

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

Masterproef

Onderzoek naar determinanten van bestuurdersvergoedingen in Belgische
beursgenoteerde bedrijven.

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Pieter Nieten

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

2012•2013

FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN

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

Masterproef

Onderzoek naar determinanten van bestuurdersvergoedingen
in Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Promotor :
Prof. dr. Sigrid VANDEMAELE

Pieter Niesten

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

Woord vooraf

Deze masterproef zal het eindstuk vormen van mijn vijfjarige opleiding tot Handelsingenieur, met als afstudeerrichting accountancy en financiering. De doelstelling van dit werkstuk was na te gaan of er voor de Belgische beursgenoteerde bepaalde determinanten te vinden waren die in relatie stonden met de vergoedingen uitgekeerd aan de leden van de raad van bestuur van de desbetreffende ondernemingen.

Het was een werk van lange adem, met dit rapport als eindresultaat. De totstandkoming van deze eindverhandeling was echter niet mogelijk zonder de professionele hulp van mijn promotor Prof. Dr. Vandemaele, die indien gewenst steeds beschikbaar was voor commentaren, en wie ik in dit woord vooraf dan ook op de eerste plaats zou willen bedanken.

Verder is een woord van dank voor mijn ouders, broer, zus en vrienden en misschien wel in het bijzonder mijn vriendin, zeker op zijn plaats, daar ze gedurende de vijf jaar durende opleiding elk op hun eigen manier geholpen hebben tot het volbrengen van deze studie en ook deze eindverhandeling.

Helchteren, juni 2013

Pieter Niesten

Samenvatting

Corporate governance is een begrip waarvan de wortels reeds in de zeventiende eeuw zijn terug te vinden. Gezien de internationale financiële crisis van 2008, is dit onderwerp misschien wel actueler dan ooit. Binnen de corporate governance discussie neemt het remuneratie beleid een centrale positie in. Tevens kan gesteld worden dat doorheen de voorbije jaren het thema van de vergoedingen van het topmanagement en in mindere mate de leden van de raad van bestuur nadrukkelijk aanwezig is geweest in de media.

Wanneer gekeken wordt naar voorgaand onderzoek met betrekking tot het remuneratiebeleid binnen de grote ondernemingen kunnen er enkele opvallende conclusies getrokken worden. Waar de vergoedingen uitgekeerd aan het topmanagement en in het bijzonder de CEO uitgebreid onderzocht en gedocumenteerd zijn, kan gesteld worden dat er in de literatuur amper documentatie of empirische studies met betrekking tot de vergoedingen voor de leden van de raad van bestuur teruggevonden kunnen worden. Verder zijn het vooral de grote Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen die het onderwerp vormen van de studies. Deze informatie in het achterhoofd houdend, is een onderzoek naar de bestuurdersvergoedingen binnen de Belgische beursgenoteerde ondernemingen als zeer relevant te beschouwen.

Deze masterproef is opgedeeld in twee grote delen. Deel 1 bestaat uit de eerste vier hoofdstukken waarin een uitgebreide literatuurstudie zal gedocumenteerd worden. De bedoeling achter deze studie is een klare kijk te geven achter het centrale thema van dit onderzoek. Er zal gewerkt worden via de piramide methode, waarmee bedoeld wordt dat vanuit een zeer breed kader met onder meer onderzoek naar de corporate governance richtlijnen en de rollen van de raad van bestuur betrokken wordt om uiteindelijk tot een duidelijk beeld te komen over de beschikbare literatuur wat betreft de bestuurdersvergoedingen binnen de geschetste context.

Wat betreft het corporate governance kader, wordt er eerst en vooral gekeken naar de volledige inhoud achter het begrip. Er kan vastgesteld worden dat een alom aanvaarde definitie niet teruggevonden kan worden en dat de invulling van het begrip verschilt per regio. Daarom wordt er ook dieper ingegaan op het ‘Latijnse’ systeem gebaseerd op een taxonomie die vaak terugkwam in de literatuurstudie, daar dit het geldende systeem is voor de Belgische ondernemingen. Verder komt de Belgische corporate governance code, waar de principes die betrekking hebben op de raad van bestuur en het gehanteerde remuneratiebeleid ruim besproken worden, aan bod.

De raad van bestuur is een belangrijk orgaan binnen de corporate governance richtlijnen. Aan de hand van verschillende theorieën zal er in hoofdstuk drie gezocht worden naar welke rollen de raad van bestuur nu precies op zich zou moeten nemen. Vanuit deze theorieën zal reeds een eerste indicatie gegeven worden naar de principes achter het remuneratiebeleid.

Hoofdstuk vier wordt volledig gewijd aan de vergoedingen voor de leden van de raad van bestuur. Er wordt vastgesteld dat vergoedingen onder verschillende vormen worden uitbetaald en dat de gebruiken verschillend zijn wat betreft de Amerikaanse ondernemingen en de Belgische ondernemingen, daar er in België volgens de corporate governance code geen prestatiegerelateerde vergoedingen uitgekeerd mogen worden. Dit was een complicerende factor binnen het onderzoek omdat het moeilijker was de relevante theorieën die bleken te gelden voor de Amerikaanse bedrijven door te trekken naar de Belgische ondernemingen. De agency theorie wordt besproken vertrekkend vanuit de “eigenaar-manager” relatie om te komen tot de relatie “eigenaar- raad van bestuur” en zo de principes achter de totstandkoming van een efficiënt remuneratiebeleid vast te stellen. Het verdere verloop van het hoofdstuk is gewijd aan een samenvatting van de beschikbare empirische bevindingen voor de Amerikaanse bedrijven, dat tevens de basis zal volgen voor deel twee van deze masterproef, namelijk het zelf uitgevoerde empirische onderzoek.

In de tweede stap werd er aan de hand van twee deelvragen onderzoek verricht naar bepaalde determinanten van de bestuursvergoedingen. Het studieobject zijn de Belgische beursgenoteerde ondernemingen, die na bepaalde correcties een steekproef van 111 ondernemingen uitmaken.

Na het verzamelen van de gegevens en het opstellen van de databank werd er overgegaan tot het analyseren. In eerste instantie werd er aan de hand van acht hypothesen gekeken of er een verband te vinden was tussen bepaalde bedrijfskarakteristieken en bedrijfskenmerken enerzijds en de hoogte en de vorm van de bestuurdersvergoedingen anderzijds. Wat betreft de hoogte van de vergoedingen werd de som van elke vorm van de vergoedingen gesommeerd voor alle niet-uitvoerende leden van de raad. De vorm van de vergoedingen kan opgedeeld worden in twee categorieën. Er is sprake van een jaarlijkse vaste som (niet-variabele deel) en de vergoedingen per vergaderingen (het variabele deel). Het onderzoek heeft betrekking op het variabele deel van de vergoeding binnen de totale compensatie. Na een ruime blik geworpen te hebben op de karakteristieken van de variabelen en na correlatieanalyse, werd er aan de hand van regressie analyse vastgesteld dat er voor de Belgische beursgenoteerde

ondernemingen bedrijfskenmerken te vinden zijn, die zowel wijzen op een bepaalde hoogte als vorm van de vergoedingen voor de leden van de raad van bestuur.

Wanneer gekeken wordt naar de relatie tussen de hoogte van de totale som van vergoedingen worden er significante positieve verbanden gevonden voor de grootte, de liquiditeit en de complexiteit van de onderneming enerzijds en de totale vergoeding anderzijds. Dit houdt in dat het gemiddeld genomen zo zal zijn dat de uitbetaalde vergoedingen groter zullen zijn naarmate de onderneming groter, meer liquide en complexer is. Tevens werd er een significant negatief verband vastgesteld voor de mogelijkheden tot investeren. Indien een onderneming over meer investeringsopportunities kan beschikken zal de totale uitbetaalde vergoeding lager zijn.

Wat betreft de vorm van de vergoedingen wordt vastgesteld dat het aandeel van de variabele vergoeding in het compensatiepakket significant groter zal zijn indien het aantal investeringsopportunities talrijker is en indien de onderneming een hogere ratio van schulden als financieringsbron gebruikt.

Als tweede deelvraag werd er gekeken naar de relatie tussen de aanwezigheidsratio op de (comité)vergaderingen van de raad van bestuur en de hoogte van de eventueel uitgekeerde aanwezigheidspremie per vergadering per bestuurders. Er werd vooropgesteld dat de gemiddelde aanwezigheid groter zou zijn naarmate de variabele vergoeding zou toenemen, maar dat de aanwezigheid beter zou zijn indien er helemaal geen premie werd uitgekeerd dan dat ze zou zijn indien er een kleine premie werd uitgekeerd. Er werd echter vastgesteld dat er onvoldoende statistisch bewijs gevonden kon worden binnen de steekproef om uitspraken te doen over bovenstaande relaties.

Inhoud

Woord vooraf	1
Samenvatting	3
Hoofdstuk 1: Probleemstelling	1
1.1. Praktijkprobleem: situering en omschrijving	2
1.2. Centrale onderzoeksvraag.....	4
1.3. Deelvragen.....	4
1.4. Besluit.....	5
Hoofdstuk 2: Corporate Governance.....	7
2.1. Inleiding	8
2.2. Definitie.....	9
2.3. Corporate governance in een internationale context	10
2.4. Het Latijnse systeem	12
2.5. Corporate governance in België	12
2.6. Besluit.....	16
Hoofdstuk 3: De efficiënte werking van de raad van bestuur	17
3.1. Inleiding	18
3.2. Resource dependency theory.....	19
3.3. Stakeholder theory.....	20
3.4. Agency theory	21
3.5. Stewardship theory.....	22
3.6. Institutional theory	22
3.7. Managerial hegemony	23
3.8. Besluit.....	24
Hoofdstuk 4: Bestuurderscompensaties	25
4.1. Inleiding	26
4.2. Vormen van bestuurderscompensaties	26

4.3. Theoretische achtergrond	28
4.3.1. Agency theorie: eigenaar-manager relatie.....	28
4.3.2. Agency theorie: eigenaar-raad van bestuur relatie	31
4.4. Gevolgen van suboptimale bestuurdersvergoedingen	32
4.5. Empirische bevindingen literatuur	33
4.5.1. Bedrijfsspecifieke factoren en de relatie met de bestuurdersvergoedingen	34
4.5.2. Relatie hoogte aanwezigheidspremie en effectieve aanwezigheid.....	39
4.5.2.1. Aanmoedigingseffect van vergaderingpremies	40
4.5.2.2. Signaaleffect van monetaire beloningen	40
4.6. Besluit.....	40
Hoofdstuk 5: Empirisch onderzoek.....	41
5.1. Inleiding	42
5.2. Formulering deelvragen en vaststellen hypothesen	43
5.2.1. Deelvraag 1	43
5.2.2. Deelvraag 2	46
5.3. Gegevensverzameling	48
5.3.1. Belgische beursgenoteerde ondernemingen	48
5.3.2. De variabelen.....	49
5.4. Empirische resultaten en interpretatie	56
5.4.1. Deelvraag 1	56
5.4.2. Deelvraag 2	71
Hoofdstuk 6: Conclusies	79
Bibliografie.....	85
Bijlagen	93
Bijlage 1: Lijst van ondernemingen in dataset	93

Hoofdstuk 1: Probleemstelling

In het eerste hoofdstuk van deze masterproef zal er aandacht besteed worden aan de probleemstelling van het onderwerp. Uit deze probleemstelling zal een centrale onderzoeksvraag afgeleid worden, die omwille van de complexiteit verder opgesplitst zal worden in twee concrete deelvragen. Het omschrijven van het praktijkprobleem kan teruggevonden worden in de eerste paragraaf, waarna de twee volgende paragrafen zijn weggelegd voor respectievelijk de centrale onderzoeksvraag en de twee deelvragen. Het hoofdstuk wordt besloten met een conclusie.

1.1. Praktijkprobleem: situering en omschrijving

Eind 2012 telde België maar liefst 802 351 BTW-plichtige ondernemingen (statbel). Dat deze ondernemingen een zeer belangrijke rol spelen in de hedendaagse economie en maatschappij is duidelijk. Een onderneming kan enkel en alleen blijven overleven indien zij ook effectief waarde toevoegt aan de economie en deze waarde te gelde kan maken. De waardecreatie vindt plaats door een zekere transformatie van middelen onder de begeleiding van een zeker bestuursstelsel (Huse, 2006).

De geschiedenis wijst echter uit dat het management en de bestuurders vaak erg sterk gedreven worden door eigenbelang en enkel rekening kunnen houden met de korte termijn. Zo doen de schandalen rond Enron (2001) en WorldCom (2002) vermoeden dat het bestuur van sommige ondernemingen niet altijd naar behoren fungeert. Daarom is de nood aan corporate governance met als exponent een succesvol werkende raad van bestuur zeer duidelijk (Cools, 2006).

Verder kan gesteld worden dat de vergoedingen verkregen door topmanagers en in mindere mate de leden van de raad van bestuur doorheen de jaren al onderwerp zijn geweest van verregaande discussies (Bryan, 2000).

In 2004 moest bijvoorbeeld Jan Coene opstappen als topman van Picanol omdat aan het licht gekomen was dat hij op iets meer als 3 jaar tijd meer dan 25 miljoen euro had verdiend (www.politics.be). Dit is niet enkel een enorm bedrag, tevens is het een goed voorbeeld van falende corporate governance. Het jaarverslag van 2003 uitgebracht door Picanol, vermeldde namelijk slechts een totale brutovergoeding voor het hele managementteam (waaronder dus topman Jan Coene) van 3,7 miljoen euro. Dit schandaal zorgde er echter wel voor dat de hele discussie rond corporate governance in een stroomversnelling terecht kwam (Dendooven, 2008).

Ook het schandaal rond Enron (begin jaren 2000) deed menige wenkbrauwen fronsen. Enron ontstond als een fusie van twee kleinere Amerikaanse energiebedrijven in 1986. Na een enorme groei was Enron genoteerd als zevende grootste onderneming van de Verenigde Staten en dit door het benutten van de mogelijkheden die de deregularisatie van de energiemarkten in de Verenigde Staten stelde. De beursnoteringen bleven maar stijgen. De ondernemingstop bleef verkondigen hoe hoog de omzet en winst waren, maar uiteindelijk bleken alle cijfers niet positief te zijn en werden de noteringen kunstmatig de lucht in

geblazen. Achteraf kwam na deskundig fraude onderzoek aan het licht dat de ondernemingstop miljoenen dollars binnenhaalde terwijl de werknemers en beleggers hun spaargeld zagen verdwijnen als sneeuw voor de zon. Zo verdiende het gemiddelde lid van de raad van bestuur van Enron op het moment dat het schandaal aan het licht kwam maar liefst 380.619 dollar. Deze bedragen doen spontane vragen oproepen (Deaken & Konzelman, 2004).

In de literatuur kunnen we vaststellen dat doorheen de jaren reeds veelvuldig onderzoek is gedaan naar de determinanten van de vergoedingen voor het (top)management, terwijl de determinanten van de beloningen voor degenen die de prestaties van dit management beoordelen en tevens vaak ook instaan voor het vaststellen van de beloningen van deze managers (dus de raad van bestuur), nooit echt verregaand zijn onderzocht (Brown, 2007).

Bryan et al. (2000) kwamen tot min of meer dezelfde conclusie. Hoewel er een explosie aan literatuur voorhanden is handelend over de determinanten van de beloningsstructuur van het management, blijven de determinanten voor de compensatie van de raad van bestuur in de literatuur nagenoeg onbesproken, net zoals de economische factoren die een rol spelen bij het vaststellen van de beloningsstructuur (Bryan, 2000).

Een mogelijke verklaring voor de relatief beperkte literatuur die voorhanden is wat betreft de beloningsstructuur van de raad van bestuur in vergelijking met die van de CEO en het managementteam ligt erin dat de bijdragen van de CEO eerder rechtsreeks verbonden lijken met de prestaties van het bedrijf, terwijl de rol van de raad van bestuur wat betreft de rechtstreekse resultaten als minder belangrijk wordt beschouwd (Bryan, 2000).

Engel et al.(2007) merken op dat het meeste onderzoek dat reeds verricht werd in verband met de raad van bestuur gefocust is op de determinanten van de bestuurderskarakteristieken en hoe deze karakteristieken de prestaties van de onderneming beïnvloeden (Engel, Hayes, & Wang, 2007).

Ook valt in de literatuur op dat de meeste bestaande onderzoeken toegespitst zijn op de beloningsstructuur voor Noord-Amerikaanse ondernemingen terwijl het onderzoek naar de determinanten van de compensatie van bestuursleden binnen Belgische beursgenoteerde ondernemingen nagenoeg onbestaande is.

Hoewel de hoogte van de compensatie van bestuurders binnen de Belgische beursgenoteerde ondernemingen enorm schommelt (www.vacature.com en zelf uitgevoerd onderzoek) worden de vaak enorme bedragen die sommige bestuurders verkrijgen enorm bekritiseerd. Vaak is het ook zo dat de transparantie van de beloningen ver te zoeken is, en dat het niet altijd duidelijk is waarop de bedragen gebaseerd zijn.

1.2. Centrale onderzoeksvraag

De factoren aangehaald in de vorige sectie hebben mij er toe aangezet volgende centrale onderzoeksvraag op te stellen:

“Welke factoren bepalen de beloningsstructuur van de leden van de raad van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?”

Zoals verder in de literatuurstudie zal blijken neemt de beloningsstructuur een zeer belangrijke plaats in binnen het corporate governance gebeuren.

Indien er in dit onderzoek bepaalde determinanten gevonden worden die wijzen op een bepaalde hoogte en vorm in de beloningsstructuur van de raad van bestuur van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen, kan dit de discussies die er heden ten dage zijn een nieuwe dimensie geven en dit zou tevens een grote bijdrage leveren aan de beschikbare relevante literatuur.

1.3. Deelvragen

Omdat de centrale onderzoeksvraag in zijn geheel als veel te complex en uitgebreid beschouwd moet worden, is het voor de goede gang van zaken van dit onderzoek noodzakelijk deze verder op te splitsen in concretere deelvragen. Er is voor gekozen om twee relevante deelvragen op te stellen die moeten toelaten een goede kijk en een duidelijk antwoord te construeren op de centrale onderzoeksvraag.

De eerste deelvraag luidt als volgt:

“Welke bedrijfsspecifieke factoren oefenen een invloed uit op de hoogte en de vorm van de bestuurdersvergoedingen binnen de Belgische beursgenoteerde ondernemingen?”

De eerste deelvraag zal er toe leiden dat er een duidelijke kijk verkregen wordt op de vraag of de vergoeding voor de leden van de raad van bestuur effectief afhangt van bedrijfsspecifieke

factoren zoals de grootte van de onderneming, de liquiditeitssituatie en zo verder. Indien er significante verbanden gevonden kunnen worden tussen een bepaald ondernemingskenmerk en een bepaalde vorm en hoogte van vergoeding, is dit een interessante bevinding. Het zou dan bijvoorbeeld mogelijk zijn aan de hand van de aangehaalde bedrijfskenmerken een verwachte vergoeding voorop te stellen.

Verder wordt de tweede deelvraag gedefinieerd:

“Is er een bepaald verband te vinden tussen de hoogte van de variabele verloningen en de aanwezigheden op de vergaderingen van zowel de raad als de specifieke comités?”

Ook hier kunnen de eventuele verkregen inzichten relevant zijn. Bedrijven die uit zijn op een hoge aanwezigheidsgraad kunnen de gemiddelde absolute vergoeding verhogen, of indien nodig het variabele deel van de verloningen in het verloningspakket. Dit zou tevens een antwoord kunnen bieden op de vraag of de bestuursleden ook effectief presteren voor hun beloningen indien een hogere variabele vergoeding ook effectief in verband staat met een hogere aanwezigheidsgraad op de vergaderingen.

1.4. Besluit

Uit dit hoofdstuk kunnen we besluiten dat de centrale onderzoeksvraag ***“Welke factoren bepalen de beloningsstructuur van de leden van de raad van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?”*** behandeld zal worden aan de hand van de volgende deelvragen:

- *“welke bedrijfsspecifieke factoren oefenen een invloed uit op de hoogte en de vorm van de bestuurdersvergoedingen binnen de Belgische beursgenoteerde ondernemingen?”*
- *“Is er een bepaald verband te vinden tussen de hoogte van de variabele verloningen en de aanwezigheden op de vergaderingen van zowel de raad als de specifieke comités?”*

Hoofdstuk 2: Corporate Governance

Daar het remuneratiebeleid van de bestuursleden een belangrijk onderdeel is van het corporate governance gebeuren, is een klare kijk op dit begrip essentieel alvorens verder te gaan.

