor de regressiecoëfficiënt en SE staat voor de standaardafwijking. De Wald Statistic is een indicator voor het relatieve belang van elke onafhankelijke variabele voor de voorspelling van de afhankelijke variabele. Hoe groter de waarde van de Wald Statistic, hoe belangrijker de bijhorende onafhankelijke variabele is voor het voorspellen van de afhankelijke variabele (De Vocht, 2009).

In onderstaande tabel worden de waarden van de Wald Statistic voor elke onafhankelijke variabele van het basismodel weergegeven met de bijhorende coëfficiënt met de standaardafwijking en de aanduiding of de variabele al dan niet significant is. We zien dat er in het basismodel vier significante variabelen zijn. Uit de laatste kolom kunnen we de bijhorende Wald Statistics aflezen. We herhalen dat hoe groter deze waarde is, hoe belangrijker de verklarende variabele is voor het voorspellen van de afhankelijke variabele. De variabele met de hoogste Wald-waarde kan dus beschouwd worden als beste voorspeller van het model. We leiden af dat de variabele *Prop\_onafh* de enige significante onafhankelijke variabele is. Met een Wald-waarde van 2,765 beschouwen we deze onafhankelijke variabele als de belangrijkste voorspeller van het model. Voor de controlevariabelen zien we drie significante variabelen. *Opleid\_3* heeft de grootste Wald-waarde (3,503) voor de opleidingsvariabelen. Dit wil zeggen dat CEO's met een niet-universitaire hogere opleiding van het lange type meer kans hebben op een vorm van variabele verloning en dat deze controlevariabele ook een belangrijke voorspeller is. Verder is de grootte van de onderneming (*Grootte\_ond\_cat3*) de belangrijkste voorspeller met een Wald-waarde van 3,651. In een grote onderneming is er dus meer kans voor de CEO op een variabele verloning.



	B	SE	Wald Statistics
Constante	-2,794	3,323	0,707
Proportie onafhankelijke bestuurders	<b>1,968*</b>	1,184	2,765
CEO-dualiteit	-0,961	0,873	1,212
Grootte	0,056	0,872	0,004
Grootte <sup>2</sup>	0,002	0,084	0,001
Ln(Vergadering)	-0,358	0,384	0,868
Geslacht	0,080	1,465	0,003
Leeftijd	-0,020	0,056	0,125
Jaren in functie	0,010	0,054	0,036
Opleidingsniveau 2	2,758	1,713	2,592
Opleidingsniveau 3	<b>3,102*</b>	1,658	3,503
Opleidingsniveau 4	<b>2,446*</b>	1,450	2,845
Grootte onderneming 2	0,404	0,742	0,297
Grootte onderneming 3	<b>2,308*</b>	1,208	3,651
Type CEO 2	-0,376	0,929	0,163
Type CEO 3	-0,424	1,258	0,113
Leeftijd onderneming	0,004	0,012	0,707

*Tabel 9: Belangrijke variabelen basismodel*

Voor de aangepaste modellen zien we geen sterke veranderingen. We zien dat de onafhankelijke variabelen met betrekking tot de proportie onafhankelijke leden steeds de belangrijkste voorspellers van de modellen zijn. Een laatste belangrijke voorspeller vinden we terug in *Model 10*. In dit model is het de tweede categorie van de formele vergaderingen (*Formeel\_cat2*) die de beste voorspeller is van het model.

## **3.5 Discussie**

### **3.5.1 Bevindingen en suggesties**

Na het voeren van het onderzoek is gebleken dat we slechts één hypothese kunnen aanvaarden. We zien bij een groot deel van de variabelen wel het teken dat we verwacht hadden na de literatuurstudie, maar omdat de resultaten niet significant zijn, kunnen we geen oordeel vellen. Eén van de meest voor de hand liggende redenen is dat het onderzoek slechts met 113 ondernemingen werd gestart, waarvan we uiteindelijk 102 bedrijven opnamen in het regressiemodel na het weglaten van onbruikbare cases. Een onderzoek met meer bedrijven zou hoogst waarschijnlijk tot betere, significantere resultaten leiden. Dit zou ondermeer mogelijk zijn door het onderzoeksgebied uit te breiden. De resultaten die in deze masterproef gebruikt werden, zijn voornamelijk afkomstig van Limburgse ondernemingen. We zouden dus ook bedrijven uit andere provincies kunnen opnemen om zo meer datagegevens te kunnen verzamelen.

Ondanks deze beperkte dataset merken we toch dat het gebruik van onafhankelijke leden in de raad van bestuur sterk naar voor komt. We kunnen stellen dat de ondernemingen in eigen land dezelfde trend vertonen als de Engelse bedrijven uit het onderzoek van Smith (2012). Smith (2012) stelde immers dat de proportie afhankelijke leden sterk is afgenomen in de samenstelling van de raad van bestuur, ten voordele van de onafhankelijke bestuursleden (figuur 2, hoofdstuk 2). Na een eerste verkennend onderzoek van de gegevens bleek dat al meer dan de helft van de onderzochte familiale ondernemingen gebruik maakt van minstens een vierde onafhankelijke leden in hun raad van bestuur. Uit de literatuur bleek ook dat externe leden in de raad van bestuur belangrijk zijn voor het maximaliseren van de aandeelhouderswaarde (Byrd & Hickman, 1992). Een raad van bestuur met een voldoende grote proportie onafhankelijke leden draagt bij aan de onafhankelijkheid en effectiviteit van de raad van bestuur (Capezio et al., 2011). De Code Buysse II (2009) raadt, in navolging van de Belgische Corporate Governance Code, het gebruik van externe bestuursleden dan ook sterk aan voor niet-beursgenoteerde ondernemingen. Uit de regressiemodellen blijkt dat indien er een hoge proportie onafhankelijke leden in de raad van bestuur zetelt, dit een positieve invloed heeft op het gebruik van variabele verloning om bijvoorbeeld agency problemen op te lossen. Deze bevinding sluit aan met wat we eerder in de literatuur vonden in studies van onder andere Fama

(1980), Fama & Jensen (1983), Murphy (1986), Jensen & Murphy (1990), Beatty & Zajac (1994) en Devers et al. (2007). Vanuit de leidinggevende hegemonie wordt er voor onafhankelijke leden geopteerd om de macht van de CEO te beperken (Capezio et al., 2011; van Essen et al., 2012).

Op basis van de resultaten uit de regressiemodellen besluiten we dat een raad met een voldoende grote proportie onafhankelijke bestuursleden kan beschouwd worden als een effectieve raad die met behulp van variabele verloning de aandeelhouderswaarde tracht te maximaliseren. Deze bevinding sluit aan bij de studie van Devers et al. (2007). Bovendien blijkt uit het empirisch onderzoek dat de proportie onafhankelijken een duidelijke invloed heeft op de toekenning van een vorm van variabele verloning.

De afhankelijke variabele in dit onderzoek was de aanwezigheid van variabele verloning van een CEO (*Compensa*). Deze werd gemeten aan de hand van een dummy variabele om vast te stellen of er al dan niet een vorm van variabele verloning aanwezig was. Er is voor deze techniek gekozen omdat private ondernemingen terughoudend zijn op het gebied van compensatie (Jensen & Murphy, 1990). Deze afhankelijke variabele zou ook procentueel bevraagd kunnen worden waardoor er andere aspecten naar voor zouden kunnen komen. Zo kan er bijvoorbeeld onderzocht worden welke determinanten van de effectieve raad van bestuur een positieve invloed hebben op een hogere procentuele variabele verloning en welke determinanten voor een lagere procentuele variabele verloning zorgen.

Verder moet er ook rekening mee gehouden worden dat er ook nog andere elementen zijn die een invloed kunnen hebben op de effectiviteit en goede werking van de raad van bestuur. We hebben zo bijvoorbeeld geen aandacht gegeven aan de vaardigheden van de bestuursleden zelf. De competenties van de onafhankelijke bestuursleden spelen een belangrijke rol voor de effectiviteit van de raad van bestuur (Chtourou et al., 2001). Het zou interessant kunnen zijn om dit aspect verder te gaan onderzoeken om te zien wat het effect zou zijn op de toekenning van variabele verloning voor de CEO. Competente leden in de raad van bestuur voegen aandeelhouderswaarde toe omdat ze juistere informatie kunnen afleiden over de kwaliteit van de verschillende projecten (Wagner, 2011). Bestuursleden met hoge competenties kunnen het belang van het maximaliseren van aandeelhouderswaarde mogelijk beter begrijpen (Wagner, 2011) en zullen dus streven naar een actieve, effectieve raad van bestuur die gebruik

maakt van variabele verloning in het loon van de CEO om agency problemen op te lossen.

Daarnaast kunnen we ook denken aan diversiteit binnen de raad van bestuur. We hebben bijvoorbeeld de aanwezigheid van vrouwelijke bestuursleden niet aangehaald, toch kan dit een grote invloed hebben op de effectiviteit van de raad van bestuur. Zo stellen Adams & Ferreira (2009) dat vrouwelijke bestuursleden minder moeite hebben met het aanwezig zijn op bestuursvergaderingen en een betere controle voeren. Daarnaast vinden Adams & Ferreira (2009) dat de aanwezigheid van mannelijke bestuursleden toeneemt indien er vrouwelijke bestuursleden in de raad van bestuur zetelen. Dit is bevorderend voor de effectiviteit van de raad van bestuur daar Sonnenfeld (2002) aanraadt dat de bestuursleden aanwezig dienen te zijn opdat de bestuursvergaderingen goed en efficiënt kunnen verlopen. Konrad et al. (2008) vinden dat vrouwen de samenwerking binnen de raad van bestuur bevorderen en vragen aan de CEO durven stellen die mannen niet willen stellen, inclusief vragen betreffende de verloning van de CEO. Bugeja et al. (2011) vinden dat raden van bestuur met geslachtsdiversiteit een lagere variabele verloning met zich meebrengen. We hebben dit aspect niet aangehaald omdat de focus in deze masterproef lag op de principaal-agenttheorie. Deze theorie hecht geen belang aan diversiteit.