In dit hoofdstuk zal er op de eerste plaats aandacht besteed worden aan een korte inleiding waarin de nood aan integer bestuur geschetst zal worden, waarna geprobeerd zal worden het begrip corporate governance zorgvuldig te definiëren. In een volgend onderdeel zal gekeken worden naar het corporate governance gebeuren in een internationale context om hierna over te gaan naar de specifiekere gebruiken wat betreft de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

De laatste paragraaf van dit hoofdstuk bevat een conclusie.

2.1. Inleiding

Corporate governance is een begrip wat de laatste jaren meer en meer in het nieuws is gekomen. Behoefte aan integer bestuur is echter van alle jaren, zoals in de volgende paragrafen duidelijk zal blijken. In hoofdstuk 1, werden de schandalen rond Enron en Worldcom reeds kort aangehaald. Dergelijke schandalen vestigden de aandacht op het belang van integer bestuur binnen de onderneming, en duiden er eveneens op dat er nog een lange weg te gaan is om te kunnen garanderen dat ondernemingen voldoende deugdelijk bestuurd worden.

Veel onderzoekers nemen aan dat er pas een echte vraag is naar een deugdelijk en integer ondernemingsbestuur wanneer er een scheiding is tussen de eigendom van de onderneming en het management van deze entiteit, dus gelijklopend met de principaal-agent theorie (Tricker, 2000).

Als we van deze redenering uitgaan kunnen we de oprichting van de Verenigde -Oost Indische compagnie (verder VOC) in 1602 als eerste soort van beursgenoteerde onderneming aanzien, omdat het kapitaal aangebracht werd door particulieren en de leiding ervan in handen was van anderen. Hierdoor kwamen de belangen van de aandeelhouders in conflict met die van de bestuurders. Als reactie hierop werd er een comité van 9 personen opgericht, die gekozen werden door en uit de belangrijkste investeerders, waarbij dit comité als taak had het management bij te staan en alle, en dan vooral de financiële informatie van de VOC te analyseren (Frentrop, 2002).

Het bovenstaande voorbeeld wijst aan dat de integriteit van het bestuur en alle bijkomende onderwerpen zoals transparantie en ook beloningen voor de bestuurders reeds belangrijke onderwerpen waren in de zeventiende eeuw.

Sinds de zeventiende eeuw is de definitie en inhoud van het begrip corporate governance stevig veranderd, dit meermaals aan de hand van verschillende schandalen en crisissen. Een van de eerste gedocumenteerde schandalen werd de “South Sea Bubble” genoemd en deed zich rond 1720 voor in het toenmalige Engeland. De South Sea company werd in 1711 opgericht door Robert Harley. Er ontstond als het ware een echte ‘bubble’ waarbij de aandelenkoers van de South Sea company van 120 £ in januari omhoogschoot naar 1000 £ in juli en weer terug naar 120£ in december. De grootste verklaring voor het barsten van de bubble is te vinden in ingewikkelde financiële constructies, in samenloop met frauduleuze handelingen vanwege het bestuur. De macht van de bestuurders was veel te groot in

vergelijking met de macht van de aandeelhouders (Kleer, 2012). Ook de negentiende eeuw was doorspekt met schandalen wegens gebrek aan deugdelijk bestuur, ondermeer in de Verenigde Staten. Meer recent worden vooral de schandalen rond Enron (begin jaren 2000) en WorldCom (2002) herinnerd, en meer regionaal het schandaal rond de vergoedingen verkregen door de topman van Picanol(2003) (Cools, 2006).

2.2. Definitie

Sinds de oprichting van de VOC is het concept van corporate governance zoals reeds gezegd zwaar veranderd, onder druk van onder andere de schandalen, de maatschappelijke ontwikkelingen en de wetenschappelijke kennis. Een algemeen aanvaarde definitie is echter nog niet kunnen vastgesteld worden, maar een opsomming van de verschillende huidige definities kan een klare kijk geven op het begrip.

De OESO (Organisatie voor Europese Samenwerking en Ontwikkeling) definieerde in 1999 corporate governance als volgt:

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

De Belgische corporate governance code voor beursgenoteerde ondernemingen (2009) beschrijft corporate governance als een reeks regels en gedragingen die aanduiden hoe de vennootschap zou moeten worden bestuurd en gecontroleerd. Een goed corporate governance model bereikt zijn doel door het juiste evenwicht te vinden tussen leiderschap, ondernemingschap en prestatie enerzijds, alsook controle en conformiteit met de regels anderzijds (Belgische Corporate governance Code, 2009).

Andere voorbeelden van definities zijn:

- "The ways in which suppliers of finance to corporations, assure themselves of setting a return on their investment", (Schleifer & Vischny, 1997).
- "De wijze waarop ondernemingen worden bestuurd en gecontroleerd, alsook de wijze waarop daarover verantwoording wordt afgelegd aan de kapitaalverschaffers en andere stakeholders", (Moerland, 1995).

- "The design of institutions that induce or force management to internalize the welfare of stakeholders", (Tirole, 2001).

We kunnen besluiten dat corporate governance een zeer breed begrip waarvan een eenduidige definitie niet beschikbaar is. Tevens is het concept zeker niet standvastig te noemen en zullen definities dus tijdig aangepast moeten worden aan de veranderende samenleving.

2.3. Corporate governance in een internationale context

Ook in een internationale context kan besloten worden dat er in verschillende landen verschillende accenten gelegd worden omdat er simpelweg verschillen zijn in de wijze waarop de ondernemingen georganiseerd zijn en de samenleving op een andere manier werkt. Daarom ook is er nooit een universele code opgesteld die algemeen aanvaard is in elk land of werelddeel (Weimer & Pape, 1999).

Een uitgebreide vergelijking tussen de verschillende geldende systemen in elke context zou ons hier, net zoals een volledige geschiedenis die de verschillende landen hebben doorlopen om tot de codes te komen, te ver brengen. Toch zal er een korte samenvatting gegeven worden van de aangenomen principes die gelden in een internationale context.

Er wordt aangenomen dat het codificeren van het corporate governance gebeuren openbloede in de late twintigste en de vroege eenentwintigste eeuw. Het waren vooral de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk die in de jaren negentig grote stappen zetten naar de codificatie met grote aandacht voor de aandeelhouder-manager relatie. Het opstellen en zorgvuldig definiëren van de codes verspreidde zich snel, onder invloed van vele factoren zoals ondermeer de reeds beschreven opkomst van financiële schandalen en een groeiende mobiliteit van kapitaal (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).

O'Shea (2005) besluit dat de meeste corporate governance codes basisprincipes bevatten waarop effectieve corporate governance in de verschillende landen gebaseerd is.

Hij constateerde dat de meeste codes gelijkaardige aanbevelingen bevatten inzake de volgende zes bestuurspraktijken:

- een balans tussen uitvoerende en niet-uitvoerende bestuurders (en een juist aantal van onafhankelijke, niet-uitvoerende bestuurders);
- een duidelijke verdeling van bevoegdheden tussen de voorzitter van de raad van bestuur en de CEO;

- een behoefte aan tijdige en kwalitatieve informatie aan de raad van bestuur;
- formele en transparante procedures voor de benoeming van nieuwe bestuurders;
- evenwichtige en duidelijke financiële verslaggeving;
- een correct systeem van interne controle.

Ook al zijn er duidelijke verschillen tussen de verschillende codes onderling, toch is de fundamentele aard, gebaseerd op bovenstaande principes vaak gelijklopend. De codes zijn namelijk allemaal aanvullend aan de nationale wetgeving. De codes verbeteren dus het governance systeem zonder de bestaande wetgeving te veranderen en zijn tevens gebaseerd op het 'pas toe, of leg uit' principe (O'Shea, 2005).

Weimer en Pape (1999) hebben getracht een systeemindeling te maken in respectievelijk een marktgeoriënteerd en een netwerkgeoriënteerde corporate governance systeem. Ze baseerden hun systeemindeling op volgende acht punten:

- het heersende concept van de onderneming;
- het systeem van de raad van bestuur;
- de belangrijkste belangenpartij die in staat is een invloed uit te oefenen op de besluitvorming van de managers;
- het belang van de aandelenmarkt in de nationale economie;
- de eventuele aanwezigheid van een externe markt voor corporate control;
- de eigendomsstructuur;
- de mate waarin de vergoeding van de managers afhankelijk is van corporate performance;
- de tijdshorizon van economische betrekkingen.

Op basis van bovenstaande acht punten konden er vier grote systemen vastgesteld worden: het Angelsaksische, het Germaanse, het Latijnse en het Japanse systeem. De laatste drie systemen worden aanzien als netwerkgeoriënteerd, terwijl het Angelsaksische systeem als marktgeoriënteerd wordt gedefinieerd. Enkel het Latijnse systeem zal verder besproken worden aangezien wordt aangenomen dat België onder dit systeem valt (Weimer & Pape,

1999).

2.4. Het Latijnse systeem

Naast België valt ook Frankrijk onder het Latijnse systeem. De aandeelhouders hebben onder dit model meer macht dan in het Germaanse systeem, maar minder dan in het Angelsaksische systeem. Het aandelenkapitaal is niet geregeld volgens het 'one share, one vote' systeem. Het is dus met andere woorden mogelijk dat bepaalde aandelen meervoudig stemrecht bezitten. Het aandeelhouderschap door banken is sterk wettelijk geregeld (Weimer & Pape, 1999).

In principe heeft men volgens dit systeem de keuze tussen het one-tier of two tier systeem voor de raad van bestuur. Het exacte verschil zal in de volgende sectie verder uitgediept worden. Het Belgische wettelijke systeem is een 'one-tier' raad van bestuur, maar voor de Europese vennootschapsvorm SE kan men kiezen tussen beide. Toch wordt het one-tier systeem door het overgrote deel van de Belgische ondernemingen verkozen (Weimer & Pape, 1999).

Belangrijk is dat de leden van de raad van bestuur ad nutum (dus op elk moment, zonder motivering en door de algemene vergadering) afzetbaar zijn in het Latijnse systeem (Weimer & Pape, 1999).

De financiële holdings, overheid, families en de oligarchische groepen zijn de belangrijkste stakeholders van de ondernemingen. Tevens kent dit systeem een zeer hoge eigendomsconcentratie en bezitten de vijf grootste aandeelhouders gemiddeld genomen tussen de 45 en 87 procent van de aandelen (Weimer & Pape, 1999).

Belangrijk voor het verdere onderzoek is dat de institutionele context een lange-termijn gerichtheid van de economische relaties stimuleert, wat er ook op wijst dat prestatiegerelateerde beloning als minder belangrijk wordt gezien in dit systeem (Weimer & Pape, 1999).

2.5. Corporate governance in België

In dit onderdeel zal aandacht besteed worden aan de huidige Belgische situatie wat betreft corporate governance. Er wordt getracht een zo breed mogelijke samenvatting te geven, maar er zal enkel dieper worden ingegaan op de zaken die als meest relevant beschouwd worden voor het centrale onderzoeksonderwerp.

Zo zal er enkel gekeken worden naar de het corporate governance gebeuren binnen de beursgenoteerde ondernemingen. Voor de volledigheid wordt wel vermeld dat in 2005 een corporate governance code voor niet-beursgenoteerde ondernemingen werd opgericht, de zogenoemde code Buysse II.

Zoals reeds gezegd kwamen de eerste corporate governance codes eind jaren negentig en aan het begin van de eenentwintigste eeuw tot stand¹. In Nederland echter werd er in 2003 de Code Tabaksblad gepubliceerd, terwijl in het jaar 2004 onder het voorzitterschap van Maurice Lippens de Belgische corporate governance code werd gepubliceerd door de Belgische corporate governance commissie.

De bovenvernoemde commissie is ontstaan op 22 januari 2004. Ze werd in het leven geroepen omdat er reeds drie afzonderlijke documenten met aanbevelingen voor integer en deugdelijk bestuur waren opgesteld door diverse instanties. Het was dan ook absoluut nodig dat deze documenten werden samengebracht en geactualiseerd in één document, namelijk de Belgische corporate governance code. Deze code wordt regelmatig herzien en bijgewerkt, afhankelijk van de krachten die spelen in de ondernemingswereld (Belgische Corporate Governance Code, 2009).

Volgens de preambule bij de Belgische Corporate Governance Code voor beursgenoteerde ondernemingen is de belangrijkste doelstelling van de code het bevorderen van waardecreatie op lange termijn. Het stimuleren van goede corporate governance leidt tot vertrouwen vanwege de investeerders en dit komt ten goede aan alle stakeholders (Belgische Corporate Governance Code, 2009).

De corporate governance code kent zeer veel flexibiliteit in het gebruik. De code is een aanvulling op het wettelijke systeem en mag dus ook enkel als complementair geïnterpreteerd worden en mag onder geen enkele omstandigheid als tegenstrijdig beschouwd worden met de overeenkomstige wetten. De code is opgesteld volgens het “comply or explain” principe, wat inhoudt dat van de code afgeweken mag worden zolang hier een geldige verklaring voor wordt opgenomen, wat tevens ook de flexibiliteit verbetert (Belgische Corporate Governance Code, 2009).

De Belgische corporate governance code voor beursgenoteerde bedrijven is gebaseerd op

¹ De eerste corporate governance code in een internationale context werd reeds in 1978 gepubliceerd door de US business Roundtable, in een periode gekenmerkt door vijandige overnames in een poging van de grote ondernemingen een machtsimperium op te bouwen (Aguilera & Cuervo-Cazurra, 2004).

negen “principes” die hieronder weergegeven worden:

Principe 1: De vennootschap past een duidelijke governance structuur toe.

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

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

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

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

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

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

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

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

In hoofdstuk 3 zal er aandacht worden besteed aan principe twee, namelijk de efficiënte werking van de raad van bestuur. De kern van deze masterproef zal handelen over het remuneratiebeleid voor de leden van de raad van bestuur en dus meer bepaald principe zeven, en de beschikbare literatuur komt dan ook verder aan bod in de literatuurstudie. Hier zal echter nog dieper ingegaan worden op het kader dat gecreëerd wordt door middel van de aanbevelingen via de Code.

Bepaling 7.1 zegt dat de remuneratie voldoende moet zijn voor het aantrekken, behouden en motiveren van de bestuurders en de leden van het uitvoerende management. Dit is reeds een eerste indicator waaraan het vergoedingsbeleid gevoerd door de onderneming aan moet voldoen.

Verder wordt er bepaald dat er tevens een remuneratieverslag opgesteld zal moeten worden, hetgeen de transparantie verbetert. In dit verslag wordt het gehanteerde beleid opgesteld en verklaard.

Een belangrijk verschil met de Corporate Governance codes in bijvoorbeeld de Verenigde

Staten betreft bepaling 7.7. Hierin staat vermeld dat de leden van de raad van bestuur geen enkele vorm van prestatiegebonden remuneratie zoals bonussen of aandelengerelateerde incentiveprogramma's op de lange termijn mogen ontvangen voor hun prestaties als lid van de bestuursraad (Belgische Corporate Governance Code, 2009).

Ook de vijfde bepaling is relevant met betrekking tot de centrale onderzoeksvraag en bepaalt dat de onderneming een specifiek remuneratiecomité moet oprichten met als doelstelling dat geen enkele bestuurder over zijn eigen remuneratie zou kunnen beslissen (Belgische Corporate Governance Code, 2009).

Wat betreft het remuneratiecomité moet opgemerkt worden dat er in het Belgische wetboek een wet met betrekking tot het remuneratiecomité werd opgenomen. Deze wet is onderdeel van Titel 2 van het "wetsontwerp tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank-en financiële sector". Binnen titel 2 zijn er twee hoofdstukken opgenomen met betrekking tot het remuneratiebeleid binnen de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Het eerste hoofdstuk bepaalt dat de genoteerde onderneming een jaarverslag moet opmaken en dat het remuneratieverslag hier deel van moet uitmaken.

Het remuneratieverslag behandelt met betrekking tot de raad van bestuur de gehanteerde procedure om:

- een remuneratiebeleid te ontwikkelen;
- de remuneratie te bepalen van de individuele bestuurders.

Wat betreft het remuneratiebeleid wordt onderscheid gemaakt tussen de principes waarop de vergoedingen gebaseerd zijn, het relatieve belang van de verschillende componenten in de vergoeding en het beleid voor de komende twee jaren. De totale remuneratie moet opgesplitst worden volgens de verschillende componenten (vast, variabel, onkosten,..).

Tevens wordt in de wet bepaald dat de onderneming een remuneratiecomité moet oprichten. Het comité mag enkel bestaan uit niet-uitvoerende leden waarvan meer als de helft ook als onafhankelijk beschouwd zal moeten kunnen worden.

Het tweede hoofdstuk heeft betrekking op de vergoedingen voor de uitvoerende leden en dit onderwerp zal hier dan ook niet verder behandeld worden.

2.6. Besluit

Als besluit kan gesteld worden dat er reeds in de zeventiende eeuw behoefte was aan een eerste vorm van integer bestuur, en dat het begrip ‘corporate governance’ doorheen de tijd verschillende evoluties heeft doorgemaakt. Onder meer door de verschillende corporate schandalen en door de toenemende maatschappelijke veranderingen, kreeg het begrip meer en meer aandacht.

Een alom erkende definitie is tot op heden niet opgesteld kunnen worden, maar een verzameling van de vele beschikbare omschrijvingen kan een heldere kijk geven op het thema.

In 2004 werd de Belgische corporate governance code voor de beursgenoteerde ondernemingen een feit. Deze code is gebaseerd op verschillende principes en richtlijnen die de genoteerde ondernemingen ofwel moeten volgen, ofwel zullen ze een gefundeerde uitleg moeten geven waarom ze er van afwijken. Relevant voor deze studie, is dat er verschillende principes opgenomen zijn met betrekking tot de remuneratie van de bestuursleden, en dat er dus als het ware een kader geschetst werd waarbinnen de genoteerde ondernemingen hun remuneratiebeleid kunnen bepalen.

Hoofdstuk 3: De efficiënte werking van de raad van bestuur

In dit hoofdstuk komt de werking van de raad van bestuur binnen een corporate governance omgeving aan bod. Eerst en vooral zal er in de eerste sectie een korte inleiding voorzien worden waarin de Raad van Bestuur als orgaan binnen een corporate governance omgeving gedefinieerd wordt. Verder worden er verschillende rollen toegedicht aan de raad van bestuur, die inzicht kunnen bieden in mogelijke determinanten van de vergoedingen voor de bestuursleden.

3.1. Inleiding

De raad van bestuur vormt het centrale thema van het onderzoek. Een duidelijk begrip van de werking is dan ook absoluut noodzakelijk, alvorens verder in te gaan op de beloningsmechanismen van de bestuursleden.

Binnen een corporate governance structuur worden er verschillende mechanismen aangehaald die moeten zorgen voor de efficiënte werking van de ondernemingen. Er bestaan zowel interne als externe controle mechanismen. Als externe controlemechanismen denken we aan de overnamemarkt, zogenoemde “proxy fights” en het wettelijke systeem terwijl de interne controle mechanismen de eigendomsstructuur van de onderneming en de raad van bestuur vormen.

De raad van bestuur is het hoogste leidinggevende orgaan binnen de onderneming en staat onder meer in voor het aanstellen van het management en het nemen van belangrijke beslissingen inzake het strategische beleid (Forbes, 1999).

De raad van bestuur wordt aangesteld door de Algemene Vergadering der Aandeelhouders. De aandeelhouders hebben voornamelijk als doel hun geïnvesteerde kapitaal zo winstgevend mogelijk te laten renderen, of met andere woorden willen zij de prijs van het aandelenkapitaal en als dusdanig de ondernemingswaarde zien groeien (Adjaoud, 2007). Om de doelstellingen van de aandeelhouders over te brengen naar het management, wordt beroep gedaan op mechanismen. De raad van bestuur is hier het belangrijkste voorbeeld van, en tevens staat de raad er voor in dat het management steeds handelt naar de belangen van de aandeelhouders.