Vanuit de stewardship theorie kunnen andere aspecten belangrijk zijn om bijvoorbeeld een vaste vergoeding te bepalen. De stewardship theorie gaat er vanuit dat variabele verloning overbodig is omdat de CEO handelt als een goede huisvader (Davis et al., 1997; Bruce et al., 2005). Hij wil het beste voor de onderneming en wil waarde creëren voor de aandeelhouders (Wasserman, 2006), hij is intrinsiek gemotiveerd (Davis et al., 1997). Hier moet de raad van bestuur dus niet voor deze waarde zorgen door bijvoorbeeld variabele verloning toe te kennen om de CEO extrinsiek te motiveren. Omdat de focus in deze thesis lag op het onderzoeken van de invloed van de governancestructuur op de loonvariabiliteit van de CEO hebben we geen gebruik gemaakt van de stewardship theorie en hebben we ons toegespitst op de principaal-agenttheorie om het onderwerp te benaderen. Zoals eerder gezegd, raadt de principaal-agenttheorie het gebruik van variabele verloning door de raad van bestuur aan om agency problemen op te lossen en aandeelhouderswaarde te creëren en proberen te maximaliseren (Murphy, 1986; Jensen & Murphy, 1990; Heneman et al., 2000). De relatie tussen de verloning en de prestatie is de essentie van de principaal-agenttheorie (Kaplan, 1994).

### 3.5.2 Earnings management

Er zijn verschillende mogelijkheden voor de raad van bestuur om de CEO te controleren en om agency problemen te minimaliseren. In deze masterproef hebben we een van deze mogelijkheden uitvoerig besproken, namelijk de variabele verloning. Uit verschillende empirische studies is gebleken dat een hoge onafhankelijkheid van de raad van bestuur earnings management doet afnemen (Beasley, 1996; Klein, 2002). Earnings management doet zich voor wanneer het management de financiële cijfers laat overeenkomen met de vooropgestelde doelen om bijvoorbeeld bonussen te krijgen (Prencipe & Bar-Yosef, 2011). Healy & Wahlen (1999) omschrijven earnings management met de volgende definitie:

*Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.*

Earnings management kan de transparantie verminderen door de "echte" inkomsten te verduisteren. De effectieve raad van bestuur wil het beste voor de aandeelhouders en dus ook een goede transparantie (McKee, 2005). Daarom gaan we er in deze masterproef van uit dat de CEO niet aan earnings management doet.

Maar wat is de impact van earnings management op de verloning van de CEO indien earnings management toch aanwezig is? Om de interesses van de CEO en de aandeelhouders op dezelfde lijn te brengen en om aandeelhouderswaarde te maximaliseren kan de verloning van de CEO gekoppeld worden aan de prestaties (Murphy, 1986; Jensen & Murphy, 1990; Devers et al., 2007). Kaplan (1994) stelt in zijn onderzoek dat de relatie tussen verloning en prestatie de essentie is van de principaal-agenttheorie.

Volgens Healy & Wahlen (1999) worden de boekhoudkundige gegevens van de onderneming gebruikt als hulpmiddel om de contracten tussen het management en de aandeelhouders te controleren. De afspraken omtrent de verloning van de CEO worden gebruikt om de interesses van de CEO en de aandeelhouders op dezelfde lijn te brengen (Zhu & Tian, 2009). Dit brengt met zich mee dat managers de

boekhoudkundige gegevens volgens hun eigen oordeel kunnen interpreteren en ombuigen om zo een hogere variabele verloning te krijgen die gebaseerd is op winst van de onderneming (Zhu & Tian, 2009). Ook in andere studies (Degeorge et al., 1999; Burgstahler & Dichev, 1997) is onderzoek gevoerd naar earnings management bij CEO's die bonusgerelateerde doelen willen bereiken om hun variabele verloning te laten toenemen. Zij komen tot de conclusie dat managers earnings management gebruiken om bonusgerelateerde doelstellingen te bereiken. Bijgevolg heeft de variabele verloning niet meer het gewenste positieve effect op de algemene bedrijfsprestaties (Zhu & Tian, 2009).

We schetsen earnings management aan de hand van een voorbeeld dat aangehaald wordt door McKee (2005). Een manier waarop het management aan earnings management kan doen is de techniek van "cookie jar reserves". Dit wil zeggen dat in jaren dat de onderneming het goed doet de "koekjestrommel" goed gevuld wordt. Wanneer de onderneming een minder jaar heeft wordt de lage winst of het verlies aangevuld met de reserves van de goede jaren. Op die manier wordt de winst over verschillende jaren gespreid en kan de CEO jaar na jaar zijn variabele verloning opstrijken voor het behalen van de doelstellingen (Healy, 1985), ook al zijn deze in feite niet gerealiseerd.

Aangezien we in deze masterproef een efficiënte en effectieve raad van bestuur nastreven om aandeelhouderswaarde te maximaliseren, gaan we er van uit dat de CEO niet aan earnings management doet. We streefden namelijk naar een voldoende grote proportie onafhankelijke bestuursleden en geen CEO-dualiteit. Beasley (1996) en Klein (2002) stelden dat earnings management afneemt naarmate er een hogere onafhankelijkheid is van de raad van bestuur. Beasley (1996) rapporteert dat de kans op earnings management lager is in bedrijven waar er een voldoende grote proportie onafhankelijken in de raad van bestuur zetelt. Dit sluit aan met eerdere bevindingen van Weisbach (1988) en Byrd & Hickman (1992), die stelden dat raden van bestuur gedomineerd door externen een betere controle uitvoeren op de CEO. Dit werd later ook bevonden door Capezio et al. (2011).



## Hoofdstuk 4: Conclusie

In deze masterproef was het doel om de invloed van de governancestructuur op de variabiliteit van het loon van de CEO in Belgische, private ondernemingen te onderzoeken. Hiervoor werd zowel een literatuurstudie van voorafgaande onderzoeken en theoretische werken gedaan alsook een empirisch onderzoek van Belgische, private ondernemingen.

Uit het literatuuronderzoek kwamen twee belangrijke theorieën naar voor die zich richten op het effect van prestaties op verloningen. Enerzijds is er de principaal-agenttheorie die stelt dat agency problemen kunnen opgelost worden door de CEO extrinsiek te motiveren door variabele verloning (Murphy, 1986; Jensen & Murphy, 1990; Devers et al., 2007). Een actieve raad van bestuur kan dus door de toekenning van variabele verloning er voor zorgen dat de CEO en aandeelhouders op dezelfde lijn liggen en op die manier waarde creëren voor de aandeelhouders. Anderzijds is er de stewardship theorie die stelt dat variabele verloning overbodig is omdat de CEO intrinsiek gemotiveerd wordt door de uitkomst van zijn prestaties (Bruce et al., 2005). Hij handelt in belang van de onderneming en van de aandeelhouders. We kozen voor de principaal-agenttheorie om het verdere onderzoek te voeren. Via een derde theorie, de leidinggevende hegemonie, bestudeerden we de invloed van de governancestructuur op de loonvariabiliteit. Met de principaal-agenttheorie en de leidinggevende hegemonie in het achterhoofd stelden we vijf hypotheses op over de invloed van de onafhankelijkheid en de werking van de effectieve raad van bestuur.

We vinden drie determinanten voor de onafhankelijkheid van de raad van bestuur. Als eerste is de proportie onafhankelijke leden van belang. In het empirisch onderzoek werd duidelijk dat de proportie onafhankelijke bestuurders een positieve invloed heeft op de aanwezigheid van variabele verloning. Verder merkten we dat wanneer er gebruik gemaakt wordt van onafhankelijke leden, de kans dat de raad van bestuur gebruik zal maken van variabele verloning zal toenemen. Een raad van bestuur met meer dan drie vierde onafhankelijk leden zou de grootste invloed hebben op de aanwezigheid van variabele verloning. Een tweede determinant is de aanwezigheid van CEO-dualiteit. Uit de literatuur leidden we af dat wanneer de CEO ook de voorzitter is van de raad van bestuur dit een negatieve invloed zou hebben op de loonvariabiliteit. In het empirisch onderzoek bekwamen we geen significant resultaat



waardoor we dit niet kunnen bevestigen. De derde determinant is de aanwezigheid van een remuneratiecomité. Wanneer er een remuneratiecomité wordt opgericht binnen de raad van bestuur wil dit zeggen dat er belang wordt gehecht aan het comité en dat de raad effectief te werk wil gaan. Dit wil zeggen dat ze variabele verloning zal willen toekennen om bijvoorbeeld de aandeelhouderswaarde te maximaliseren. In de verkregen database waren geen gegevens voor deze determinant aanwezig waardoor we geen onderzoek hebben kunnen voeren voor deze determinant. Uit gelijkaardige studies van Baeten & Dekocker (2007) en Michiels (2012) is gebleken dat slechts respectievelijk 12% en 13% van de ondervraagde familiebedrijven over een remuneratiecomité beschikt. We achten de aanwezigheid van een remuneratiecomité in onze databank dan ook erg klein.

Verder vonden we twee determinanten voor de werking van de raad van bestuur. Als eerste is er de grootte van de raad van bestuur. Op basis van de literatuur verwachtten we een niet-lineair verband (omgekeerde U-curve) voor deze variabele. Het is namelijk zo dat de raad van bestuur niet meer effectief zal kunnen werken bij een bepaalde grootte. Daarnaast zal de raad ook niet effectief kunnen zijn wanneer er te weinig leden zijn, zo zullen ze bijvoorbeeld hun taken niet grondig meer kunnen uitvoeren. In de empirische resultaten vonden we geen bevestiging voor deze veronderstelling. Ook bij verder onderzoek vonden we geen significante resultaten om deze stelling te kunnen staven. De tweede determinant voor de werking van de raad van bestuur handelt over het aantal vergaderingen. We verwachten dat wanneer er te weinig vergaderd wordt er geen goede loonvariabiliteit zal zijn en de raad dus niet effectief is. We kunnen opnieuw geen besluit trekken omdat de variabelen geen significantie vertonen. Daarom zetten we ons onderzoek verder naar het aantal formele vergaderingen. We bekomen dat een raad van bestuur die vier tot zes keer per jaar vergadert sneller zal kiezen voor een variabele verloning dan wanneer er minder dan vier keer per jaar een vergadering is. We kunnen niet besluiten of dit aantal optimaal is omdat de derde categorie niet significant is.

Er wordt in deze masterproef verondersteld dat een effectieve raad van bestuur zal kiezen voor het toekennen van variabele verloning en ook het belang van deze verloning erkent om bijvoorbeeld aandeelhouderswaarde te kunnen creëren. Vandaar dat de hypotheses veronderstellen dat een raad van bestuur met veel onafhankelijke leden, zonder CEO-dualiteit, met remuneratiecomité en een optimale grootte waar vaak per jaar vergaderd wordt, sneller zal kiezen voor het gebruik van variabele

verloning. Zoals hierboven beschreven werd, vinden we enkel bevestiging voor het gebruik van onafhankelijke leden.