De Jong (1997) concludeerde dat België samen met ondermeer Frankrijk, Italië, Spanje en Portugal behoren tot een groep van “Latinic firms”. Deze subgroep van bedrijven wordt gekenmerkt door grote en controlerende aandeelhouders, sterke netwerken tussen ondernemingen onderling en slechts een beperkte rol voor de kapitaalmarkten. Als grote aandeelhouders worden ondermeer de private personen en families gezien maar ook ondernemingen of de overheid. Dit werd later voor de rol van corporate governance in het algemeen, zoals in een vorige sectie aangehaald, bevestigd door Weimer en Pape (1999).

België wordt gekenmerkt door een one-tier of unitaire raad van bestuur. Dit betekent dat er sprake is van slechts één bestuursorgaan waarin zowel interne als externe bestuurders zetelen, en staat in tegenstelling tot het two-tier systeem waarbij er een dualiteit bestaat tussen een management raad en een gescheiden toezichtsraad (Jungmann, 2006). Bestuurleden worden

als intern beschouwd wanneer ze naast hun zetel in de raad van bestuur nog een functie uitoefenen binnen de onderneming, terwijl externe bestuursleden naast hun mandaat geen enkele relatie met de onderneming hebben (Johnson, 1996).

In de literatuur worden verschillende rollen aan de raad van bestuur toegedicht. Aan de hand van deze verschillende rollen zal nagegaan worden, wat nu juist de taak van de raad van bestuur zou moeten zijn binnen een corporate governance structuur. Tevens zal er aandacht besteed worden aan de invloed van de desbetreffende rol op de efficiënte werking van de raad van bestuur.

3.2. Resource dependency theory

De resource dependency theorie is een vaak terugkerende theorie wat betreft het documenteren van relaties binnen de onderneming. Relevant voor dit hoofdstuk is echter dat er aan de hand van deze theorie een specifieke rol kan toegedicht worden aan de raad van bestuur.

De resource dependency theorie ziet de onderneming als een open systeem, terwijl deze onderneming voor haar succesvolle verdere bestaan afhankelijk is van externe organisaties voor het leveren van belangrijke bronnen. Het overleven en het succes van de onderneming is dus gebaseerd op de mogelijkheden tot het bereiken van deze externe bronnen (Pfeffer & Salancik, 1978). Wat betreft de raad van bestuur kan dus gesteld worden dat externe bestuurders belangrijk kunnen zijn, om in contact te kunnen staan met andere bedrijven, noodzakelijk voor het bekomen van de schaarse bronnen en de onderneming te ‘linken’ met de externe bedrijfswereld (Lynall, Golden, & Hillman, 2003). De raad van bestuur is onder andere verantwoordelijk voor het creëren van “director interlocks” om als dusdanig banden te creëren om zo de toegang tot de schaarse bronnen te kunnen garanderen (Hung, 1998). De raad van bestuur heeft met andere woorden een netwerkrol en linkt het bedrijf met zijn externe omgeving. Eveneens kan er kostbare informatie gecommuniceerd worden tussen de verschillende bedrijven (Hung, 1998).

In de literatuur wordt vooral de aandacht gevestigd op de ideale samenstelling voor de raad van bestuur met betrekking tot de verhoudingen tussen het aantal externe en interne bestuurders aan de hand van de resource dependency theorie. In wat volgt wordt een korte samenvatting gegeven wat betreft de besluiten die teruggevonden worden in de literatuur, wat betreft de werking en samenstelling van de raad van bestuur aan de hand van de resource dependency theorie.

Pfeffer et al. (1978) toonden aan dat het aantal externe leden dat de raad van bestuur rijk is afhankelijk moet zijn van de verschillende externe en interne factoren die invloed uitoefenen op de organisatie, dus in overeenstemming met de contingency theory. Indien de onderneming zwaar afhankelijk is van andere ondernemingen om de toegang tot schaarse bronnen te kunnen verzekeren, is er een grotere ratio van externe bestuurders ten opzichte van interne bestuurders noodzakelijk. Dezelfde auteurs concluderen dat in de zwaar gereguleerde industrieën een grotere verhouding externe ten opzichte van interne bestuurders vooropstellen (Pfeffer & Salancik, 1978).

Tevens wordt er besloten dat niet enkel het aantal externe leden binnen de raad belangrijk is, maar tevens het aantal connecties dat per bestuurslid vergaard wordt. Zo zal de onderneming vooral ‘resource-rich’ bestuurders moeten aanstellen (Hillman, Withers, & Collins, 2009).

Verder wordt besloten dat het type van bestuurslid dat aangesteld zal moeten worden ook afhangt van het stadium van ontwikkeling waarin de onderneming zich bevindt. Zo zal een onderneming die zich in het stadium net na de IPO bevindt, nood hebben aan andere soorten bronnen en informatie dan de ondernemingen die reeds lang genoteerd staan (Hillman, Withers, & Collins, 2009). Zo onderscheiden Hillman, Canella en Paetzold (2000) drie classificaties waarin de behoeften van de ondernemingen verdeeld kunnen worden. Ze maken een indeling tussen “business experts”, “support specialists” en “community influentials” en de verschillende categorieën komen overeen met de verschillende bronnen die de bestuurders de onderneming kunnen bijbrengen. Zo zal elke onderneming afhankelijk van de fase waarin ze zich bevindt, nood hebben aan een andere categorie van externe bronnen en dus ook een andere categorie van overeenkomstige externe bestuursleden.

Indien een onderneming dus afhankelijk is van de toegang tot schaarse middelen, kan een hoge ratio van externe bestuurders ten opzichte van interne bestuurders noodzakelijk zijn. Het remuneratiebeleid kan dan gebruikt worden om aantrekkelijke bestuurders te verleiden tot een zetel in de raad van bestuur, en om deze te motiveren zijn taken zo goed mogelijk uit te voeren.

3.3. Stakeholder theory

De stakeholder theorie stelt dat een eerder pluralistische kijk op de organisatie noodzakelijk is (Hung, 1998). Freeman (1984) gaf aan dat een mogelijke definitie van “stakeholder” zou kunnen zijn: “Iedere groep of individu die ofwel beïnvloed wordt door de ondernemingsdoelstellingen ofwel zelf de mogelijkheid heeft om de

ondernemingsdoelstellingen te beïnvloeden” (Freeman, 1984). Onder andere werknemers, de overheid, klanten, aandeelhouders en de overheid kunnen beschouwd worden als stakeholders van de onderneming.

De basisgedachte achter de stakeholder theorie is dat de onderneming een bredere verantwoordelijkheid heeft dan het maximaliseren van de ondernemingswinsten. De onderneming is met andere woorden verantwoordelijk voor alle verschillende stakeholders die de onderneming rijk is. De ondernemingsdoelstellingen moeten als dusdanig opgesteld worden dat de verschillende (en vaak conflicterende) doelstellingen van de verschillende stakeholders zo optimaal mogelijk nagestreefd worden (Hung, 1998).

De rol van de raad van bestuur bestaat er dan in dat er onderhandeld en beraadslaagd zal moeten worden opdat deze doelstellingen bereikt kunnen worden. De raad van bestuur is met andere woorden verantwoordelijk voor het uitzetten van de algemene richtingen van het beleid en bekleedt als dusdanig een coördinerende rol (Hung, 1998).

3.4. Agency theory

De agency theorie zal binnen deze masterproef een centrale rol spelen en zal dan ook uitgebreid besproken worden in volgende secties. Hier zal er slechts aandacht besteed worden aan de rol die aan de raad van bestuur wordt toegedicht volgens de bovenstaande theorie.

Jensen & Meckling (1976) definiëren een agency relatie als een relatie waarbij de principaal bevoegdheden en verantwoordelijkheden delegeert aan een andere partij, de agent, en waarbij deze agent verantwoordelijk is voor het nuttig gebruiken van deze bevoegdheden in het licht van de ondernemingsdoelstellingen. Volgens dezelfde auteurs zou het voor deze agenten mogelijk zijn om misbruik te maken van hun bevoegdheden en zo hun eigenbelang voor het belang van de onderneming in het geheel te stellen.

Het principaal-agent probleem kan zich op verschillende niveaus voordoen. Een eerste probleem doet zich voor wanneer de aandeelhouders van het bedrijf niet dezelfde individuen zijn als de managers. De managers hebben andere interesses dan de aandeelhouders die streven naar maximale aandeelhouderswaarde. Hier zou het dus met andere woorden mogelijk zijn dat het management andere objectieven nastreeft dan de aandeelhouders. De managers zouden bijvoorbeeld geïnteresseerd kunnen zijn in het verdoezelen van bepaalde negatieve cijfers, terwijl de aandeelhouders rekenen op betrouwbare informatie. Wegens de grote ongelijkheid betreffende inzicht in het beleid van het bedrijf, zijn de verschillende

aandeelhouders dus zeer zeker gebaat met een efficiënte communicatie van de aanwending der middelen in hun richting (Nicholson & Kiel, 2007).

De rol van de raad van bestuur bestaat er dan in om een controleorgaan te zijn opdat de doelstellingen van beide partijen op mekaar afgestemd worden en het reduceren van het mogelijke opportunistische gedrag vanwege het management (Nicholson & Kiel, 2007).

3.5. Stewardship theory

De basisgedachte achter de stewardship theorie is tegengesteld aan deze van de agency theorie. Er wordt namelijk niet van uitgegaan dat het management opportunistisch gedrag zal vertonen, maar dat de bedoelingen intrinsiek oprecht zijn en dat het management als dusdanig hun opdracht zo goed mogelijk zal willen vervullen (Hung, 1998).

Het gevolg van het feit dat volgens deze theorie er geen conflicterende doelstellingen bestaan, is dat de raad van bestuur in essentie geen controlerende rol hoeft te vervullen, maar enkel een strategische rol op zich moet nemen (Hung, 1998).

De raad van bestuur moet volgens de stewardship theorie dus actief participeren aan alle strategie-gerelateerde zaken. Het management zal meer geneigd zijn om de gemaakte plannen beter voor te bereiden en te analyseren en dieper na te denken over zowel het opstellen van de strategische plannen en de uitvoering ervan als er van uitgegaan kan worden dat er een actieve en participerende raad van bestuur bestaat die de voorstellen en plannen ook zal analyseren en er ruimte is voor discussie (Lynch, 1979).

Alhoewel de stewardship theorie onze kennis over de raad van bestuur verruimt, krijgt de theorie in de literatuur ook veel kritiek.

Zo stelt Andrews (1981) dat de enige rol van de raad er in zal bestaan om de voorgestelde strategieën van het management goed te keuren.

3.6. Institutional theory

Volgens de institutional theory moet de raad van bestuur een onderhoudende rol op zich nemen (Hung, 1998). Organisaties worden namelijk begrensd door allerlei sociale regels en aangenomen conventies, die de organisatie vorm geven en de activiteiten begrenzen (Ingram & Simons, 1995).

De onderhoudende rol van de raad van bestuur bestaat er dan in om de externe omgeving van de onderneming perfect te begrijpen en te beantwoorden aan alle institutionele druk.

De raad van bestuur wordt aanzien als een technisch instrument met een rol en werking als reactie op alle invloeden en beperkingen vanuit de externe omgeving (Hung, 1998). Meyer en Rowan (1977) konden besluiten dat de raad van bestuur de formele controle procedures enkel gebruikt voor symbolische gelegenheden, terwijl de ‘echte’ controle wordt uitgeoefend door sociale en idiosyncratische maatregelen².

Net zoals de stewardship theory is ook de institutional theory niet vrij van kritiek. Zo laakt de institutionele theorie de expliciete aandacht voor de strategische kanten van de organisatie, en tevens wordt een overgesocialiseerde visie verweten (Hung, 1998).

3.7. Managerial hegemony

Onder invloed van de managerial hegemony theorie wordt de raad van bestuur in een ondersteunende rol geduwd. Er wordt van uitgegaan dat de onderneming geleid wordt door een zeer professionele en bekwame managementstaf. De taak van de raad van bestuur bestaat dan enkel uit het goedkeuren (of met andere woorden ‘rubber stamp’) van de beslissingen die door het management reeds gevoerd worden. Ook de beslissingen inzake het strategische beleid zijn voor het management en worden alleen ‘goedgekeurd’ door het management (Hung, 1998).

Drucker (1974) ging zelfs zo ver te vermelden dat de raad van bestuur een onmachtige ceremoniële en wettelijke fictie is terwijl Mace (1971) het heeft over een managementinstrument dat slecht gebruikt wordt om de beslissingen van professionele managers te ondersteunen. Volgens dezelfde auteurs wijst dit er dus op dat de raad zeer inefficiënt werkt en niet voldoet aan de doelen waarvoor zij eigenlijk in het leven geroepen is.

De reden waarom de raad van bestuur slechts in een ondersteunende rol geduwd wordt heeft zowel objectieve als subjectieve elementen (Hung, 1998).

De subjectieve factoren geven aan dat de raad van bestuur nooit onafhankelijke beslissingen van het management zal nemen om drie verschillende subjectieve redenen. Op de eerste plaats komt dat het vaak het geval is dat de bestuursleden zijn voorgedragen door de leden van het management. Zij hebben er dus alle baat bij om het managementteam te steunen in hun beslissingen. Op de tweede plaats komt dat de bestuursleden vaak ook gewoon medewerkers zijn binnen het bedrijf en dus vaak ook zelf meebeslissen. Ten derde is het zo dat de

² Met sociale en idiosyncratische maatregelen worden maatregelen met een eigen, afwijkend karakter bedoeld.

bestuurders ook zelf echte voordelen halen uit hun mandaat die zorgen voor een aansporing voor hun overeenstemming met de gemaakte beslissingen (Hung, 1998).

Als objectieve factoren voor de redenering dat de raad enkel een steunende rol kan vervullen worden twee argumenten voorgedragen. Het is op de eerste plaats zo dat de bestuurders zich voor hun beslissingen baseren op informatie die door het management zelf wordt aangebracht. Hierdoor moet de vraag gesteld worden of objectieve beslissingen wel mogelijk kunnen zijn. Ten tweede is het al te vaak zo dat de bestuurders slechts een relatief beperkte kennis bezitten om ook echt zelf effectieve beslissingen te kunnen maken (Hung, 1998).

3.8. Besluit

De bedoeling van dit hoofdstuk was het schetsen van een duidelijk referentiekader waarbinnen de raad van bestuur zijn controlerende en monitorende rol kan vervullen. Aan de hand van verschillende theorieën werden er verschillende rollen toegedicht aan de bestuurstaken.

Hoofdstuk 4: Bestuurderscompensaties

In dit hoofdstuk volgt een samenvatting van de beschikbare literatuur wat betreft de vergoedingen aangeboden aan de leden van de raad van bestuur. Na een korte inleiding zal er getracht worden een onderscheid te maken tussen de verschillende vormen van compensatie die mogelijk zijn wat betreft uitbetaling aan de bestuursleden.

Na een goede kijk te hebben bekomen op de mogelijke vormen van vergoedingen zal een theoretisch referentiekader worden opgesteld, waarop de determinanten van de vergoedingen gebaseerd kunnen worden. Om tot een zorgvuldige analyse te komen wat betreft de vergoedingen voor de raad van bestuur, zal het nodig zijn de theoretische achtergrond voor de compensatie van de CEO in de discussie te betrekken, wat dan ook nadrukkelijk aangegeven zal zijn. Verder moet benadrukt worden dat het leeuwenaandeel van de beschikbare literatuur gebaseerd is op onderzoek voor Amerikaanse bedrijven, waardoor het nodig is de verschillen voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen zorgvuldig aan te geven.

Het theoretische referentiekader zal gebruikt worden als achtergrond in de zoektocht naar de mogelijke determinanten van de bestuurdersvergoeding. Het is geenszins de bedoeling op zoek te gaan naar een optimale compensatiestructuur.

Alvorens het hoofdstuk te besluiten, wordt er een overzicht gegeven van de (voornamelijk Amerikaanse) empirische onderzoeken met betrekking tot de bestuurdersvergoedingen.

4.1. Inleiding

Zoals reeds gezegd zijn de vergoedingen verkregen door topmanagers en ook door de leden van de raad van bestuur een hot topic, en dit zowel binnen het hedendaagse nieuws als ook als onderdeel binnen de corporate governance discussie. De vergoedingen lijken vaak erg hoog en er lijkt niet echt een systeem te zijn waarop de vergoedingen gebaseerd zijn.

Om een duidelijke indeling te kunnen maken wat betreft mogelijke compensatievormen voor bestuursleden, moet er opgemerkt worden dat er een verschil bestaat tussen outside directors en inside directors wat betreft compensatie. Inside directors of interne bestuursleden bekleden naast het zetelen binnen de raad van bestuur nog een andere functie binnen de onderneming, terwijl dit bij outside directors of externe bestuursleden niet het geval is. In de corporate governance discussie is de ideale verhouding tussen het aantal inside directors ten opzichte van het aantal outside directors een zeer actueel en belangrijk discussiepunt. Ook in voorgaand hoofdstuk werd er voornamelijk aan de hand van de resource dependency theorie een overzicht gegeven van enkele belangrijke principes wat betreft het bepalen van de verhouding tussen de inside directors en de outside directors. Een ander belangrijk aandachtspunt bij het bepalen van deze verhouding is de mate van objectiviteit die wordt aangenomen groter te zijn bij de outside directors (Agrawal & Knoeber, 1996).

Binnen het Belgische Corporate governance kader wordt er naar de inside directors verwezen als de uitvoerende bestuurders. De outside directors worden als niet-uitvoerende bestuurders omschreven. Wat betreft de niet-uitvoerende bestuurders is er nog een tweede categorische indeling mogelijk. De onafhankelijke, (ten opzichte van de niet-onafhankelijke) bestuursleden nemen een zeer belangrijke rol in binnen het corporate governance gebeuren.

Farrel et Al. (2008) besluiten dat in het merendeel van de gevallen binnen de Amerikaanse ondernemingen de interne bestuursleden niet extra gecompenseerd worden voor hun functie binnen de raad van bestuur. Na het zelf uitgevoerde onderzoek kan besloten worden dat dit eveneens het geval voor de Belgische ondernemingen. In de volgende discussies zal dan ook, tenzij anders vermeld, met bestuurdersvergoedingen, de vergoedingen uitgekeerd aan outside directors (of niet-uitvoerende bestuursleden) bedoeld worden.

4.2. Vormen van bestuurderscompensaties

Wat betreft de Amerikaanse ondernemingen, kan in de literatuur worden vastgesteld dat de vergoedingen voor outside directors merkelijk verschillen van de vergoedingen voor leden van het management team. De vergoeding voor de bestuursleden is namelijk een vergoeding

die verdeeld moet worden onder het aantal leden van de raad van bestuur. Verschillend van onderneming tot onderneming, ontvangen de outside directors een jaarlijkse vergoeding, zitpenningen voor vergaderingen, extra vergoedingen voor lidmaatschap van een specifiek comité en een eventuele prestatiegerichte compensatievorm wanneer er bijvoorbeeld bepaalde doelstellingen worden behaald. Ook wordt vastgesteld dat de verschillen tussen de leden van een en dezelfde raad slechts resulteren uit de participaties binnen verschillende comités, eventueel fungeren als voorzitter van de raad of verschillen in aanwezigheid wat betreft vergaderingen. De vergoedingen zijn dus met andere woorden niet gebaseerd op unieke karakteristieken die de verschillende raadsleden toevoegen aan de raad van bestuur (Farrel, Friesen, & Hersch, 2008).

Verder is het zo dat niet alleen het principe waarop de vergoeding gebaseerd is (zitpenning, jaarlijkse vergoeding, voorzitterschap,...) merkbaar kan verschillen, maar ook de vorm waaronder uitbetaald wordt kan verschillen. Zo worden er ondermeer uitbetaald in de vorm van baar geld, maar ook het uitkeren van aandelen en aandelenopties is courant. Wat betreft vergoedingen in de vorm van aandelen(opties), moet er ook een belangrijk onderscheid gemaakt worden. We kunnen namelijk spreken van beloningen in de vorm van vaste-waarde en vast-aantal uitkeringen (O'Byrne, 1995). Met vaste-waarde uitkeringen wordt bedoeld dat er steeds voor een vast bedrag aan aandelen of aandelenopties wordt uitgekeerd. Men zal dan het gewenste uit te keren bedrag delen door de prijs van de aandelen of opties om zo het uiteindelijke aantal te bekomen. Bij een uitkering die onder de noemer van vast-aantal aandelen valt, keert de onderneming elk jaar een vast aantal aandelen(opties) uit, en de waarde van de vergoeding ligt dus niet op voorhand vast (Farrel, Friesen, & Hersch, 2008, O'Byrne, 1995).