Als laatste geven we nog even mee dat we weinig significante resultaten konden voorleggen na het voeren van het empirisch onderzoek. De oorzaak moet waarschijnlijk gezocht worden in het feit dat we de regressies hebben kunnen voeren met datagegevens van slechts 102 ondernemingen. Indien er meer bedrijven zouden opgenomen worden, zou het kunnen dat we betere, significante resultaten bekomen. Een mogelijkheid tot uitbreiding zou kunnen zijn om bedrijven te bevragen over heel België om zo het onderzoeksveld te vergroten.

Toch wijzen we er op dat het gebruik van onafhankelijke bestuursleden sterk naar voor is gekomen en cruciaal blijkt te zijn voor het toekennen van een variabele verloning voor de CEO in Belgische, private ondernemingen.



## Lijst van geraadpleegde werken

- Adams, R., Ferreira, D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94, 291-309.
- Adams, R.B., Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (2010). The role of board of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey. *Journal of Economic Literature*, 48, 58-107.
- Aggarwal, R.K., Evans, M., Nanda, D. (2012). Nonprofit boards: size, performance and managerial incentives. *Journal of Economic Literature*, 48, 58-107.
- Aglietta, M., Rebérioux, A. (2008). *Corporate Governance Adrift: a Critique of Shareholder Value*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Anderson, R.C., Reeb, D.M. (2004). Board composition: balancing family influence in S&P 500 firms. *Administrative Science Quarterly*, 49, 209-237.
- Baeten, X., Dekocker, V. (2007). *Verloning in familiebedrijven. Leuven-Gent: Vlerick Management School*.
- Banghøj, J., Gabrielsen, G., Petersen, C., Plenborg, T. (2010). Determinants of executive compensation in privately held firms. *Accountin & Finance*, 50, 481-510.
- Barkema, H.G., Gomez-Mejia, L.R. (1998). Managerial compensation and firm performance: a general research framework. *The Academy of Management Journal*, 41, 135-145.
- Barnes, W., Harikumar, T., Roth, G. (2006). Determinants of CEO cash compensation in small, young, fast growing firms. *Journal of Business & Economics Research*, 4, 19-28.
- Barney, J.B., Hesterly, W.S. (2008). Strategic management and competitive advantage: concept and cases. *New Jersey: Pearson Education*, 2.

- Beasley, M.S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 71, 443-465.
- Beatty, R.P., Zajac, E.J. (1994). Managerial incentives, monitoring and risk bearing: a study of executive compensation, ownership and board structure in initial public offerings. *Administrative Science Quarterly*, 39, 313-335.
- Bebchuk, L.A., Fried, J.M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17, 71-92.
- Bebchuk, L.A., Fried, J.M. (2004). Stealth Compensation via retirement benefits. *Berkley Business Law Journal*, 1, 291-326.
- Bertrand, M., Hallock, K.F. (2001). The gender gap in top corporate jobs. *Industrial and Labor Relations Review*, 55, 3-21.
- Bettinelli, C. (2009). *The effectiveness of the board of directors in the family business*. Doctoraat aan de universiteit van Bergamo.
- Bitler, M.P., Moskowitz, T.J., Vissing-Jorgensen, A. (2005). Testing agency theory with entrepreneur effort and wealth. *Journal of Finance*, 60, 539-576.
- Blau, F.D., Kahn, L.M. (2007). The gender pay gap: have women gone as far as they can? *Academy of Management Perspectives*, 21, 7-23.
- Block, J.H. (2011). How to pay nonfamily managers in large family firms: a principal-agent model. *Family Business Review*, 24, 9-27.
- Boyd, G.K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, 15, 335-344.
- Bruce, A., Buck, T., Main, B.G. (2005). Top executive remuneration: a view from Europe. *Journal of Management*, 42, 1493-1506.

- Bugeja, M., Matolcsy, Z.P., Spiropoulos, H. (2011). The association between gender-diverse compensation committees, CEO compensation and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 18, 849-859.
- Burgstaler, D., Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 99-126.
- Byrd, J.W., Hickman, K.A. (1992). Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids. *Journal of Financial Economics*, 32, 195-221.
- Cardon, M.S., Stevens, C.E. (2004). Managing human resources in small organizations: what do we know?. *Human Resource Management Review*, 14, 295-323.
- Carrasco-Hernandez, A., Sanchez-Marin, G. (2007). The determinants of employee compensation in family firms: empirical evidence. *Family Business Review*, 20, 215-228.
- Capezio, A., Shields, J., O'Donnell, M. (2011). Too good to be true: board structural independence as a moderator of CEO pay-for-firm-performance. *Journal of Management Studies*, 48, 487-513.
- Cavalluzzo, K., Sankaraguruswamy, S. (2000). Pay-to-accounting performance and ownership structure in privately-held small corporations. Washington: Georgetown University.
- Chtourou, S.M., Bédard, J., Courteau, L. (2001). Corporate governance and earnings management. *Working paper*.
- Cody, R.P. (2008). Cody's Data Cleaning Techniques Using SAS. SAS Institute
- Cole, R., Mehran, H. (2010). What can we learn from privately held firms about executive compensation? *Staff report, Federal Reserve Bank of New York*, No. 314.