Voor de Belgische ondernemingen liggen de zaken echter anders. In een voorgaand hoofdstuk werd reeds aangehaald dat de vergoedingen uitgekeerd aan de leden van de raad van bestuur geen enkele prestatiegerichte component mochten bevatten. Er wordt dus met andere woorden geen enkele vorm van uitkering toegestaan op basis van behaalde ondernemingsprestaties, noch is het toegestaan aandelen of aandelenverwante producten als compensatievorm aan te bieden (Belgische corporate governance code, 2009). Wel moet hier reeds vermeld worden dat er door middel van het “pas toe of leg uit” principe waarop de code gebaseerd is, er een mogelijkheid bestaat om wegens gefundeerde redenen hiervan af te wijken en dus wel aandelen als mogelijke compensatievorm uit te keren. Hier een voorbeeld van is AB Inbev.

De Belgische ondernemingen keren dan ook vergoedingen uit onder de vorm van een jaarlijkse vaste vergoeding, eventuele aanwezigheidspremies op bestuursvergadering, lidmaatschap en eventueel voorzitterschap van een bepaald comité, aanwezigheden op de verschillende vergaderingen van deze comités en eventuele onkostenvergoedingen. Mogelijke verschillen tussen de leden onderling zijn dan ook in principe mogelijk, gebaseerd op verschillende aanwezigheden en/of voorzitterschap.

4.3. Theoretische achtergrond

In deze sectie zal er een zo volledig mogelijke theoretische achtergrond geschetst worden voor de motivatie achter de hoogte en vorm van de bestuurdersvergoedingen. Er komen twee theorieën aan bod: de agency theorie en de contingency theorie wat betreft de onderneming. Daar de oorspronkelijke agency theorie ontwikkeld werd met betrekking tot de relatie aandeelhouder-manager zal er vertrokken worden vanuit dit standpunt, om geleidelijk aan te komen tot een vergelijkbaar kader voor de relaties met de raad van bestuur, waaruit dan weer principes voor de beloningsstructuur voor de bestuursleden afgeleid zullen worden. De meeste toepassingen die de agency theorie aan de compensatiestructuur linken handelen over het gebruiken van het compensatiesysteem om de activiteiten van de managers te controleren door via allerlei mechanismen de doelstellingen van de aandeelhouders en managers op een en dezelfde lijn te krijgen. De raad van bestuur wordt dan aanzien als een intern controlemechanisme waaraan monitoringkosten worden verbonden en de raad staat er voor in dat er ook effectief beslissingen genomen worden in het belang van de aandeelhouders. Toch zijn er ook principes neergeschreven die een blik werpen op de mogelijkheden om de doelstellingen van de aandeelhouders en de bestuursleden op één lijn te krijgen, waarover de volgende paragrafen dan ook zullen handelen.

4.3.1. Agency theorie: eigenaar-manager relatie

Zoals reeds vermeld ontstaan er governance problemen wanneer er een scheiding ontstaat tussen de eigenaars van een onderneming en dus met andere woorden de verschaffers van het kapitaal en degenen die deze middelen gebruiken om de onderneming te leiden. Een eerste voorbeeld was het oprichten van de VOC, waarin de particulieren die het kapitaal leverden, verschilden van degenen die het kapitaal gebruikten en er mee werkten.

Later in de geschiedenis fragmenteerde het aandeelhouderschap meer en meer. Dit leidde er toe dat door het verspreide aandelenbezit en door de toenemende complexiteit van de onderneming de managers meer en meer konden rekenen op meer en meer macht op de

onderneming, terwijl de individuele aandeelhouder zijn controle en mogelijkheid tot beslissen versnipperd zag geraken. Hoewel in de literatuur vaak slechts de relatie tussen twee enkelvoudige partijen wordt besproken, was de traditionele problematiek gebaseerd op drie betrokken partijen, namelijk eigenaars, managers en schuldeisers (Harvey & Schrieves, 2001).

Een van de bekendste studies met betrekking tot de agency theorie is Jensen en Meckling (1976). Zij definieerden de principaal-agent problematiek als volgt: “a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating decision making authority to the agent” (Jensen & Meckling, 1976).

De theorie gaat zoals reeds gezegd uit van het theoretische kader waarbij de aandeelhouders (principalen) beslissingsmacht en andere rechten delegeren aan de managers (agenten). Het artikel werd geschreven onder de assumptie dat beide partijen opportunistisch denken en slechts hun eigen nut willen maximaliseren. Aan de basis van mogelijke problemen ligt de mogelijke informatie-assymetrie tussen de eigenaars en de managers. Indien de principalen perfect kunnen controleren wat de agenten uitvoeren, zou het onmogelijk zijn in opportunistisch gedrag te engageren.

In een aanvulling wordt er ook van uitgegaan dat alle agenten egocentrisch zijn en bepaalde risico's trachten te vermijden terwijl de principalen risicoavers zijn naast het feit dat beide partijen nog altijd als begrensd-rationeel en self-interested worden aanzien (Tosi, Werner, & Katz, 2000). Indien de agenten en de principalen dus conflicterende doelstellingen hebben ontstaat er een probleemdomen. Hetzelfde probleem domein ontstaat wanneer de welvaart van de managers niet rechtstreeks gebonden is aan het aandelenkapitaal, en dus de managers geneigd zijn hun eigen doelen als belangrijker te beschouwen en dus te verkiezen boven de belangen van de aandeelhouders. In dergelijke scenario's loopt de onderneming het risico dat de ondernemingsdoelstellingen niet behaald worden (Jensen & Meckling, 1976). Tevens is het zo dat de agenten slechts een miniem deel van de risico's dat de ondernemingswaarde daalt ook effectief zelf zullen dragen en daarom zullen zij het niet nalaten om opportunistisch gedrag na te streven dat hen minimale voordelen kan opleveren zonder te denken aan de gevolgen voor de onderneming (Agrawal & Knoeber, 1996). Dit is een eerste indicatie dat een ideale beloningsstructuur de doelstellingen van beide partijen zou kunnen doen overeenstemmen.

In de literatuur wordt er van uitgegaan dat er twee belemmeringen kunnen optreden bij het reduceren van de agency kosten. Het eerste obstakel is gerelateerd aan het probleem van de informatieassymetrie. In een complexe bedrijfswereld is het zeer moeilijk om een perfect systeem op te richten dat de informatieassymetrie tot nul herleid (Tosi, Werner, Katz, & Gomez-Meija, 2000).

Een tweede obstakel is dat het voor de eigenaars van de onderneming zeer moeilijk is om de activiteiten van de managers te structureren en te controleren (Tosi, Werner, Katz, & Gomez-Meija, 2000).

Nu zal een samenvatting gegeven worden van de literatuur die beschikbaar is wat betreft het reduceren van agency kosten in de relatie tussen de topmanagers en de aandeelhouders.

4.3.1.1. Leidinggevende machtsbenadering

Een eerste benadering die een link vormt tussen de compensatiestructuur van de topmanagers en de principaal-agent problematiek, wordt de leidinggevende benadering of managerial power theory genoemd. Volgens deze theorie is het voor de CEO mogelijk om dermate veel macht uit te oefenen over de raad van bestuur zodat het uiteindelijk toch de topmanagers zijn die hun eigen lonen bepalen (o.a. Finkelstein, 1992). De compensatiestructuur voor de managers vormt dus met andere woorden geen oplossing voor de principaal-agent problematiek, maar is er eerder een onderdeel van.

Managerial power wordt gedefinieerd als de mogelijkheid voor managers om de compensatiecontracten dermate te beïnvloeden dat het de managers zelf voordelen oplevert ten nadelen van de aandeelhouders (Finkelstein, 1992). Logischerwijze is uit onderzoek voorgekomen dat de managerial power het sterkst is wanneer het bestuur relatief zwak is (Holthausen & Larcker, 1993), het aandeelhouderschap te verspreid is (Bebchuk & Fried, 2003) en wanneer de managers beschermd worden door anti-overname contracten.

In het algemeen kan gesteld worden dat de leidinggevende machtsbenadering slechts de voorkeur geniet bij een bepaald aantal onderzoekers en de executive compensatie dus niet kan aanzien worden als een oplossing voor de principaal-agent problematiek (Bebchuk & Fried, 2003).

4.3.1.2. De optimale contract benadering

Een benadering die in de literatuur wel aanzien wordt als een mogelijke oplossing voor de principaal-agent problematiek wordt de 'optimale contractbenadering' genoemd. Er wordt van

uitgegaan dat de contracten wat betreft compensatie voor de managers als dusdanig opgesteld moeten worden door de raad van bestuur zodat de belangen van de aandeelhouders optimaal gewaarborgd worden en dat de aandeelhouderswaarde gemaximaliseerd wordt (Bebchuk & Fried, 2003) . Dit was ook de redenering in een van de eerste studies wat betreft de principaal-agent problematiek. De beloningscontracten moesten als dusdanig opgesteld worden dat de managers aangespoord worden om zich maximaal in te spannen voor de belangen van de aandeelhouders en om deze managers aan de onderneming te linken (Jensen & Meckling, 1976).

4.3.2. Agency theorie: eigenaar-raad van bestuur relatie

Dezelfde theorie kan echter ook op de verhouding tussen de raad van bestuur en de eigenaars van de ondernemingen toegepast worden (Bryan, 2000). De raad van bestuur gaat fungeren als agent voor de aandeelhouders om het deugdelijk bestuur vanwege de managers te monitoren. Het is dan ook daarom dat er een mogelijkheid bestaat dat de belangen van beide partijen niet op een en dezelfde lijn liggen (Williamson, 1984).

In tegenstelling tot de principaal-agent relatie tussen de managers (de agenten) en de aandeelhouders (de principalen), neemt de raad van bestuur hier dus de rol van agent op zich, terwijl de aandeelhouders andermaal de rol van principalen toegedicht krijgen. Het agency probleem ontstaat net zoals in de relatie tussen de aandeelhouders en de managers, wanneer er sprake is van asymmetrie tussen de informatie die beide partijen bezitten. Het is dan mogelijk voor de agenten (de raad van bestuur) te engageren in opportunistisch gedrag en bijvoorbeeld een te grote hoeveelheid risico's goed te keuren of niet voldoende inspanningen te verrichten wat betreft de controle rol.

Wat betreft het reduceren van de agency problemen kan in dezelfde richting gedacht worden als wat betreft de relatie tussen de aandeelhouders en de managers.

De Belgische corporate governance code is er echter op gericht dat geen enkel lid van de raad van bestuur zijn eigen vergoeding zou kunnen gaan bepalen (Belgische corporate governance code, 2009). Het is echter zo dat binnen de raad van bestuur een specifiek comité opgericht zal worden dat instaat voor het bepalen van een remuneratiebeleid voor de leden zelf. Een belangrijke bepaling is dat de leden van dit comité enkel niet-uitvoerende bestuurders dienen te zijn. Dit principe is er op gericht om een zo efficiënt mogelijke beloningsstructuur op te stellen voor de leden van de raad van bestuur, en zo het principaal-agent probleem zo goed mogelijk te reduceren. Dit is dus in lijn met de optimale contract benadering, wat in de vorige

sectie behandeld werd. Tevens is het zo dat dit ingaat tegen de theoretische achtergrond van de leidinggevende machtsbenadering, daar er door niet-uitvoerende en vaak onafhankelijke bestuursleden over de vergoedingen wordt beslist.

Verder zal echter blijken dat het niet altijd eenvoudig is een optimaal contract op te stellen omdat er verschillende tegenwerkende krachten ten tonele verschijnen wat betreft vergoedingen uitbetaald aan bestuursleden.

4.4. Gevolgen van suboptimale bestuurdersvergoedingen

De belangrijkste taak van de raad van bestuur bestaat erin om het topmanagement advies te geven en de activiteiten van deze managers te monitoren, en zo onder elke omstandigheid de belangen van de aandeelhouders te verdedigen. Maar de geschiedenis en de logische gedachtegang wijst uit dat dit proces van monitoring niet altijd even vlot verloopt. De raad van bestuur slaagt er niet altijd in de prestaties te monitoren om verschillende redenen (Jensen, 1993).

Sommige van deze redenen zijn gelinkt aan de compensatie van de bestuursleden. Op de eerste plaats zou het kunnen dat de bestuurders die hoge compensaties verkrijgen, minder de neiging hebben om aan de alarmbel te trekken bij bepaalde zaken. Bijkomend kan gesteld worden dat een relatief grote compensatie voor de bestuursleden een cultuur van constructieve kritiek gaat tegenwerken (Brick, Palmon, & Wald, 2006). De redenen hier toe zijn redelijk duidelijk: de managers die gemonitord moet worden hebben een belangrijke bijdrage geleverd om de bestuurders in de raad te krijgen, en dus zijn de bestuurders niet geneigd om degene die verantwoordelijk zijn voor hun positie tegen de kar te stoten.

Om een duidelijke relatie te kunnen vaststellen tussen de beloningen voor de raad van bestuur en de prestaties van de onderneming, is het andermaal essentieel de beloning voor de CEO ook in de vergelijking te betrekken. In de literatuur wordt een positief verband vastgesteld tussen de vergoedingen van de bestuurders en de vergoedingen voor de CEO (Brick, Palmon, & Wald, 2006).

Een duidelijke verklaring hiervoor is nog niet gevonden, maar twee verschillende denkwijzen zijn mogelijk. Op de eerste plaats kan het positieve verband verklaard worden door een hogere mate van bedrijfscomplexiteit en het talent, inzicht en moeite dat absoluut nodig is om dergelijke bedrijven te leiden. Een andere verklaring kan gevonden worden in een redenering die erop wijst dat zowel de CEO als de bestuursleden meer hun persoonlijke belangen

verdedigen en minder geïnteresseerd zijn in de interessegebieden van de aandeelhouders (Brick, Palmon, & Wald, 2006).

Dus in het eerste geval zou er een positieve relatie moeten bestaan tussen de hoogte van de vergoedingen voor de bestuursleden en de prestaties van de onderneming, en volgens de tweede redenering een negatieve. Brick et al. (2006) vonden in overeenstemming met de tweede redenering een sterk negatieve relatie. Een stijging van amper tien procent van de vergoedingen voor de bestuursleden boven het ideale niveau zou een daling in de waarde van het aandelenkapitaal van maar liefst één procent teweegbrengen (Brick, Palmon, & Wald, 2006).

Dan rest nog de vraag of er geen mechanisme in de maatschappij bestaat dat bovenstaande praktijken in de kiem zou kunnen smoren. Bezorgdheden wat betreft carrière en eventuele compensaties gebaseerd op prestaties zouden de bestuursleden er toe aan kunnen zetten om toch hun taken volwaardig uit te voeren (Brick, Palmon, & Wald, 2006). Indien de markt voor externe bestuursleden optimaal efficiënt zou werken, zouden we verwachten dat de markt negatieve praktijken zou disciplineren (Fama, 1980). Gezien de resultaten uit het onderzoek van Brick et al. (2006) kunnen we echter besluiten dat deze markt niet efficiënt genoeg werkt. Redenen hiervoor kunnen ondermeer zijn dat de markt er niet in slaagt om op een optimale manier de kwaliteiten van bestuursleden in te schatten en dat het probleem van de free-rider veelvuldig voorkomt (Gibbons & Murphy, 1992). Tevens is het zo dat managers op zoek naar het invullen van hun eigen objectieven, de bestuursleden economische voordelen zouden kunnen toereiken om zo de controle rol aan de bestuursleden te onttrekken (Warther, 1998).

4.5. Empirische bevindingen literatuur

In deze sectie zal er een zo compleet mogelijk overzicht gegeven worden wat betreft de voorgaande onderzoeken wat betreft vergoedingen uitgekeerd aan de leden van de raad van bestuur. Er moet vermeld worden dat het vooral de vergoedingen voor de topmanagers en CEO zijn die veelvuldig gedocumenteerd zijn. Indien er een vergelijking gemaakt wordt met de vergoedingen voor het uitvoerende management team, en dit in het licht van de discussie van de bestuurdersvergoedingen toch als relevant beschouwd kan worden zal dit steeds aangegeven worden. Verder moet ook aangegeven worden dat de onderzoeken allemaal Amerikaans van oorsprong zijn, hetgeen gezien de verschillen in corporate governance principes inzake remuneratiebeleid, belangrijk is daar er conclusies getrokken zullen worden

die niet zullen gelden voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. In de samenvattende literatuur is er bewust voor gekozen om enkel de relevante bevindingen voor het empirische onderzoek mee te geven, namelijk mogelijke determinanten in de zin van bedrijfsspecifieke kenmerken die een invloed hebben op de hoogte en vorm van de bestuurdersvergoedingen. Hoewel een zoektocht naar een optimale verloningstructuur een interessant onderzoeksonderwerp is, is dit niet de doelstelling van dit onderzoek, maar dit kan wel een aanzet geven voor toekomstig onderzoek.

4.5.1. Bedrijfsspecifieke factoren en de relatie met de bestuurdersvergoedingen

Ondernemingen baseren hun remuneratiebeleid op verschillende zaken. In dit onderdeel zal er gekeken worden naar de verschillende bedrijfsspecifieke factoren die de hoogte en de vorm van de bestuurdersvergoedingen kunnen bepalen.

Het onderzoek is Amerikaans van aard, maar er zal in hoofdstuk 5 van deze masterproef getest worden of de resultaten robuust zijn voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Om het overzicht te bewaren zal er een onderscheid gemaakt worden tussen de determinanten van de hoogte van de vergoedingen en de vorm van de vergoedingen. In de eerste sectie worden de effecten van bedrijfsspecifieke kenmerken op de hoogte van de vergoedingen besproken. De relatie tussen de bedrijfskenmerken en de vorm van de vergoedingen wordt naar de sectie erna uitgesteld. De discussie wat betreft de hoogte van de vergoedingen is extrapoleerbaar naar de Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Wat betreft de vorm van de vergoedingen moet echter andermaal aangehaald worden dat er in de Belgische corporate governance code is opgenomen dat prestatiegerelateerde vergoedingen niet zijn toegestaan. Daar het Amerikaanse onderzoek waarop deze sectie gebaseerd is onderscheid maakt tussen beloningen in de vorm van baar geld en aandelen(opties) zijn deze resultaten weliswaar relevant wat betreft de volledigheid, maar zijn de resultaten niet van toepassing op de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

4.5.1.1. Bedrijfsspecifieke kenmerken en hoogte van de vergoedingen

Indien managers binnen een bepaalde onderneming zelf een significant deel van het aandelenkapitaal bezitten, heeft deze onderneming zelf minder nood aan additionele controlemechanismen en moeten de belangen van de raad van bestuur en de aandeelhouders minder op een lijn gebracht worden (Jensen & Meckling, 1976). Dit zou er op kunnen wijzen dat in de ondernemingen waar de managers een significant deel van het aandelenkapitaal zelf bezitten, de totale verloning lager zou zijn.

Deze redenering wordt in een empirisch onderzoek bevestigd. Een hoge graad van aandeelhouderschap door managers wijst inderdaad op een lagere totale verloning, (Bryan, 2000). De relatie blijkt echter niet lineair te zijn. Indien de graad van aandeelhouderschap boven een bepaald punt komt, is er dan weer een positieve relatie tussen het percentage aandelen in het bezit van de managers en de hoogte van de beloningen. Dit wordt in de literatuur verklaard door twee verschillende redenering. Als eerste is het bij een hoge graad van aandeelhouderschap het geval dat externe controle en monitoring mechanismen zoals bedreigingen van overnames en proxy fights ineffectief blijken (Hermalin & Weisbach, 1991). Hier zal er dus wel een sterkere vorm van controle nodig zijn en zullen de bestuursleden gemotiveerd moeten worden een adequate controle uit te oefenen. De hoogte van de vergoedingen kan hier een oplossing voor bieden (Bryan, 2000).

Een tweede verklaring ligt erin dat de persoonlijke rijkdom van de managers vaak slechts binnen de onderneming ligt en het dus niet echt mogelijk is voor hun om te diversifiëren (Smith & Watts, 1992). Boven een bepaald niveau van aandeelhouderschap zullen de managers dus niet meer bereid zijn de noodzakelijke risico's te nemen die nodig zijn om de mogelijkheden van de onderneming maximaal te benutten. Ook hier zal de controletaak van de raad van bestuur belangrijker zijn en andermaal kan een verhoging van de vergoedingen, de leden van de raad van bestuur motiveren. Tevens kan het noodzakelijk zijn bestuursleden met meer talent aan te trekken, en in een efficiënte markt moet talent gecompenseerd worden door middel van hogere vergoedingen (Bryan, 2000).

Wat betreft de rol van institutioneel aandeelhouderschap als determinant van de bestuurdersvergoedingen zijn er in de literatuur twee verschillende redeneringen die beide een tegengestelde relatie vooropstellen (Bryan, 2000).

De eerste redenering gaat ervan uit dat een grote graad van aanwezigheid binnen het aandelenkapitaal van institutionele investeerders de monitoring rol vereenvoudigt en dat dit ervoor zorgt dat managers de waarde maximaliserende projecten zullen uitvoeren (Hanssen & Hill, 1991). Tevens wordt er van uitgegaan dat het free-rider probleem wat betreft het verzamelen van informatie minder is in het geval van institutionele aandeelhouders dan bij gefragmenteerd aandeelhouderschap (Schleifer & Vishny, 1986). Deze redenering wijst erop dat de totale compensatie voor de leden van de raad van bestuur in het algemeen lager zou zijn bij ondernemingen met een hoge graad van institutioneel aandeelhouderschap.

De tweede redenering gaat volledig in tegen de bovenstaande denkwijze. Hier gaat men ervan uit dat institutionele investeerders enkel uit zijn op korte termijn winsten (Porter, 1992). Dit in samenloop met het feit dat de institutionele investeerders vaak de macht hebben om zelf raadsleden aan te duiden en zo de monitoring rol te verschuiven naar de raad, wijst erop dat een hogere mate van compensatie noodzakelijk is (Bryan, 2000).

Na een literatuurstudie is er echter meer evidentie gevonden dat er een positieve relatie bestaat tussen de mate van institutioneel aandeelhouderschap binnen Amerikaanse bedrijven en de hoogte van de som van de vergoedingen uitgekeerd aan de leden van de raad van bestuur (Bryan, 2000).

Wat betreft de grootte en de complexiteit van de onderneming zijn er ook interessante bevindingen gedocumenteerd.

Hoe meer de onderneming gediversifieerd is en hoe complexer de investeringsbeslissingen, hoe moeilijker en complexer de controle en monitoring rol voor de raad van bestuur (Eaton & Rosen, 1983). Complexere bedrijven hebben ook mogelijke risicovollere investeringsuitkomsten. Als we deze redenering volgen, zullen grotere ondernemingen met diverse business lijnen gemiddelde genomen hogere bedragen uitkeren.

Wanneer een onderneming echter een groei doormaakt, wordt er meer en meer geïnvesteerd in allerlei controle systemen, die, indien deze adequaat werken, de raad van bestuur voorzien van dergelijke informatie waardoor de taak van de raad van bestuur vergemakkelijkt wordt. Onder dit scenario, is er minder reden om over te schakelen op een gemiddeld genomen hogere vergoeding (Bryan, 2000).

Bovenstaande redeneringen worden door middel van een empirisch onderzoek bevestigd. Er wordt een significant positief verband gevonden tussen enerzijds de hoogte van de totale vergoeding en de grootte van de onderneming en het aantal bedrijfssegmenten, wat er dus op wijst dat de relatie “hoe complexer de onderneming, hoe hoger de gemiddelde uitkeringsgraad” blijkt te kloppen, hetgeen er dus eveneens op wijst dat de minderende factor van de effectievere controle systemen niet voldoende is om te compenseren voor de toenemende complexiteit, en als dusdanig werd er een positief verband vastgesteld (Bryan, 2000).

4.5.1.2. Bedrijfsspecifieke kenmerken en vorm van de vergoedingen

In deze sectie zal er gekeken worden naar het aandeel van de variabele beloning in het totale compensatiepakket. Binnen de variabele beloning wordt er tevens onderscheid gemaakt tussen aandelen enerzijds en aandelengerelateerde beloningen anderzijds. Zoals reeds gezegd is deze sectie specifiek onderzocht voor de Amerikaanse bedrijven, en daar er voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen wordt vooropgesteld geen variabele vergoedingen op basis van prestaties (dus aandelen of aandelen gerelateerd) uit te keren, zullen de bekomen resultaten niet gelden voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen .

Bedrijven met significante groeimogelijkheden hebben vaak een groter aandeel aan aandelen en aandelenopties in het compensatiepakket voor managers. Enkele redenen hiervoor zouden ondermeer kunnen zijn dat deze bedrijven vaak over een mindere liquiditeit beschikken en de belangen van de managers in een lijn willen brengen met deze van de aandeelhouders (dus in overeenstemming met de agency theorie) Daar vergoedingen gebaseerd op de aandelenprijzen zowel huidige als toekomstige kasstromen in overweging nemen, is dit een logische vorm van vergoeden (Smith & Watts, 1992).

Wat betreft de vergoedingen voor de bestuursleden binnen de raad, kan dezelfde redenering gevolgd worden. Dus er wordt voorspeld dat bedrijven met significante investeringsmogelijkheden, vooral de bestuursleden in de vorm van aandelen en aandelenopties zullen vergoeden. Bryan et al. (2000) konden uit hun onderzoek echter concluderen dat het vooral aandelenopties zijn die een groter deel uitmaken van de compensatie van de bestuursleden, relatief tot vergoedingen in de vorm van baar geld en gewone aandelen.

Een mogelijke verklaring hiervoor is te vinden in de verschillende pay-off schema's van aandelen en aandelenopties. Aandelenopties hebben een redelijk convex verloop wat betreft winst ten opzichte van risico's, wat het nemen van bepaalde risico's die essentieel zijn voor de ondernemingen met hoge groeiopportunities, in de hand werkt (Bryan, Hwang, & Lilien, 2000). Aandelen zelf daarentegen hebben een eerder lineair verloop, wat het investeren in meer risicovolle, maar waarde-toevoegende projecten tegengaat, hetgeen nefast is voor de ondernemingen met hoge groeiopportunities (Smith & Stulz, 1985).

Wat betreft het aandeelhouderschap van het management kan dezelfde redenering gevolgd worden voor de vorm van de vergoedingen voor de leden van de raad van bestuur als in de vorige sectie aangehaald werd voor de hoogte van de vergoedingen. Indien de managers zelf

een groot genoeg deel van het aandelenkapitaal bezitten, vermindert dit de nood aan additionele controlemechanismen. Dit zou kunnen wijzen op een hogere ratio van baar geld ten opzichte van aandelen en aandelengerelateerde compensatie in het totale compensatiepakket voor de bestuursleden. Dit werd bevestigd in een empirisch onderzoek (Bryan, 2000). Ook wat betreft de vorm is er net zoals bij de hoogte een niet-lineair verband vastgesteld. Indien de graad van aandeelhouderschap van het management boven een bepaald punt komt, zal de ratio van aandelen(gebaseerde) compensatie in het compensatiepakket voor leden van de raad stijgen, om dezelfde redenen aangehaald in bovenstaande sectie (Bryan, 2000).

De schuldgraad kan ook een belangrijke rol spelen in het bepalen van de optimale compensatie voor de bestuursleden. Schulden hebben een disciplinerend effect en beletten het groeien van agency kosten als gevolg van overmatig investeren (Grossman & Hart, 1982). Met andere woorden betekent dit dat het moeten aflossen van leningen en het moeten betalen van interesten de managers limieten stellen waarbinnen ze kunnen opereren en dus het moeilijk maakt om te investeren in suboptimale projecten. Tevens worden managers gedwongen om slecht-presterende projecten te liquideren (Yermack, 1995).

Bryan et al. (2000) vinden enkel een significant negatieve relatie tussen de mate van schuld en het uitkeren van aandelenopties. Dit betekent dus met andere woorden dat bedrijven met een hoge schuldgraad, relatief minder aandelenopties zullen uitkeren. Wat betreft andere variabele beloningen werd er geen significant verband vastgesteld.

Ondernemingen die kampen met een liquiditeitstekort zullen eerder kiezen voor vergoedingen in de vorm van aandelen in plaats van in de vorm van baar geld. Dit wordt bevestigd voor Amerikaanse bedrijven (Bryan, 2000).

Wat betreft de complexiteit en grootte van de onderneming, is de redenering gelijklopend voor de vorm van de vergoedingen als voor de hoogte van de vergoedingen, beschreven in een vorige sectie. Wanneer de investeringsbeslissingen moeilijker worden door een meer gediversifieerde onderneming, wordt zoals reeds gezegd de controlerende en de monitorende rol voor de raad van bestuur moeilijker. Dit zou er toe kunnen leiden dat de ondernemingen zullen overschakelen op meer aandelengebaseerde vergoedingen.

Wanneer een onderneming echter een groei doormaakt, wordt er meer en meer geïnvesteerd in allerlei controle systemen, die, indien deze adequaat werken, de raad van bestuur voorzien

van dergelijke informatie waardoor de taak van de raad van bestuur vergemakkelijkt wordt. Onder dit scenario, is er minder reden om over te schakelen op incentive based compensatie (Bryan, 2000).

Voor Amerikaanse bewijzen werd een significant negatief verband gevonden tussen het niveau van uitgekeerde aandelenopties en de bedrijfsgrootte en het aantal segmenten, wat er dus ook op wijst dat goed georganiseerde interne controle systemen de nood aan uitkeren van aandelenopties verkleint en bovenstaande redenering ontkracht diende te worden (Bryan, 2000).

4.5.2. Relatie hoogte aanwezigheidspremie en effectieve aanwezigheid

Een tweede interessant onderzoeksonderwerp is de relatie tussen de vergoedingen uitgekeerd aan de bestuursleden en de daaruit volgende prestaties. De relatie die besproken zal worden handelt over het effect van de hoogte van de premie per aanwezigheid op vergaderingen en de effectieve aanwezigheid van de bestuursleden.

Eerst en vooral kan vermeld worden dat een beperkt bedrag zoals bijvoorbeeld 1000 dollar een zeer triviaal bedrag is voor leden van de raad van bestuur van de grootste bedrijven, daar dit vaak topmanagers en CEO's zijn in andere grote ondernemingen. Daarom zou het mogelijk zijn dat een kleine relatieve verhoging van dit bedrag, in theorie, niet zou leiden tot een hoger enthousiasme wat betreft aanwezigheid en inspanningen (Adams & Ferreira, 2008).

Hierover zijn verschillende redeneringen mogelijk. Een belangrijk onderdeel van de economische theorie is dat mensen altijd reageren op toegestane incentives. Maar op monetaire beloningen reageren alle mensen anders, afhankelijk van of het gaat over een verhoging van de beloning, of het gaat al dan niet belonen in de vorm van geld (Adams & Ferreira, 2008). Tevens is het ook algemeen aangenomen dat mensen beter presteren wanneer ze meer dan weinig betaald worden, maar dat het ook mogelijk is dat ze beter presteren indien ze helemaal niet dan slechts een klein beetje betaald worden (Gneezy & Rustichini, 2000). Hieruit kunnen we besluiten dat het effect van vergoedingen per aanwezigheid over het algemeen niet duidelijk is.

Adams en Ferreira (2008) vonden een zeer sterk positief verband tussen de hoogte van de vergoedingen per vergadering en de aanwezigheid op deze vergaderingen. Dit wordt door middel van twee theorieën verklaard. De eerste theorie handelt over het aanmoedigings-effect

van de vergoedingen per vergadering, en de tweede theorie behandelt het selectie effect (Adams & Ferreira, 2008).

4.5.2.1. Aanmoedigingseffect van vergaderingpremies

Wanneer een lid van de raad van bestuur moet beslissen of hij al dan niet de vergaderingen gaat bijwonen, weegt hij verschillende zaken tegen mekaar af. De belangrijkste kost verbonden aan het bijwonen van de vergadering is de opportuniteitskost van de tijd van het bestuurslid. Maar niet naar de vergadering gaan brengt natuurlijk ook nadelen met zich mee. Zo bedreigt dit de reputatie van het bestuurslid, hij of zij wordt misschien niet opnieuw verkozen en het bestuurslid verliest de vergoeding per vergadering. Het is dan ook logisch dat een hogere meeting fee de balans gemakkelijker zal doen overhellen in de richting van het wel bijwonen van de vergadering (Adams & Ferreira, 2008).

4.5.2.2. Signaaleffect van monetaire beloningen

Een andere verklaring die hieraan gegeven kan worden is het feit dat er in de hoogte van de premie een signaaleffect kan zitten. Bedrijven die een hogere vergoeding toekennen, zijn meer gesteld op de aanwezigheid van de bestuursleden. De bestuursleden herkennen dit signaal en zullen meer geneigd zijn aanwezig te zijn op de vergadering (Adams & Ferreira, 2008).

4.6. Besluit

In dit hoofdstuk werd in verschillende onderdelen een ruime samenvatting gegeven wat betreft de beschikbare literatuur met als onderwerp de vergoedingen voor de leden van de raad van bestuur. Na een korte inleiding te hebben gegeven, werd er gekeken naar een onderverdeling waarin de verschillende bestuurdersvergoedingen geassocieerd kunnen worden. Vervolgens werd er vanuit een agency kader een theoretische achtergrond geschetst, vertrekkend vanuit de relatie tussen de eigenaars en de managers om later deze relatie door te trekken naar de relatie tussen de aandeelhouders en de raad van bestuur. Aan de hand van dit kader werd dan gekeken naar mogelijke determinanten van de bestuurdersvergoedingen. Ook werd er een overzicht gegeven van de beschikbare empirische onderzoeken met betrekking tot vergoedingen uitgekeerd aan de leden van de raad van bestuur. Deze onderzoeken waren over het algemeen gebaseerd op Amerikaanse bedrijven en de conclusies zijn dus niet altijd extrapolatiebaar voor het onderwerp van deze studie, namelijk de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Hoofdstuk 5: Empirisch onderzoek

In dit hoofdstuk zal de kern van de masterproef weergegeven worden. Er zal aan de hand van statistische analyse nagegaan worden of een oplossing van de deelvragen en uiteindelijk de centrale onderzoeksvraag voor handen is. Hoe dit hoofdstuk verder is opgebouwd wordt weergegeven in de eerste sectie van dit hoofdstuk.

5.1. Inleiding

In dit hoofdstuk zal er aan de hand van een empirisch onderzoek nagegaan worden welke bedrijfskenmerken een significante invloed uitoefenen op de hoogte en vorm van de bestuurdersvergoedingen binnen de Belgische beursgenoteerde ondernemingen.

Eerst en vooral zal in het eerste deel van dit hoofdstuk aandacht besteed worden aan de methode van informatievergaring, waarna in een volgend hoofdstuk de totstandkoming van en de hypothesen zelf besproken en gedefinieerd zullen worden, opgesplitst naar deelvraag. Paragraaf 5.3 wordt gewijd aan de gegevens die opgenomen werden in de steekproef en een uitvoerige beschrijving van zowel alle afhankelijke als onafhankelijke variabelen. De paragraaf hieropvolgend is de kern van deze masterproef en bevat het eigenlijke onderzoek samen met de resultaten en de interpretatie hiervan, ook weer opgesplitst naar deelvraag. Tot slot wordt nog een uitgebreide discussie weergegeven.

In de literatuur wordt aangenomen dat een onderzoek verschillende vormen kan aannemen. Daar het doel van mijn onderzoek erin bestaat om bepaalde theorieën en hypothesen op te stellen en bepaalde zaken uit de bedrijfswereld te beschrijven, verklaren en voorspellen valt dit onderzoek onder de noemer van het theoriegericht onderzoek, ook wel wetenschappelijk of fundamenteel onderzoek genoemd (Zikmund,2000). Concreet voor deze masterproef houdt dit in dat er bepaalde hypothesen opgesteld worden die een verband vooropstellen tussen bepaalde bedrijfskenmerken enerzijds en hoogte en vorm van bestuurdersvergoedingen anderzijds. Een degelijke kijk op de gebruikte variabelen is daarom absoluut noodzakelijk en deze wordt dan ook weergegeven. Tot slot wordt dan ook nog een verklaring gegeven voor de gevonden resultaten aan de hand van de vooropgestelde theorieën. In navolging van Saunders, Lewis, & Thornhill (2003) zullen er vier soorten theoriegericht onderzoek uitgevoerd worden. Zowel het exploratieve, het descriptieve, het verklarende en het hypothesetestende onderzoek zullen aan bod komen.

Eerst en vooral werd er in vorige hoofdstukken een uitgebreide literatuurstudie uitgevoerd, wat onder de noemer van het exploratieve onderzoek valt. Hierin werd het thema, namelijk de determinanten van de bestuurdersvergoedingen in een zeer breed kader geschetst met aandacht voor de context waarin deze problematiek zich afspeelt. Op basis van deze literatuurstudie werden dan de hypothesen en relevante variabelen gedefinieerd.

In het descriptieve onderzoek zal een beschrijving van de populatie plaats vinden. Als populatie werden alle beursgenoteerde bedrijven genomen, met als referentieindex de Bel all

index. Om redenen beschreven in paragraaf 5.3 was het onmogelijk alle bedrijven genoteerd in deze steekproef op te nemen.

De hypothesen zelf zullen opgesteld worden als deel van het verklarende onderzoek. Hier zullen de relaties tussen de variabelen vastgelegd worden en een eerste theoretische verklaring waarom de vooropgestelde relaties zouden houden, wordt besproken.

Tot slot is het hypothesetoetsende onderzoek gewijd aan het toetsen van de vooropgestelde hypothese aan de feiten en de realiteit. De werkelijke relaties tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen zullen in dit deel van het onderzoek naar boven komen. Zoals reeds vermeld worden de hypothesen opgesteld in paragraaf 5.2 en worden deze getoetst in paragraaf 5.4.

5.2. Formulering deelvragen en vaststellen hypothesen

Deze paragraaf kan samen met het uitgevoerde literatuuronderzoek en het definiëren van de variabelen in de volgende paragraaf als aanloop gezien worden naar het uiteindelijke praktijkonderzoek. Daar de centrale onderzoeksvraag veel te complex is, werd deze reeds opgesplitst in twee concrete deelvragen. Er zullen per onderzoeksvraag concrete vragen opgesteld worden die toelaten de centrale onderzoeksvraag aan de hand van de deelvragen te beantwoorden. Hier zullen dus de vooropgestelde relaties in hypothesen gegoten worden, met aandacht voor een theoretische fundering. De hypothesen zullen opgesteld worden met als centrale thema de bestuurdersvergoedingen, waaraan bedrijfsspecifieke factoren gelinkt zullen worden. Het testen van deze hypothesen wordt uitgesteld tot een volgende paragraaf.

5.2.1. Deelvraag 1

De centrale onderzoeksvraag werd zoals reeds vermeld opgesplitst in twee deelvragen, die het onderzoeken van de centrale onderzoeksvragen vergemakkelijken. De eerste deelvraag luidt:

“Welke bedrijfsspecifieke factoren oefenen een invloed uit op de hoogte en de vorm van de bestuurdersvergoedingen binnen de Belgische beursgenoteerde ondernemingen?”

Wat betreft deze deelvraag zijn er twee theorieën zeer relevant: de contingency theorie en de agency theorie. Deze twee theorieën zijn in de exploratieve fase van het onderzoek (de literatuurstudie) nauwkeurig beschreven, maar per hypothese zal waar nodig naar de relevante theorie verwezen worden.

Met de hoogte van de bestuurdersvergoeding wordt de totale vergoeding voor de volledige raad van niet-uitvoerende bestuurders bedoeld, en kan aanzien worden als de som van de vaste jaarlijkse vergoeding per lid opgeteld voor alle leden, de variabele zitpenningen, eventuele pensioenregelingen, onkostenvergoedingen, beloningen voor het fungeren als lid van een bepaald comité, vergoedingen voor voorzitterschap van een comité en enig andere vorm van vergoedingen uitbetaald aan de niet-uitvoerende bestuurders.