- Commissie Corporate Governance (2009). *Belgische Corporate Governance Code 2009*.
- Commissie Corporate Governance voor niet-beursgenoteerde ondernemingen (2009). *Code Buysse II, aanbevelingen voor niet-beursgenoteerde ondernemingen*.
- Commission Recommendation 2003/361/EC of 6 May concerning the definition of micro, small and medium-sized enterprises.
- Conger, J., Finegold, D., Lawler, III, E. (1998). Appraising boardroom performance. *Harvard Business Review*, 76, 136-148.
- Conyon, M.J. (2006). Executive compensation and incentives. *Academy of Management Perspectives*, 20, 25-44.
- Conyon, M.J., He, L. (2004). Compensation committee and CEO compensation incentives in US entrepreneurial firms. *Journal of Management Accounting Research*, 16, 35-56.
- Conyon, M.J., Peck, S.I. (1998). Board control, remuneration committees, and top management compensation. *Academy of Management Journal*, 41, 146-157.
- Conyon, M.J., Peck, S.I., Sadler, G.V. (2011). New perspectives on the governance of executive compensation: an examination of the role and effect of compensation consultants. *Journal of Management and Governance*, 15, 29-58.
- Corbetta, G., Salvato, C. (2004). Self-serving or self-actualizing? Models of man and agency costs in different types of family firms: a commentary on "comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence". *Entrepreneurship Theory and Practice*, 28, 355-362.
- Core, J.E., Holthausen, R.W., Larcker, D.F. (1999). Corporate governance, chief executive compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.

- Daily, C.M., Dalton, D.R., Cannella, A.A. (2003). Corporate governance: decades of dialogue and data. *Academy of Managerial Review*, 28, 371-382.
- Davis, J.H., Schoorman, F.D., Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22, 20-47.
- De Vocht, A. (2009). *Basishandboek SPSS 17*. Utrecht: Bijleveld Press.
- DeGeorge, F., Patel, J., Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *Journal of Business*, 72, 1-33.
- Devers, C.E., Cannella, A.A., Reilly, G.P., Yoder, M.E. (2007). Executive compensation: a multidisciplinary review of recent developments. *Journal of Management*, 33, 1016-1072.
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: organizational economics and management theory. *Academy of Management Review*, 15, 369-381.
- Donaldson, L., Davis, J.H. (1991). Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns. *Australian Journal of Management*, 16, 49-64.
- Drucker, P.F. (1974). *Management: tasks, responsibilities, practices*. New York: Harper Collins.
- Ees, van H., Laan, van der G., Engesaeth, E.J.P., Selker, C.A.S. (2007). De relatie tussen de bezoldiging van bestuurders van beursgenoteerde bedrijven en de prestaties van deze ondernemingen.  
Via <http://www.commissiecorporategovernance.nl/download/?id=783>.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Agency theory: an assessment and review. *Academy of Management Review*, 14, 57-74.



- Essen, van M., Otten, J., Carberry, E.J. (2012). Assessing managerial power theory: a meta-analytic approach to understanding the determinants of CEO compensation. *Journal of Management*,  
Via [http://works.bepress.com/marc\\_vanessen/10](http://works.bepress.com/marc_vanessen/10)
- Fama, E., Jensen, M.C. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.
- Fama, E., Jensen, M.C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Fama, E.F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- Ferracone, R.A., Gershkowitz, T.M. (2010). Performance and pay alignment: a top priority for compensation committees. *NACD Directorship*, 38-39.
- Fiegner, M.K. (2010). Locus of ownership and family involvement in small private firms. *Journal of Management Studies*, 47, 296-321.
- Filatovchev, I., Allock, D. (2010). Corporate governance and executive remuneration: a contingency framework. *Academy of Management Perspectives*, 24, 20-33.
- Finkelstein, S., Hambrick, D.C. (1988). Chief executive compensation: a synthesis and reconciliation. *Strategic Management Journal*, 9, 543-558.
- Finkelstein, S., Hambrick, D.C. (1996). *Strategic leadership: top executives and their effects on organizations*. New York: West Publishing Company.
- Finkelstein, S., Mooney, A.C. (2003). Not the usual suspects: how to use board process to make board better. *Academy of Management Executive*, 17, 101-113.
- Freeman, R.E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Marshfield: Pitman.

- Garen, J.E. (1994). Executive compensation and principal-agent theory. *Journal of Political Economy*, 102, 1175-1199.
- George, D., Mallery, P. (2003). *SPSS for windows step by step: a simple guide and reference 11.0 update*. Boston: Allyn & Bacon.
- Gersick, K.E., Davis, J.A., McCollom Hampton, M., Lansberg, I. (1997). *Generation to generation: Life Cycles if the Family Business*. Harvard Business School Press: Boston.
- Gianninni, V. (2001). Outside directors in private companies. *Directorship*, 27, 8-13.
- Gomez-Mejia, L.R., Nunez-Nickel, M., Gutierrez, I. (2001). The role of family ties in agency contracts. *Academy of Management Journal*, 44, 81-95.
- Gomez-Mejia, L.R., Larraza-Kintana, M., Makri, M. (2003). The determinants of executive compensation in family-controlled public corporations. *Academy of Management Journal*, 46, 226-237.
- Guest, P. (2010). Board structure and executive pay: evidence from the UK. *Cambridge Journal of Economics*, 34, 1075-1096.
- Hall, B.J., Liebman, J.B. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, 33, 3-42.
- Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting & Economics*, 7, 85-107.
- Healy, P., Wahlen, J. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, 365-383.
- Heneman, R.L., Tansky, J.W. Camp, S.M. (2000). Human resource management practices in small and medium-sized enterprises: unanswered questions and future research perspectives. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 25, 11-26.

- Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and the monitoring of the CEO. *American Economic Review*, 88, 96-118.
- Hermalin, B.E., Weisbach, M.S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 7-26.
- Huck, S.W. (2004). *Reading Statistics and Research*. Boston: Allyn & Bacon.
- Hung, H. (1998). A typology of the theories of the roles of governing boards. *Scholarly research and theory papers*, 6, 101-111.
- James, H.S. (1999). Owner as manager, extend horizons and the family firm. *International Journal of the Economics of Business*, 6, 41-55.
- Jensen, M.C. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control mechanisms. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M.C., Murphy, K.J. (1990). Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98, 225-264.
- Kaplan, S. (1994). Top executive rewards and firm performance: a comparison of Japan and the US. *Journal of Political Economy*, 102, 510-546.
- Karra, N., Tracey, P., Phillips, N. (2006). Altruism and agency in the family firm: exploring the role of family, kinship, and ethnicity. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30, 861-877.
- Ke, B., Petroni, K., Safieddine, A. (1999). Ownership concentration and sensitivity of executive pay to accounting performance measures: evidence from publicly and privately-held insurance companies. *Journal of Accounting & Economics*, 28, 185-209.

- Kiel, G.C., Nicholson, G.J. (2003). Board composition and corporate performance: how the Australian experience informs contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 11, 189-205.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375-400.
- Konrad, A.M., Kramer, V., Erkut, S. (2008). Critical mass: the impact of three or more women on corporate boards. *Organizational Dynamics*, 37, 145-164.
- Kose, J., Senbet, L.W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, 22, 371-403.
- Kroll, M., Simmons, S.A., Wright, P. (1990). Determinants of chief executive officer compensation following major acquisitions. *Journal of Business Research*, 20, 349-366.
- Kvaløy, O., Olsen, T.E. (2012). The rise of individual performance pay. *Journal of Economics & Management Strategy*, 21, 493-518.
- La Porta, R., López de Silanes, F., Schleifer, A. (1999). Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Lambert, R.A., Larcker, D.F., Weigelt, K. (1993). The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly*, 38, 438-446.
- Lambrecht, J., Molly, V. (2011). Het economische belang van familiebedrijven in België. *FBNet Belgium*.
- Laveren, E., Engelen, P., Limère, A., Vandemaele, S. (2002). *Handboek Financieel Beheer*. Antwerpen: Intersentia.
- Lievens, J. (2004). *Governance in het familiebedrijf. Sleutel tot succes*. Tielt: Lannoo.
- Lipton, M., Lorsch, J.W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance. *Business Lawyer*, 48, 59-77.

- Litz, R., A., Pearson, A. W., Litchfield, S. (2012). Charting the future of family business research: perspectives from the field. *Family Business Review*, 25, 16-32.
- Lubatkin, M.H., Schulze, W.S., Ling, Y., Dino, R.N. (2005). The effects of parental altruism on the governance of family-managed firms. *Journal of Organizational Behavior*, 26, 313-330.
- Main, B.G.M., Johnston, J. (1993). Remuneration committee and corporate governance. *Accounting and Business Research*, 23, 351-362.
- Mallette, P., Hogler, R. (1995). Board composition, stock ownership and the exemption of directors from liability. *Journal of Management*, 21, 861-878.
- Matsumara, E.M., Shin, J.Y. (2005). Corporate governance reform and executive compensation: intended and unintended consequences. *Journal of Business Ethics*, 62, 101-113.
- McCahery, J.A., Vermeulen, E.P.M. (2008). *Corporate Governance of Non-Listed Companies*. Oxford: Oxford University Press.
- McConaughy, D.L. (2000). Family CEOs vs non-family CEOs in the family-controlled firm: an examination of the level and sensitivity of pay to performance. *Family Business Review*, 13, 121-131.
- McKee, T.E. (2005). *Earnings Management: an executive perspective*. Mason: Thomson.
- McKnight, P.J., Tomkins, C., Weir, C., Hobson, D. (2000). CEO age and top executive pay: a UK empirical study. *Journal of Management and Governance*, 4, 173-187.
- Michiels, A. (2012). *Essays on Executive Compensation and Dividend Policy in Privately-held Family Firms*. Doctoraat in de Toegepaste Economische Wetenschappen aan de Universiteit Hasselt.

- Miller, A.N. (1984). Corporate governance: power and functions of board of directors. *American Business Review*, 41-46.
- Minow, N., Monks, R.A.G. (1995). *Corporate Governance*. Oxford: Blackwell Publishing.
- Moerland, P.W. (1997). Corporate governance: theorie en praktijk in internationaal perspectief. *Fincanciële en Monetaire Studies*, 16.
- Muñoz-Bullón, F. (2010). Gender-compensation differences among high-level executives in the United States. *Industrial Relations*, 49, 346-370.
- Murphy, K.J. (1986). Incentives, learning and compensation – a theoretical and empirical-investigation of managerial labor contracts. *The RAND Journal of Economics*, 17, 59-76.
- Ning, Y., Davidson, W.N., Wang, J. (2010). Does optimal corporate board size exist? An empirical analysis. *Journal of Applied Finance*, 2, 57-69.
- Nyberg, A.J., Fulmer, I.S., Gerhart, B., Carpenter, M.A. (2010). Agency theory revisited, CEO return and shareholder interest alignment. *Academy of Management Journal*, 53, 1029-1049.
- O'Reilly, C.A., Main, B.G. (2007). Setting the CEO's pay: economic and psychological perspectives. *Stanford GSB Research Paper No. 1912*.
- O'Sullivan, N., Diacon, S.R. (1999). Internal and external governance mechanisms: evidence from the UK insurance industry. *Corporate Governance: An International Review*, 7, 363-373.
- Oreland, C. (2007). CEO cash compensation and ownership structure: the effect of family control on the pay-performance relationship. *Uppsala University: Department of Economics*, 1-38.
- Orlikoff, J.E., Totten, M.K. (2001). How to run effective board meetings. *Trustee*, 54, 1-4.