Wat betreft de vorm van de vergoedingen wordt in deze sectie onderscheid gemaakt tussen het “vaste” en het “variabele” deel van de vergoedingen. Het variabele deel van de vergoedingen heeft echter geen betrekking op enige resultaat gerelateerde beloningen, maar hangt slechts af van de aanwezigheden op de diverse vergaderingen van de raden en zijn comités. Het vaste deel van de vergoedingen kan aanzien worden als een ‘lump sum’ die jaarlijks verdeeld werd onder de niet-uitvoerende bestuursleden en bevat dus elke vorm van beloning die niet varieert met het aantal aanwezigheden op de vergaderingen.

5.2.1.1. Hypothese 1

In de eerste hypothese wordt gekeken naar het effect van de investeringsopportunities op de hoogte en de vorm van de bestuurdersvergoedingen.

Bedrijven die kunnen rekenen op significante investeringsopportunities hebben geen moeite met het zinvol aanwenden van de beschikbare bedrijfsmiddelen. Er wordt dus verondersteld dat ze, ceteris paribus, de beschikbare middelen zullen aanwenden om gebruik te maken van de rendabele mogelijkheden tot investeren. Dit zou er toe kunnen leiden dat de bedrijven met relatief meer mogelijkheden tot investeren een lager totaal bedrag aan vergoedingen zullen uitkeren (Bryan, 2000).

Wat betreft de vorm van de vergoedingen, kan gesteld worden dat deze ondernemingen vaak effectieve behoefte hebben aan controle door de bestuursleden, hetgeen er op zou kunnen wijzen dat aanwezigheid op de raden absoluut noodzakelijk zou kunnen zijn (Bryan, 2000). Daarom wordt verondersteld dat het variabele deel van de verloning relatief groter zal zijn voor de ondernemingen waarvan wordt aangenomen dat ze over significante investeringsopportunities beschikken.

Hypothese 1a met betrekking tot de totale compensatie wordt dan ook als volgt gedefinieerd:

“Hoe meer investeringsopportunities de onderneming rijk is, hoe lager de totale compensatie ”

Met betrekking tot de variabele vergoeding wordt *hypothese 1b* opgesteld:

“Naarmate dat de mogelijkheden tot investeren voor ondernemingen groter zijn, zal het variabele deel van de verloning een groter deel innemen binnen de totale verloning”

5.2.1.3. Hypothese 2

De schuldgraad wordt verondersteld een disciplinerend effect te hebben op de managers. Dit zou er op kunnen wijzen dat de controle rol van de bestuursleden minder dringend is dan in bedrijven die praktisch volledig schuldenvrij zijn (Grossman & Hart, 1982). Dit is een eerste reden waarom er een negatief verband vooropgesteld wordt tussen de schuldgraad en de totale compensatie voor de bestuursleden. Een tweede reden zou kunnen zijn dat het afbetalen van de leningen er toe leidt dat de middelen absoluut noodzakelijk hiervoor aangewend moeten worden en er dus minder middelen beschikbaar zijn voor de bestuurdersvergoedingen (Bryan, 2000).

Hypothese 2a wordt dan ook als volgt gedefinieerd:

“Hoe hoger de schuldgraad van de onderneming, hoe lager de totale compensatie”

Tevens wordt vooropgesteld dat het variabele deel van de verloning relatief hoger zal zijn in bedrijven met een hogere schuldgraad. Bedrijven die over een relatief hogere schuldgraad beschikken zullen willen dat er op de bijeenkomsten ook effectief de juiste beslissingen genomen zullen worden, hetgeen de aanwezigheid op de vergaderingen vereist. En tevens zullen zij zich minder op voorhand willen engageren een vast bedrag uit te keren, onder het motto van strategische flexibiliteit (Bryan, 2000). Dit leidt dan tot *hypothese 2b*:

“Hoe hoger de schuldgraad van de onderneming, hoe hoger het relatieve aandeel van de variabele verloning”

5.2.1.4. Hypothese 3

Ondernemingen die kunnen beschikken over een gunstige kaspositie worden verondersteld meer middelen beschikbaar te hebben om talent en inspanningen te compenseren en dus ook hogere bestuurdersvergoedingen uit te keren (Bryan, 2000). De hieruit volgende *hypothese 3* luidt dan ook:

“Hoe beter de kaspositie van de onderneming, hoe hoger de totale compensatie voor de leden van de raad van bestuur”

5.2.1.5. Hypothese 4

Ook de grootte van de onderneming kan invloed hebben op de vorm en hoogte van de bestuurdersvergoedingen. Hoe groter een bedrijf wordt, hoe meer er behoefte zal zijn aan controle activiteiten van de raad van bestuur (Eaton & Rosen, 1983). De volledige redenering hierachter is andermaal terug te vinden in de literatuurstudie, maar als rode draad kan aangehaald worden dat hoe groter de onderneming is, hoe meer de onderneming gediversifieerd is en hoe meer activiteiten gemonitord moeten worden, hetgeen wijst op een complexere rol van de raad van bestuur (Bryan, 2000). Deze redenering zou wijzen op een hogere totale compensatie voor de bestuursleden en een hogere graad van variabele vergoedingen in het compensatiepakket.

Hypothese 4a en *4b* worden opgesteld:

“Hoe groter de onderneming, hoe hoger de totale compensatie voor de bestuursleden”

“Hoe groter de onderneming, hoe groter het aandeel van de variabele remuneratie in het pakket”

5.2.1.6. Hypothese 5

Van de complexiteit van de bedrijfsvoering van de verschillende ondernemingen, wordt in de literatuur vaak aangenomen dat deze zeer sterk gecorreleerd is met de grootte van de onderneming (Eaton & Rosen, 1983). Toch werd besloten om het effect van de complexiteit op de hoogte van de vergoedingen te onderzoeken, onder meer om de afzonderlijke effecten van de grootte en complexiteit te kunnen scheiden en als dusdanig de problemen wat betreft omitted variable bias uit te sluiten. De complexiteit van de investeringsbeslissingen en van de operationele beslissingen zorgt ervoor dat de controle en monitorende rol van de bestuursleden vaak zeer moeilijk is en tevens is het zo dat er kan aangenomen worden dat de investeringsbeslissingen van complexe bedrijven vaak zeer risicovol zijn (Bryan, 2000). Deze argumenten zouden er op kunnen wijzen dat de hoogte van de vergoedingen van de bestuursleden hoger zou moeten zijn in complexere bedrijven.

Hypothese 5 luidt dan ook als volgt:

“Hoe complexer het bedrijf, hoe hoger de totale vergoeding voor de bestuursleden”

5.2.2. Deelvraag 2

Ook de tweede deelvraag wordt hier herhaald:

“Is er een bepaald verband te vinden tussen de hoogte van de variabele verloningen en de aanwezigheden op de vergaderingen van zowel de raad als de specifieke comités?”

Verder zal deze deelvraag op zijn beurt weer opgesplitst worden in twee hypothesen, die toelaten een concreet antwoord te vinden op deze onderzoeksvraag.

5.2.1.1. Hypothese 6

Eerst en vooral zal er gekeken worden of een hogere vergoeding ook effectief leidt tot een betere aanwezigheid. De redenering hierachter werd uitvoerig besproken in de literatuurstudie, maar ook hier zullen de kernelementen opnieuw aangehaald worden.

Wanneer de vergoeding die het bestuurslid verkrijgt per vergadering hoger zal zijn dan zijn opportuniteitskost, zal hij beslissen naar de vergadering te gaan. Hoe hoger de vergoeding zal worden, hoe sneller hij dan ook geneigd zal zijn effectief naar de vergadering te gaan. Het tweede argument waarom een hogere vergoeding zou leiden tot een hogere aanwezigheidsgraad, bestaat uit het feit dat in een monetaire beloning tevens een signaaleffect vervat zit. Het bedrijf signaleert aan de hand van hoogte per vergadering, hoe sterk de onderneming op de aanwezigheid van de bestuursleden gebrand is. Indien de bestuursleden dit signaal herkennen, zal een hogere premie opnieuw leiden tot een hogere aanwezigheidsgraad (Adams & Ferreira, 2008). Deze argumenten leiden tot *hypothese 6*:

“Hoe hoger de premie per aanwezigheid op een vergadering, hoe beter de ratio van aanwezigheden ten opzichte van het totaal aantal van vergaderingen”

5.2.1.2. Hypothese 7

In deze laatste hypothese zal onderzocht worden of de aanwezigheid op vergaderingen niet beter is indien men helemaal geen variabele verloning uitkeert dan dat ze zou zijn indien een kleine, verwaarloosbare verloning wordt uitgekeerd (Adams & Ferreira, 2008). De redenen hiervoor zijn eerder te vinden in een sociale context, dan in een economische context (Gneezy & Rustichini, 2000).

Indien er een vergoeding wordt uitgekeerd wanneer men effectief aanwezig is op de vergaderingen, hebben de bestuursleden het gevoel dat ze ook echt iets materieel afgeven indien ze niet aanwezig zullen zijn. Ze kopen met andere woorden hun schuldgevoel af met de misgelopen premie (Fehr, Gächter, & Kirchsteiger, 1996).

Op de tweede plaats wordt er door het uitloven van de kleine premie overgeschakeld van een intrinsieke naar een extrinsieke motivatie, en de extrinsieke motivatie blijkt minder sterk te zijn om tot de gewenste resultaten te komen (Deci, 1971).

Hypothese 7 wordt opgesteld:

“De aanwezigheidsgraad op de vergaderingen zal hoger zijn indien er helemaal geen premie per vergadering uitgekeerd wordt, dan ze zou zijn indien er een kleine premie per vergadering wordt uitgekeerd”

5.3. Gegevensverzameling

5.3.1. Belgische beursgenoteerde ondernemingen

Als referentie voor het opstellen van de databank werd de Bel All index voor Belgische beursgenoteerde ondernemingen gebruikt. Als referentiejaar voor het extraheren van de noodzakelijke gegevens wat betreft de bestuurdersvergoedingen en de aanwezigheden op de vergaderingen werd gekozen voor het jaar 2011, daar dit het laatste boekjaar was waarvoor gegevens beschikbaar waren op het moment van het onderzoek. De ondernemingen die in de lijst opgenomen zijn, zijn dezen die op het moment van publicatie een notering hadden binnen de Bel All index.

Er werd voor deze aanpak gekozen om een zo volledig mogelijk beeld te krijgen van de aanpak van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen en geen vooringenomenheid te creëren door de bedrijven genoteerd aan Alternext of op de Vrije Markt weg te laten.

Alternext is de beurs voor kleine en middelgrote ondernemingen en daar de grootte van een bedrijf een belangrijke determinant kan vormen, was het essentieel deze bedrijven toch op te nemen. Ook de bedrijven genoteerd op de vrije markt hebben een specifiek karakter daar deze bedrijven niet moeten voldoen aan bepaalde toelatingseisen van de gereguleerde markt, en deze markt richt zich ook specifiek op de KMO's. De reden waarom er lang getwijfeld werd over het opnemen van deze bedrijven is dat deze bedrijven niet moeten voldoen aan de recente corporate governance codes, wat binnen deze masterproef net van essentieel belang is.

Wat betreft het verzamelen van de gegevens zelf, werd er zowel gebruik gemaakt van de databank Bel-first om bedrijfsspecifieke kenmerken te extraheren, maar ook moesten de jaarverslagen en meer bepaald de corporate governance verslagen van het jaar 2011 opgehaald en geanalyseerd worden. Uit de lijst van de ondernemingen genoteerd aan de Bel all index werden enkel deze bedrijven verwijderd, waarvoor er door het gebrek aan

informatieverplichtingen, onvoldoende informatie beschikbaar was voor analyse van het centrale onderwerp, namelijk bestuurdersvergoedingen. Ook de Nationale Bank van België werd omwille van het specifieke karakter verwijderd uit de dataset.

Uiteindelijk bestaat de dataset dus uit een verzameling van 111 Belgische beursgenoteerde ondernemingen waarop het onderzoek zich zal toespitsen. De volledige lijst van opgenomen ondernemingen kan in de bijlage teruggevonden worden (*Bijlage 1*).

Wat betreft het uitvoeren van statistische analyse kan ervan uitgegaan worden dat deze steekproef voldoende groot is, daar er sprake is van meer als 30 cases. Saunders, Lewis, & Thornhill (2003) zien een gemiddelde van 30 cases namelijk als noodzakelijk om een statistische analyse uit te voeren.

Wat betreft de variabelen opgenomen in de dataset die de bedrijfskarakteristieken voorstellen (zie volgende paragraaf), wordt ervoor gekozen om een gemiddelde te nemen tussen de bekomen waarden van de drie laatste beschikbare jaren (2011,2010,2009). Dit om het creëren van een momentopname te vermijden en een vertekening van het beeld door uitzonderlijke omstandigheden uit te sluiten. Er is ook over nagedacht om ook wat betreft de bestuurdersvergoedingen en de aanwezigheden het gemiddelde te nemen over de 3 jaren, maar na zorgvuldige analyse bleek dit echter geen toegevoegde waarde te geven aan het onderzoek daar de samenstelling, de vergoedingen en de aanwezigheden van de raad van bestuur doorheen de tijd min of meer als constant verondersteld konden worden.

5.3.2. De variabelen

In dit onderdeel zullen de verschillende variabelen die nodig zijn voor het onderzoek gedefinieerd worden. Er zal aandacht besteed worden aan de manier waarop de gegevens verzameld werden en er wordt een verklaring gegeven waarom er voor een bepaalde maatstaf gekozen werd als proxy voor de variabele. Er wordt onderscheid gemaakt tussen de afhankelijke en de onafhankelijke variabelen. Ruw gezegd is de afhankelijke variabele de variabele waarvoor men de voorspelling doet aan de hand van de onafhankelijke variabelen, die men gebruikt om de voorspellingen op te baseren.

5.3.2.1. Deelvraag 1

5.3.2.1.1. Afhankelijke variabelen

Wat betreft deelvraag 1, worden er twee regressies uitgevoerd en er is dan ook sprake van twee afhankelijke variabelen, namelijk de totale compensatie uitgedrukt in euro enerzijds, en

de verhouding tussen de variabele vergoeding en de totale vergoeding anderzijds. Tevens zal er gekeken worden naar een gestandaardiseerde maat, namelijk de totale vergoeding gedeeld door het aantal niet-uitvoerende bestuurders.

Wat betreft de totale vergoeding verkregen door de bestuurders was het nodig om de jaarverslagen van 2011 na te gaan en meer specifiek het corporate governance verslag op te vragen. Sommige ondernemingen gaven concreet de totale vergoedingen weer in tabelvorm, terwijl anderen voor een minder transparante aanpak gingen en ervoor kozen om vergoedingen per functie, voorzitterschap of aanwezigheid op te lijsten waarna zelf een analyse gemaakt moest worden om tot de totale vergoeding te komen.

De totale vergoeding voor de bestuurders wordt gedefinieerd als de som van elke mogelijke vergoeding die de niet-uitvoerende leden van de raad van bestuur van een onderneming ontvangen voor hun prestaties binnen de raad van bestuur, gelijklopend met het onderzoek door Bryan (2000). Niet elke onderneming ging voor dezelfde aanpak maar over het algemeen beschouwd kan gezegd worden dat de totale vergoeding voor de bestuurders de som is van de vaste vergoedingen per jaar, de variabele vergoedingen per jaar aan de hand van aanwezigheden, onkostenvergoedingen, vergoedingen om lid te zijn van een bepaald comité, vergoedingen om als voorzitter van een comité of van de raad zelf te fungeren, aanwezigheidsvergoedingen van die comités,... of dus met andere woorden elke vergoeding die de onderneming uitbetaalt aan de niet-uitvoerende bestuurders voor de prestaties als lid van de bestuursraad.

De tweede afhankelijke variabele is een ratio, namelijk de verhouding tussen het variabele deel van de vergoeding enerzijds en de totale vergoeding anderzijds. Met het variabele deel van de vergoeding wordt de som van alle aanwezigheidspremies bedoeld van zowel de voorzitters van de raden als de leden, maar ook de aanwezigheidspremies uitgelooft voor de verschillende ondersteunende comités.

Ook hier geldt dat de ene onderneming de variabele vergoeding transparanter weergaf dan de andere. Sommige ondernemingen gaven in tabelvorm zowel de totale vergoeding als de vergoedingen uitgekeerd in functie van de aanwezigheden op vergaderingen, anderen gaven louter de vergoeding per vergadering en per comité, waarna het totaal van de variabele vergoeding zelf berekend moest worden.

5.3.2.1.2. Onafhankelijke variabelen

Wat betreft de onafhankelijke variabelen werd gebruik gemaakt van de Bel-first database voor het extraheren van de noodzakelijke gegevens. Er werd om de redenen hierboven besproken een gemiddelde waarde genomen wat betreft de variabelen voor de jaren 2011, 2010 en 2009.

In wat volgt zullen de proxies, gekozen om de bedrijfsspecifieke factoren die verondersteld worden een invloed te hebben op de bestuurdersvergoedingen weer te geven, nauwkeurig weergegeven en beschreven worden.

Hypothese 1 a en *b* stellen een relatie tussen de investeringsopportuniteiten van de ondernemingen en de uitgekeerde vergoedingen voorop.

Daar de investeringsopportuniteiten van een onderneming onmogelijk rechtstreeks uit een balans van een onderneming gehaald kunnen worden, is het zoeken naar een bepaalde indicator die zeer sterk positief gecorreleerd is met de mate van investeringsmogelijkheden noodzakelijk. Als proxy voor de investeringsopportuniteiten wordt gekozen voor de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde van de desbetreffende onderneming. Dit kan aanzien worden als een goede proxy daar in de literatuur wordt aangenomen dat bedrijven met significante groeimogelijkheden een relatief grote marktwaarde bezitten ten opzichte van hun boekwaarde (Gaver & Gaver, 1993). Voor de marktwaarde van de onderneming werd gekozen voor de totale marktkapitalisatie, hetgeen gemakkelijk te extraheren viel uit de belfirst database. De boekwaarde van de onderneming is gelijk aan het totaal van alle activa oftewel passiva en kan ook uit belfirst gehaald worden (Gaver & Gaver, 1993).

In hypothese 2 wordt een negatieve relatie vooropgesteld tussen de schuldgraad van de onderneming en de totale compensatie van de bestuursleden.

De schuldgraad kan op vele verschillende manieren gedefinieerd worden, maar voor wat betreft dit onderzoek werd er gekozen voor de verhouding tussen enerzijds de som van de korte termijn en de lange termijn schulden en anderzijds de boekwaarde van de onderneming. Deze aanpak kwam in de literatuur veelvuldig terug wat betreft soortgelijke onderzoeken (Bryan, 2000). Zowel de korte termijn als de lange termijn schulden konden gemakkelijk uit de belfirst database gehaald worden, net zoals de boekwaarde van de onderneming, wat hierboven reeds aan bod kwam.

De onafhankelijke variabele voor hypothese 3 is de liquiditeit van de onderneming. Ook hier diende een keuze zich aan wat betreft de ideale proxy, maar uiteindelijk werd gekozen voor

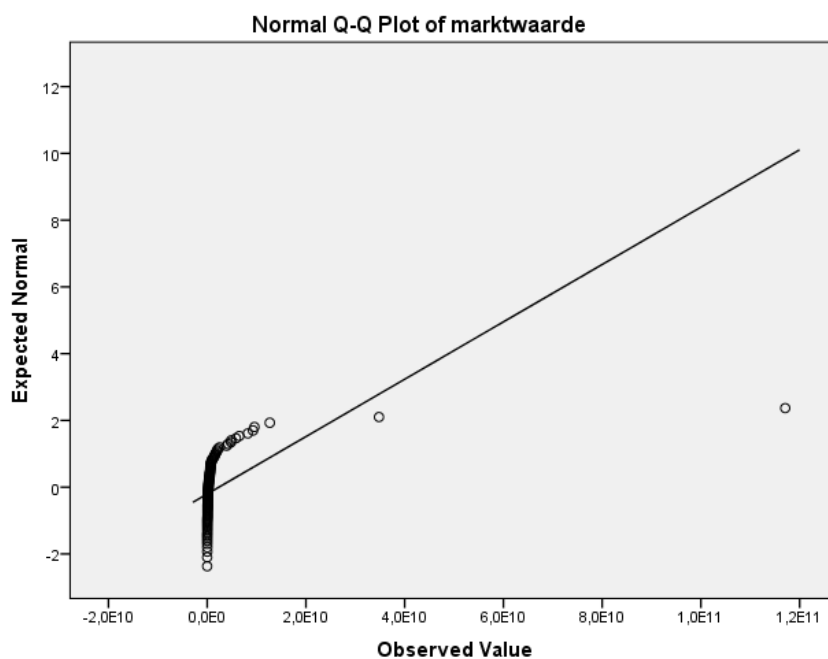
de current ratio gezien de beschikbaarheid en gezien de veel voorkomende aanwezigheid in soortgelijk onderzoek in de literatuur (Matsunaga, 1995). De current ratio is een kengetal dat de liquiditeit van de onderneming goed weergeeft en geeft de mate aan waarin de verschaffers van het korte termijn vreemd vermogen uit de vlottende activa betaald kunnen worden (Matsunaga, 1995). De current ratio wordt dan ook berekend als de verhouding tussen de vlottende activa enerzijds en het korte termijn vreemd vermogen anderzijds.

Hypothese 4 a en b handelen over het effect van de grootte van de onderneming op de bestuurdersvergoedingen.

In de literatuur kwamen twee proxies veelvuldig voor, namelijk de marktkapitalisatie en het aantal personeelsleden. In soortgelijk onderzoek genoot de marktkapitalisatie echter de lichte voorkeur, waardoor er ook in dit onderzoek voor gekozen werd de marktkapitalisatie als proxy voor de grootte van de onderneming op te nemen (Bryan, 2000) . De marktkapitalisatie werd reeds een paar keer gebruikt in de vorige variabelen en de manier van extraheren werd hier dan ook reeds beschreven.

Gezien de scheve verdeling (*zie figuur 1*) van deze variabele in de dataset is het duidelijk dat deze variabele niet als normaal verdeeld beschouwd kan worden. De geobserveerde waarden wijken af van de rechte lijn. De rechte lijn bevat de punten die verwacht worden indien er sprake zou zijn van een normale verdeling (De Vocht, 2009).

Figuur 1



Een tweede bewijs dat de verdeling van de marktwaarde niet als normaal verdeeld beschouwd kan worden, kan in onderstaande tabel gezien worden (*tabel 1*).

Tabel 1

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sign.	Statistic	df	Sign.
marktwaarde	0,42	111	0	0,1777	111	0

De Kolmogorov-Smirnov en Shapiro-Wilk statistieken onderzoeken of een variabele de normale verdeling aanneemt (De Vocht, 2009). De nulhypothese dat de marktwaarde normaal verdeeld is, dient in dit geval verworpen te worden, gezien het significantieniveau van 0. De marktwaarde van de ondernemingen is dus met andere woorden niet normaal verdeeld.

In de literatuur wordt aangegeven dat het natuurlijke logaritme nemen van de waarden van de variabelen een oplossing kan bieden (Bryan, 2000). In onderstaande tabel (*tabel 2*) wordt nagegaan of de logaritmische transformatie van de marktwaarde wel als normaal verdeeld beschouwd kan worden.

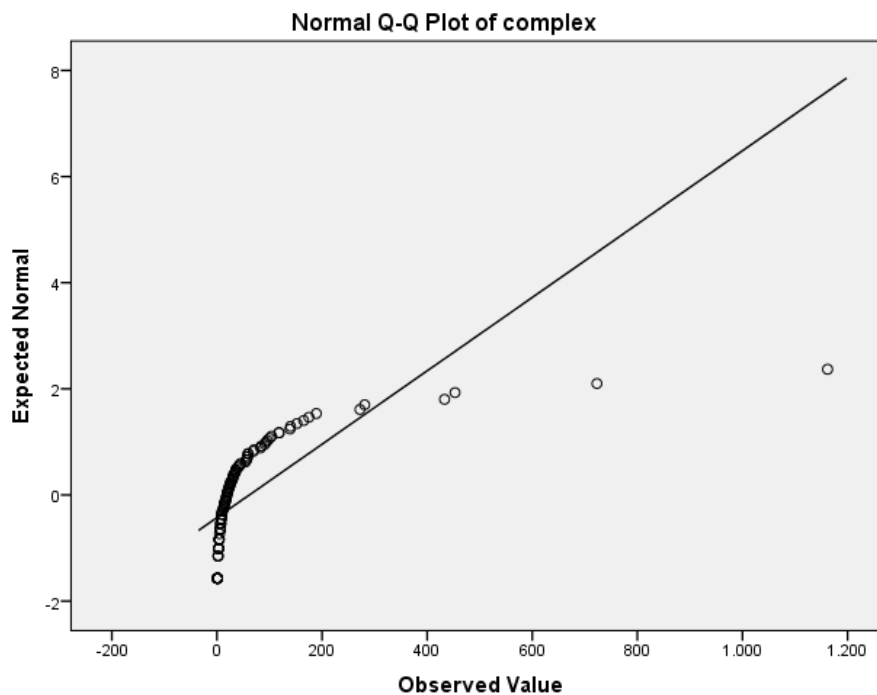
Tabel 2

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sign.	Statistic	df	Sign.
lnmarktwaarde	0,066	111	0,2	0,99	111	0,619

Beide statistieken blijken na transformatie niet statistisch significant te zijn. In wat volgt wordt dan ook verder gewerkt met het natuurlijke logaritme van de marktwaarde als proxy voor de grootte van de onderneming.

Tot slot van deelvraag 1 wordt er ook onderzocht welk effect de complexiteit van het bedrijf heeft op de bestuurdervingoedingen. In de literatuur wordt er geen standaardmaat aangeboden als proxy voor de bedrijfscomplexiteit, maar het aantal verschillende businesssegmenten kwam vaak terug (Bryan, 2000). Gezien het gemak waarmee het aantal SBU's (of aantal zelfstandige bedrijfssegmenten) teruggevonden kon worden, was dit dan ook een ideale proxy om de bedrijfscomplexiteit te meten. Deze informatie was te vinden in de Bel-first database. Ook deze variabele blijkt echter een niet normale verdeling te omvatten (*figuur 2, tabel 3*).

Figuur 2



Tabel 3

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sign.	Statistic	df	Sign.
complex	0,337	111	0	0,412	111	0

De niet normale verdeling kan analoog met de redeneerwijze voor de marktwaarde bepaald worden. Na het nemen van het natuurlijke logaritme blijkt de variabele echter wel een normale verdeling aan te nemen, te zien aan de niet significante test statistieken in *tabel 4*.

Tabel 4

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sign.	Statistic	df	Sign.
Incomplex	0,066	111	0,2	0,978	111	0,067

Verder was het ook noodzakelijk om enkele controlevariabelen op te nemen, waaraan weliswaar geen voorspellingskracht toegedicht kon worden met relevantie tot dit onderzoek, maar die gezien de grote mate van correlatie met de onafhankelijke variabelen de resultaten van het onderzoek konden verstoren.

Op de eerste plaats is er voor gekozen om een variabele die corrigeert voor de mate van bedrijfsrisico in de regressie op te nemen. De Beta staat in de financiële context voor de mate van volatiliteit van het rendement van een aandeel ten opzichte van de rest van de markt, en

kan dus aanzien worden als een goede proxy voor het risico dat gemoeid is met het beleggen in het aandeel (Bryan, 2000). Daarom ook dat de keuze voor deze proxy voor de hand liggend was.

Als tweede controle variabele wordt geopteerd om de ouderdom van de specifieke ondernemingen eveneens in de regressie op te nemen. Ook hier wordt geen voorspellingskracht aan toegedicht, maar gezien de grote mate van correlatie met de marktkapitalisatie leek deze aanpak aangewezen (Bryan, 2000). De leeftijd van het bedrijf wordt simpelweg gedefinieerd als het verschil tussen het jaar 2011 en het jaar waarin het bedrijf onder de huidige legale status in de databases was opgenomen.

Tot slot is de totale uitgekeerde vergoeding zeer zwaar positief gecorreleerd met het aantal niet-uitvoerende bestuurders, waardoor dit aantal eveneens als controle variabele opgenomen zal worden.

5.3.2.2. Deelvraag 2

De variabelen nodig voor het analyseren voor deelvraag 2 zullen in deze sectie als een geheel besproken worden. De relaties die vooropgesteld worden zijn deze tussen enerzijds de hoogte van de variabele vergoeding, en anderzijds de aanwezigheden op de vergaderingen. Er zullen naast verschillende correlatie analyses, ook een regressie analyse en een analyse van verschil in gemiddelden uitgevoerd worden om tot een eenduidig besluit te kunnen komen wat betreft de vooropgestelde verhoudingen, en er zijn als dusdanig dan ook verschillende variabelen nodig.

De aanwezigheidsgraad op de vergaderingen zal echter in elke analyse teruggevonden worden. Deze ratio geldt als de verhouding tussen het effectief aantal aanwezigheden op zowel de gewone vergaderingen van de bestuursleden als de comitévergaderingen enerzijds, en het totaal aantal mogelijke aanwezigheden voor alle niet-uitvoerende bestuursleden anderzijds (Adams & Ferreira, 2008).

Als eerste zal er gekeken worden naar het verband tussen de gemiddelde vergoeding en de aanwezigheidsgraad. De gemiddelde variabele vergoeding wordt bekomen door het variabele deel van de beloning te delen door het aantal effectieve aanwezigheden. Ten tweede wordt de totale variabele vergoeding gecorreleerd aan de aanwezigheidsgraad, waarna ook de verhouding tussen de variabele vergoedingen en de totale vergoeding onder de loep genomen zal worden (Adams & Ferreira, 2008).

Hoe de variabele vergoedingen gedefinieerd werden, werd reeds besproken voor deelvraag 1. Zowel de aanwezigheden als de vergoedingen waren te vinden in de jaarverslagen verkregen via de websites van de betreffende ondernemingen. De aanwezigheden hebben zowel betrekking op deze op de gewone raden als op de comitévergaderingen. De gemiddelde vergoeding is dus berekend zonder onderscheid te maken wat betreft het verschil tussen bestuursvergaderingen en comitévergaderingen, en dit zowel wat betreft het variabele deel van de vergoedingen als de aanwezigheden.

Wanneer er gekeken wordt naar het tweede onderzoeksopzet wat betreft de tweede deelvraag, zal er een onderzoek met betrekking tot het vergelijken van gemiddelde waarden worden uitgevoerd. Aan de hand van een frequentieanalyse werd de variabele met betrekking tot de gemiddelde vergoeding per vergadering en per bestuurder (gedefinieerd als de totale som van variabele vergoedingen gedeeld door het totaal aantal effectieve aanwezigheden op de bestuursvergaderingen en de comitévergaderingen) opgedeeld in 3 categorieën. Bedrijven die geen enkele vorm van variabele vergoeding uitkeerden, kregen als categorie 1 mee, bedrijven die zich wat betreft frequenties tussen de 50 en 75 procent bevonden (en dus gemiddelde vergoedingen per vergadering tussen de 235 en 1300 euro) kregen een 2 als categorie en bedrijven met vergoedingen per vergaderingen hoger dan 1300 werden ingedeeld in categorie 3.

5.4. Empirische resultaten en interpretatie

In dit onderdeel zal per deelvraag onderzocht worden of de opgestelde hypothesen voor deze dataset blijken te gelden. Er zal een uitgebreide beschrijvende studie voorafgaan aan het effectief testen van de hypothesen, om een goede voeling te krijgen met de dataset. Tevens zal de gebruikte methode voor het testen van de hypothesen duidelijk weergegeven worden.

5.4.1. Deelvraag 1

5.4.1.1. Beschrijvende statistieken

Allereerst zal een goede kijk op de beschrijvende statistieken van de dataset noodzakelijk zijn. In de tabel hieronder worden de belangrijkste kengetallen weergegeven (*tabel 5*).

Tabel 5

	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Stand. Afw.
absoluut	111	0	3045009	379975	514770
variabel	111	0	991500	78239	146815,3
procvar	111	0	1	0,22	0,29
invop	111	0	8,77	1,1	1,29
schuldratio	111	0	0,94	0,4	0,24
current	111	0	9,77	1,82	2,23
markt	111	2754000	117062314000	2353976180	11640081166
boek	111	5086742	522451350000	2367556071	7333304122
complex	111	0	1162	61,7	144.645
aantbestuurders	111	2	18	9	3,53
leeftijd	111	4	148	44,77	37,6
beta	111	-0,03	2,06	0,64	0,39

Wat betreft de vergoedingen uitgekeerd aan de bestuursleden valt vooral de grote spreiding op, wat ook te zien is aan de zeer grote standaardafwijking. Er waren bedrijven die noch een variabele, noch een absolute vergoeding hebben uitgekeerd. Ook valt op dat de hoogste genoteerde absolute vergoeding maar liefst 3.045.000 Euro bedraagt (Colruyt), wat significant groter is dan de tweede grootste vergoeding, zodat er in overweging genomen zal moeten worden of dit al dan niet als een uitschieter beschouwd zal moeten worden.

Wat betreft de variabele vergoeding zien we hetzelfde patroon, al zijn de bedragen als vanzelfsprekend minder groot. Ook hier valt de zeer grote spreiding op.

Als gekeken wordt naar het aandeel van de variabele vergoedingen in de totale vergoeding, zien we dat gemiddeld genomen 22.49 procent van de vergoedingen uitbetaald aan de raad van bestuur als variabel beschouwd kan worden, terwijl er zowel ondernemingen opteren voor een aanpak waarin geen enkele variabele vergoeding wordt uitgekeerd, als er bedrijven zijn die kiezen voor de volledige variabele aanpak.

Wat betreft de investeringsopportunities (invop) kunnen we vaststellen dat de marktwaarde van de gemiddelde onderneming hoger is dan de boekwaarde van deze onderneming. Gezien het feit dat de marktwaarde over de boekwaarde als proxy genomen werd voor de investeringsopportunities en deze ratio gemiddeld groter is als 1 kunnen we vaststellen dat de gemiddelde Belgische beursgenoteerde onderneming over voldoende investeringsmogelijkheden kan beschikken (Gaver & Gaver, 1993). Een ratio van de marktwaarde over de boekwaarde wijst er als het ware op dat de onderneming hoger gewaardeerd wordt dan de onderneming boekhoudkundig waard is omwille van

mogelijkheden tot groeien in de toekomst. De hoogste teruggevonden waarde na het verwijderen van abnormaliteiten (ratio's van hoger als 20) wat betreft deze ratio is bij benadering 8.77, wat toch nog altijd als relatief hoog beschouwd kan worden.

De gemiddelde schuldratio van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen bevindt zich rond de 40 procent. We kunnen eveneens vaststellen dat er zowel ondernemingen in de dataset kunnen teruggevonden worden die praktisch volledig autofinancierd zijn (schuldratio dicht bij 0), als dat er ondernemingen zijn die haast volledig afhankelijk zijn van vreemd vermogen ter financiering van de bedrijfsactiviteiten (schuldratio praktisch 1).

De current ratio staat voor de mate van liquiditeit van de onderneming. Een waarde groter als 1 zou moeten inhouden dat er op korte termijn zich geen liquiditeitsproblemen zouden moeten kunnen voordoen. Gezien de relatief hoge gemiddelde waarde van afgerond 1.82, kan gesteld worden dat de gemiddelde Belgische beursgenoteerde onderneming op korte termijn niet met liquiditeitsproblemen te kampen zal hebben. Wel moet hier bij vermeld worden dat de spreiding zeer groot is zelfs na het verwijderen van zeer grote uitschieters. Er worden tevens ondernemingen aangetroffen in de dataset met zeer kleine waarden voor de current ratio zoals 0.01.

Zoals reeds gezegd werd er als proxy voor de grootte van de onderneming gekozen voor de marktwaarde van de onderneming. Gezien de scheve verdeling, werd het natuurlijke logaritme genomen. Het is dan ook moeilijk om uitspraken te doen over de gemiddelde waarden van deze variabele die later in de regressie zal opgenomen worden.

Wel kan gezegd worden dat de gemiddelde waarden van de markt-en boekwaarde min of meer overeen komen, wat ook te verwachten viel. Wat betreft de kleinste en grootste aangetroffen waarden voor de waarden, valt echter op dat deze wezenlijk verschillen wat betreft de boekwaarde en de marktwaarde, wat dan ook weer leidt tot de grote verschillen wat betreft de proxy voor investeringsopportuniteiten.

Ook wat betreft de complexiteitindex wordt een zeer grote spreiding aangetroffen. Daar deze variabele schuin verdeeld is, werd ook hier het natuurlijke logaritme van genomen. We kunnen zeggen dat de gemiddelde Belgische onderneming afgerond 62 zelfstandige businesssegmenten omvat, maar dat er zelfs een onderneming werd aangetroffen in de dataset met 1162 zelfstandige business units.

Het aantal niet-uitvoerende bestuurders (aantbestuurders) binnen de raad van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen varieert tussen de twee en 18 bestuurders. Tevens kan vastgesteld worden dat een gemiddelde raad van bestuur afgerond 9 niet-uitvoerende bestuurders bevat.

Wat betreft de leeftijd valt op dat het jongste bedrijf in de dataset slechts vier jaar onder de huidige vorm bestaat, wat zeker relatief jong is, maar daar in de literatuur wordt aangenomen dat een minimum van drie jaren noodzakelijk is om van een normale situatie te kunnen spreken, wordt er geen aanpassing doorgevoerd. Verder kan opgemerkt worden dat de gemiddelde leeftijd afgerond 45 jaar bedraagt.

Tot slot bedraagt de gemiddelde beta afgerond 0.64. Dit houdt in dat de koers van de gemiddelde Belgische beursgenoteerde onderneming verwacht wordt met 6.4 procent te stijgen indien de markt met 10 procent stijgt.

5.4.1.2. Toetsen van hypothesen wat betreft de absolute vergoeding

In deze sectie zal stapsgewijs gewerkt worden naar het uiteindelijk testen van de hypothesen zelf. Er wordt onderscheid gemaakt tussen het testen van de hypothesen met betrekking tot de absolute vergoedingen en de hypothesen met betrekking tot het aandeel van de variabele vergoeding in de totale compensatie. In deze sectie wordt er gewerkt naar een model met de absolute vergoeding als afhankelijke variabele om zo de determinanten te vinden.

Om een eerste zicht te krijgen op de verbanden tussen de variabelen kan er gezocht worden naar significante correlaties. Deze manier zal reeds een eerste indicatie geven aan de richtingen van de verbanden, maar definitieve conclusies zullen hier nog niet uit getrokken kunnen worden. Tevens zal er gezocht worden naar eventuele multicollineariteit tussen de verklarende variabelen onderling.

De correlatietabel met de respectievelijke significantie coëfficiënten wordt hieronder weergeven (*tabel 6*). Significante relaties op het 5 procent significantieniveau zijn in het blauw aangeduid.

Tabel 6

		absoluut	invop	schuldra	current	Inmarktw	Incomp	aantbest	leeft	beta
absoluut	Pearson corr.	1	-0,126	0,243	-0,165	0,624	0,569	0,436	0,28	0,23
	Significantie		0,189	0,01	0,92	0	0	0	0	0,015
invop	Pearson corr.	-0,126	1	-0,011	-0,165	0,232	-0,217	-0,083	-0,1	-0,18
	Significantie	0,189		0,907	0,148	0,014	0,022	0,389	0,18	0,059
schuldra	Pearson corr.	0,243	-0,011	1	-0,453	0,303	0,26	0,304	0,11	0,125
	Significantie	0,01	0,907		0	0,01	0,006	0,001	0,23	0,19
current	Pearson corr.	-0,165	0,142	-0,453	1	-0,332	-0,225	-0,286	-0,1	-0,06
	Significantie	0,92	0,148	0		0,001	0,02	0,003	0,16	0,578
Inmarkt	Pearson corr.	0,624	0,232	0,303	-0,332	1	0,43	0,393	0,17	0,111
	Significantie	0	0,014	0,01	0,001		0	0	0,07	0,246
Incomplex	Pearson corr.	0,569	-0,217	0,26	-0,225	0,43	1	0,404	0,2	0,431
	Significantie	0	0,022	0,006	0,02	0		0	0,04	0
aantbest	Pearson corr.	0,436	-0,083	0,304	-0,286	0,393	0,404	1	0,13	0,117
	Significantie	0	0,389	0,001	0,003	0	0		0,18	0,222
leeftijd	Pearson corr.	0,283	-0,129	0,114	-0,136	0,173	0,198	0,128	1	0,042
	Significantie	0,003	0,178	0,232	0,164	0,07	0,037	0,182		0,66
beta	Pearson corr.	0,23	-0,18	0,125	-0,055	0,111	0,431	0,117	0,42	1
	Significantie	0,015	0,059	0,19	0,578	0,246	0	0,222	0,66	

Wanneer de tabel geanalyseerd wordt kunnen we zien dat er significante correlaties teruggevonden worden tussen de afhankelijke variabele, namelijk de absolute vergoeding, en de onafhankelijke variabelen leeftijd, complexiteit (Incomplex), grootte van de onderneming (Inmarkt), het aantal bestuurders (aantbest) en de schuldratio (schuldra) en dit op het 1 procent significantieniveau. Op het 5 procent significantieniveau is hier bijkomend sprake van een relatie tussen de afhankelijke variabele enerzijds en de beta anderzijds.