- Patra, B.P. (2010). Moral weakness: an analysis of self indulgent actions of CEOs of Enron, Worldcom and Satyam Computers. *The IXMB Journal of Management*, 167-182.
- Petra, S.T., Dorata, N.T. (2008). Corporate governance and chief executive officer compensation. *Corporate Governance*, 8, 141-152.
- Prencipe, A., Bar-Yosef, S. (2011). Corporate governance and earnings management in family-controlled companies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 26, 199-227.
- Raheja, C.G. (2005). Determinants of board size and composition: a theory of corporate boards. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, 283-306.
- Rezeaa, Z. (2008). *Corporate Governance and Ethics*. USA: John Wiley & Sons.
- Rich, J. (2007). Pay scales. *Directorship*, 46-47.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N., Buchholtz, A.K. (2001). Agency relationships in family firms: theory and evidence. *Organization Science*, 12, 99-116.
- Schulze, W.S., Lubatkin, M.H., Dino, R.N. (2003). Exploring the agency consequences of ownership dispersion among the directors of private family firms. *Academy of Management Journal*, 46, 179-194.
- Sharma, P., Chrisman, J.J., Gersick, K. E. (2012). 25 Years of Family Business Review: Reflections on the Past and Perspectives for the Future. *Family Business Review*, 25, 5-15.
- Smith, I.G. (2012). Chief executive pay and remuneration committee independence. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 74, 510-531.
- Soltis, B. (2012). More boards are tying executive pay to performance. *Credit Union Directors Newsletter*, 38, 1-2.

- Sonnenfeld, J.A. (2002). What makes great boards great. *Harvard Business Review*, 80, 106-113.
- Stock, J.H., Watson, M.W. (2007). *Introduction to econometrics*. Boston: Pearson Education.
- Stroh, L.K., Brett, J.M., Baumann, J.P., Reilly, A.H. (1996). Agency theory and variable pay compensation strategies. *Academy of Management Journal*, 39, 751-767.
- Tosi, H.L., Werner, S., Katz, J.P., Gomez-Mejia, L.R. (2000). How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, 26, 301-339.
- Villalonga, B., Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Wagner, A.F. (2011). Board independence and competence. *Journal of Financial Intermediation*, 20, 71-93.
- Wasserman, N. (2006). Stewards, agents and the founder discount: executive compensation in new ventures. *Academy of Management Journal*, 49, 960-976.
- Weisbach, M.S. (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics*, 20, 431-460.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Economics*, 40, 185-211.
- Young, B. (2006). WorldCom. *Corporate Governance*. 507-511.
- Zhu, Y., Tian, G. (2009). CEO pay-performance and board independence: the impact of earnings management in China. *The fifth International Conference on Asian Financial Markets*, 1-22.





## **Lijst van figuren**

Figuur 1: Principaal-agentproblemen in private familiebedrijven .....	23
Figuur 2: Samenstelling raad van bestuur.....	35



## Lijst van tabellen

Tabel 1: Variabelen om tot onafhankelijke variabelen van het basismodel te komen	54
Tabel 2: Overzicht gebruikte variabelen.....	55
Tabel 3: Beschrijvende statistiek .....	57
Tabel 4: Beschrijvende statistiek dummy variabelen .....	59
Tabel 5: Correlatietabel .....	62
Tabel 6: Regressietabel (model 1-5) .....	66
Tabel 7: Regressietabel (model 6-10) .....	68
Tabel 8: Betrouwbaarheid antwoorden enquête .....	73
Tabel 9: Belangrijke variabelen .....	78



## Bijlagen

### Bijlage 1: Enquête

Label	Taak	Prestatie van raad van bestuur*
Taak_1	Bedrijfsactiviteiten goed organiseren	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Taak_2	Plannen en budgetten opstellen voor bedrijfsactiviteiten	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Taak_3	Richtlijnen opstellen voor bedrijfsactiviteiten	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Taak_4	Op de hoogte blijven van de financiële positie van het bedrijf	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Taak_4	Activiteiten goed controleren	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Taak_5	Toezicht houden op bedrijfsleider	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Taak_6	Zich op een manier gedragen die sommige aandeelhouders voordelen opleveren ten koste van andere aandeelhouders	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7
Taak_7	Vergoeding van de bedrijfsleider bepalen	1 - 2 - 3 - 4 - 5 - 6 - 7

\* 1 = helemaal geen goede prestatie, 7 = heel goede prestatie

## Auteursrechtelijke overeenkomst

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

**De invloed van de governancestructuur op de variabiliteit van het loon van de CEO in Belgische, private ondernemingen**

Richting: **master in de toegepaste economische wetenschappen-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,

**Mas, Robrecht**

Datum: **2/06/2013**