Wat betreft de richting van de correlatie (positieve ten opzichte van negatieve correlatie) zijn er wel enkele verrassende voorlopige conclusies te trekken voor de significante correlaties.

Zo wordt er een significant positieve relatie gevonden tussen de schuldratio en de absolute vergoedingen. Dit gaat in tegen de opgestelde hypothese, waar in gesteld werd dat schulden een disciplinerend effect zouden hebben op de managers, waardoor controle van de raad van bestuur minder essentieel zou zijn en de vergoedingen over het algemeen lager zouden zijn. Er moet echter opgemerkt worden dat de variabele schuldratio ook zwaar gecorreleerd is met andere onafhankelijke variabelen die een effect zouden kunnen hebben op de totale absolute vergoeding, hetgeen er op zou kunnen wijzen dat het effect van deze andere variabelen wel eens vervat zou kunnen zitten in de schuldratio. Dit wijst erop dat er door middel van

regressieanalyse verder onderzoek gevoerd zal moeten worden naar wat nu de echte determinanten zijn van de hoogte van de absolute vergoedingen.

De significant positieve relatie tussen de grootte van de onderneming (Inmarkt) en de absolute vergoeding, is een eerste indicatie dat de opgestelde hypothese wat betreft de relatie tussen beide variabelen blijkt te gelden. Maar ook hier is voorzichtigheid aangewezen, omdat er sprake kan zijn van omitted variable bias, daar het effect van de andere variabelen, gezien de correlatie met onder andere de schuldratio, de current ratio en zeker de complexiteit van de onderneming, eveneens vervat kan zitten in deze variabele.

Ook de complexiteit van de onderneming blijkt in deze eerste analyse een effect te hebben op de hoogte van de totale vergoeding uitgekeerd aan de bestuursleden. De vooropgestelde hypothese dat hoe complexer de onderneming zou worden, hoe groter de totale vergoeding zou zijn, kan, abstractie makend van de bezwaren wat betreft correlatie met de andere variabelen, voorlopig bevestigd worden.

Wanneer gekeken wordt naar de controle variabelen van leeftijd, beta en het aantal niet-uitvoerende bestuurders, zien we dat ook deze significante relaties bevatten met het onderzoeksonderwerp, namelijk de absolute vergoedingen. Dit wijst er op dat het opnemen van de controle variabelen wel degelijk aangewezen is, om het reële effect van de verklarende variabelen op de afhankelijke variabelen te kunnen schatten.

Wat betreft het onderzoeken van mogelijke problemen gesteld door multicollineariteit, zal er gekeken worden naar correlaties die als zeer hoog beschouwd kunnen worden. Er moet onderscheid gemaakt worden tussen perfecte en imperfecte multicollineariteit. Regressors worden beschouwd als perfect multicollineair wanneer een van de regressors een perfecte lineaire functie is van een andere regressor. Dit maakt het onmogelijk voor de statistische programma's om de regressie coëfficiënten zorgvuldig te schatten (Stock & Watson, 2007).

Imperfecte multicollineariteit ontstaat wanneer de regressors weliswaar zwaar met mekaar gecorreleerd zijn, maar de ene regressor geen functie is van een van de andere regressors. Dit stelt weliswaar geen problemen voor wat betreft het kunnen schatten van de regressie coëfficiënten, maar zal wel resulteren in een mogelijke onjuiste inschatting van de waarde van de regressors. In de dataset is het voorkomen van imperfecte multicollineariteit niet noodzakelijk een fout, maar hoogst waarschijnlijk wel een eigenschap van de data die geanalyseerd zal moeten worden (Stock & Watson, 2007).

Er kan sprake zijn van perfecte multicollineariteit wanneer er correlatie van groter of gelijk aan 0.9 teruggevonden worden in de dataset voor wat betreft de regressors onderling (De Vocht, 2009).

In bovenstaande tabel kan vastgesteld worden dat er geen correlatie met een absolute waarde van 0.9 of meer teruggevonden kunnen worden, hetgeen erop wijst dat de dataset vrij is van perfecte multicollineariteit. Gezien de hoogste absolute teruggevonden correlatie tussen de onafhankelijke variabelen onderling 0.453 bedraagt, kan gesteld worden dat er sprake zou kunnen zijn van imperfecte multicollineariteit, maar gezien de bevindingen dat dit het proces van het schatten van de coëfficiënten niet verstoort en het in het verdere onderzoek de bedoeling zal zijn de afzonderlijke effecten van de onafhankelijke variabelen te identificeren, wordt er van uit gegaan dat het negeren van mogelijke imperfecte multicollineariteit de resultaten niet zal verstoren (Stock & Watson, 2007).

Omdat het duidelijk was dat er significante onderlinge correlaties vastgesteld konden worden, wordt er nu overgeschakeld op regressieanalyse. Deze manier van onderzoeken laat toe om de effecten van de afzonderlijke onafhankelijke variabelen op de afhankelijke variabele duidelijk weer te geven. De resultaten van de lineaire regressie zijn hieronder weergegeven.

Tabel 7

R	R kwadraat	aangepaste R kwadraat	standaardfout schatting
0,747	0,557	0,521	357186.146

Wanneer de kwaliteit van de regressie geanalyseerd wordt, kan vastgesteld worden dat de aangepaste R kwadraat 0.541 bedraagt terwijl de R kwadraat 0.58 is (*tabel 7*). Dit houdt in dat door middel van de opgenomen onafhankelijke variabelen in de regressie 58 procent van de verandering in de afhankelijke variabele (hier de absolute vergoeding) verklaard wordt.

Tabel 8: Anova-tabel

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sign.
Regressie	1,559 ^E +13	9	1,948E+12	15.274	0,000
Residual	1,238E+13	97	1,276E+11		
Totaal	2,796E+13	105			

Bovenstaande ANOVA-tabel geeft de resultaten weer van de variantie analyse, en geeft weer of de regressie in zijn geheel als statistisch significant beschouwd kan worden. Aan de hand

van de grote F waarde en het bijhorende significantieniveau van 0.000 kan gesteld worden dat het onderstaande model wel degelijk statistisch significant is.

Aan de hand van onderstaande regressie resultaten zal er uitspraak gedaan worden over het al dan niet aanvaarden van de opgestelde hypothesen (tabel 9).

Tabel 9

	ongestandaardiseerde coëfficiënten		gestandaardiseerde coëfficiënten	t	Sign.
	B	Std. Fout			
(constant)	-2699165.9	408132.8		-6.613	0,000
investeringsopp	-75360.7	30575.1	-0.191	-2,465	0,015
schuldratio	65601.1	170858.6	0,03	0,384	0,702
current	36633.9	18524.5	0,158	1,978	0,051
Inmarktwaarde	134443.5	22971.9	0,521	5.852	0,000
Incomplex	74254.8	27711.8	0,239	2.68	0,009
aantbestuurders	20119.0	11476.4	0,139	1,753	0,083
leeftijd	1572.1	985	0,114	1.595	0,114
beta	14730.1	111197.4	0.01	-0.132	0.895

Om het overzicht te bewaren zal telkens de hypothese herhaald worden.

Hypothese 1a: “Hoe meer investeringsopportunities de onderneming rijk is, hoe lager de totale compensatie”

De gestandaardiseerde coëfficiënt bij de investeringsopportunities (investeringsopp) volgens de regressie geschat door SPSS bedraagt -0.191. Deze coëfficiënt is gezien de t-waarde van -2.465 significant op het 5-procent significantieniveau, maar niet op het 1-procent significantieniveau. Er bestaat dus voldoende statistische evidentie om de nulhypothese, namelijk dat de investeringsopportunities geen goede voorspeller is voor de vergoedingen, te verwerpen, en dit enkel op het 5 procent significantieniveau. We kunnen er dus met andere woorden van uit gaan dat de mogelijkheden tot investeren een goede voorspeller is voor de totale vergoeding van de bestuursleden. Gezien het negatieve teken bij de gestandaardiseerde regressiecoëfficiënt, kunnen we concluderen dat er een negatief verband bestaat tussen de mogelijkheid tot investeren en de totale compensatie voor de bestuursleden. Dit ondersteunt *hypothese 1a* en we kunnen hieruit dus concluderen dat er voldoende statistisch bewijs gevonden kan worden om te concluderen dat *hypothese 1a* bevestigd wordt. Ondernemingen die beschikken over voldoende investeringsopportunities zullen hun beschikbare middelen

dus ceteris paribus eerder aanwenden om te investeren in de rendabele projecten ten opzichte van het uitbetalen van bestuurdersvergoedingen.

De interpretatie van de niet gestandaardiseerde regressie-coëfficiënt is voor deze toepassing minder belangrijk, daar het vooral de significantie en de richting van het verband waren dat onderzocht moesten worden, maar voor de volledigheid wordt de interpretatie hier toch weergegeven. De niet-gestandaardiseerde regressie-coëfficiënt bedraagt -75360.7 hetgeen er op wijst dat indien er een verhoging is van 1 wat betreft de verhouding tussen de marktwaarde en de boekwaarde (deze ratio stijgt bijvoorbeeld van 1 naar 2), dan zal de totale vergoeding uitbetaald aan de bestuurders dalen met afgerond 75361 euro.

Hypothese 2a: “Hoe hoger de schuldgraad van de onderneming, hoe lager de totale compensatie en hoe lager het relatieve aandeel van de variabele verloning”

In de regressiespecificaties kan gezien worden dat de regressie-coëfficiënt bij de schuldratio 0.04 bedraagt. Indien deze als statistisch significant beschouwd kon worden, was het gevonden verband volledig tegengesteld aan datgene wat via de hypothese verondersteld wordt. Gezien de lage t-waarde (0.384) en een overeenkomstig significantieniveau van 0.702 kan besloten worden dat er onvoldoende statistisch bewijs gevonden kan worden in deze dataset om de nulhypothese, namelijk dat de schuldratio geen goede voorspeller is van de totale vergoeding van de bestuursleden, te kunnen verwerpen. Blijkbaar hebben aangegane schulden dus niet in die mate een disciplinerend effect op de managers zodat de totale vergoedingen naar beneden bijgesteld zouden kunnen worden. *Hypothese 2a* kan dus niet bevestigd worden.

Hypothese 3: “Hoe beter de kaspositie van de onderneming, hoe hoger de totale compensatie voor de leden van de raad van bestuur”

Wat betreft de kaspositie van de ondernemingen, gemeten door de current ratio werd een positief verband verwacht tussen deze current ratio en de totale vergoedingen uitbetaald aan de bestuursleden. We zien in de regressiespecificaties dat de coëfficiënt bij de current ratio niet significant is op het 5 procent significantieniveau, maar wel op het 10 procent significantieniveau, hetgeen er dus op wijst dat de current ratio een goede voorspeller is van de totale vergoedingen uitbetaald aan de bestuursleden, maar enkel op het 10 procent significantieniveau. Het positieve teken bij de regressie-coëfficiënt doet uitschijnen dat er op het 10 procent significantieniveau voldoende evidentie gevonden kan worden om aan te

nemen dat hypothese 3 geldt, en dat het dus wel degelijk zo is dat indien de liquiditeit van de onderneming beter is, de totale compensatie van de bestuursleden groter zal zijn.

Hypothese 4a: “Hoe groter de onderneming, hoe hoger de totale compensatie voor de bestuursleden”

Zoals reeds gezegd werd vanwege de scheve verdeling van de marktkapitalisatievariabele het natuurlijke logaritme genomen van deze variabele. De interpretatie van de coëfficiënt is dus lichtjes verschillend van die in de vorige hypothesen. De gestandaardiseerde regressie coëfficiënt is significant op het 1 procent significantieniveau, en de nulhypothese dat de grootte van de onderneming geen goede voorspeller is voor de bestuurdersvergoedingen wordt dus op het 1 procent significantieniveau verworpen. De gestandaardiseerde regressie-coëfficiënt bedraagt 0.555 en is positief, hetgeen er dus inderdaad op wijst dat grotere ondernemingen over het algemeen beschouwd hogere vergoedingen zullen uitkeren aan de leden van de raad van bestuur.

Wat betreft de interpretatie van de niet-gestandaardiseerde Beta-coëfficiënt kunnen we opmerken dat deze 134443.455 bedraagt. Dit houdt in dat als de marktkapitalisatie met 1 procent toeneemt, de totale vergoeding met $0.01 \cdot 134443.455$ zal toenemen met 1344.43 euro.

Hypothese 5: “Hoe complexer het bedrijf, hoe hoger de totale vergoeding voor de bestuursleden”

De coëfficiënt bij de complexiteit variabele is significant op het 1 procent significantie niveau, gezien de hoge t-waarde van 2.68. Ook hier kunnen we dus besluiten dat de complexiteit van de onderneming een goede voorspeller is voor de hoogte van de vergoedingen van de bestuurders. Gezien het positieve teken bij de coëfficiënt, kunnen we de opgestelde hypothese 5 bevestigen, en zal meer complexiteit binnen de onderneming dus inderdaad leiden tot hogere vergoedingen voor de bestuursleden.

Wanneer gekeken wordt naar de opgenomen controle variabelen in het model, kan vastgesteld worden dat enkel het aantal bestuurders (aantbestuurders) als significant beschouwd kan worden, en dit op het 10 procent significantieniveau. De positieve regressiecoëfficiënt wijst er op dat er een positieve relatie blijkt te gelden tussen het aantal niet-uitvoerende bestuurders en de totale absolute vergoedingen. Wat betreft de beta en de leeftijd kunnen dergelijke relaties niet vastgesteld worden, gezien de lage t-waarden. Deze drie variabelen zijn echter

noodzakelijk binnen het model, om de juiste sterkte van de relaties tussen de voorspellende en de afhankelijke variabelen te kunnen schatten.

Als alternatieve oplossingsmethode zal er onderzocht worden of de opgestelde hypothesen ook gelden met de gemiddelde vergoeding per niet-uitvoerende bestuurslid als afhankelijke variabele. In de regressie analyse werd enkel de totale vergoeding uitbetaald (gedefinieerd als de som van alle vergoedingen voor alle niet-uitvoerende bestuurders) als afhankelijke variabele opgenomen, waarna weliswaar gecontroleerd werd voor het aantal niet-uitvoerende bestuursleden door deze als controlerende, onafhankelijke variabele op te nemen. Het analyseren van de gemiddelde jaarlijkse vergoeding per bestuurder als afhankelijke variabele heeft echter binnen dit onderzoek zeker toegevoegde waarde, en daarom wordt er ook een paragraaf aan gewijd.

De beschrijvende statistieken voor de gemiddelde vergoeding per niet-uitvoerend bestuurslid worden in onderstaande tabel weergegeven (*tabel 10*).

Tabel 10

	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Stand. Afw.
gemvergperbestu	111	0	304500,9	37294,2	44336,7

Uit een voorgaande tabel (*tabel 5*) kan afgeleid worden dat de gemiddelde Belgische beursgenoteerde onderneming afgerond negen niet-uitvoerende bestuurders in haar raad van bestuur heeft zetelen. De gemiddelde vergoeding per lid bedraagt dan weer 37.294 euro op jaarbasis. Net zoals bij de absolute vergoeding is de spreiding wat betreft de vergoeding per bestuurder zeer hoog.

Wanneer de regressie uitgevoerd wordt met de gemiddelde vergoeding per niet-uitvoerende bestuurders als afhankelijke variabele worden volgende resultaten bekomen.

Tabel 11

R	R kwadraat	aangepaste R kwadraat	standaardfout schatting
0,668	0,446	0,407	34075,86

Tabel 12

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sign.
Regressie	9,17E+10	7	1,31E+10	11,277	0,000
Residual	1,14E+11	98	1,16E+09		
Totaal	2,06E+11	105			

Er kan gesteld worden dat er door middel van de onafhankelijke variabelen 44.6 procent van de variatie in de afhankelijke variabele verklaard wordt (R-kwadraat van 0.446) (*tabel 11*). Uit de Anova-tabel (*tabel 12*) kan er andermaal afgeleid worden dat ook deze regressie statistisch significant is op het 1 procent significantieniveau.

De bekomen regressie wordt in de tabel (*tabel 13*) hieronder weergegeven.

Tabel 13

	ongestandaardiseerde coëfficiënten		gestandaardiseerde coëfficiënten	t	Sign.
	B	Std. Fout			
(constant)	-208609,6	38897,8		-5,363	0,000
investeringsopp	-6354,2	2903,9	-0,188	-2,188	0,031
schuldratio	9352,9	16089,6	0,05	0,581	0,562
current	11333,6	1763,6	0,174	1,954	0,054
Inmarktwaarde	6772	2132,9	0,512	5,314	0,000
Incomplex	107,4	2579,3	0,254	2,625	0,01
leeftijd	187,2	93,9	0,091	1,143	0,256
beta	-75916,9	10606,5	0,001	0,018	0,986

Wat betreft de bekomen coëfficiënten kan vastgesteld worden dat deze een relatie in dezelfde richting omvatten. Gezien ook dezelfde coëfficiënten als statistisch significant beschouwd worden, bevestigt dit de hypothesen die reeds bevestigd waren.

De interpretatie van de niet-gestandaardiseerde coëfficiënten is echter iets meer voor de hand liggend. De niet gestandaardiseerde regressie coëfficiënt bij de proxy voor de mogelijkheden tot investeren (de marktwaarde gedeeld door de boekwaarde) bedraagt afgerond -6354. Dit houdt in dat indien deze ratio bij een onderneming 1 meer bedraagt als de ratio bij een andere onderneming, dat, indien alle andere bedrijfskenmerken hetzelfde zijn, deze onderneming gemiddeld genomen 6354.2 euro minder per jaar per niet-uitvoerende bestuurder zal uitkeren.

De interpretatie van de andere coëfficiënten verloopt analoog.

5.4.1.3. Toetsen van hypothesen wat betreft het aandeel van de variabele vergoeding

Waar in de vorige sectie gewerkt werd naar een model met de totale vergoeding als afhankelijke variabele, zal het onderzoeksonderwerp in deze sectie het aandeel van de variabele vergoeding in het totale renumeratiepakket zijn. De werkwijze is gelijklopend met de vorige sectie.

In een eerste, verkennende stap zal weer gezocht worden naar significante relaties tussen de variabelen onderling en tevens naar onderlinge multicollineariteit.

Opnieuw wordt gesteld dat indien er significante verbanden gevonden worden, dit zeker niet aanzien kan worden als evidentie dat de opgestelde hypothesen blijken te gelden. Deze uitgevoerde analyse is slechts een eerste verkennende stap, waarop dieper ingegaan zal moeten worden.

Wat betreft de effecten van de onafhankelijke variabelen op de afhankelijke variabelen, onderzoeken we de effecten van de investeringsopportunities, de schuldratio en de grootte van de onderneming, waarbij ook opnieuw de controlevariabelen van risico (beta) en leeftijd worden opgenomen. De correlatietabel is hieronder weergegeven (tabel 14).

Tabel 14

		procvariabel	investopp	schuldratio	Inmarktw	leeftijd	beta
procvariabel	Pearson corr.	1	0,187	0,147	0,021	-0,116	0,007
	Significantie		0,05	0,124	0,825	0,225	0,938
investeringsopp	Pearson corr.	0,187	1	-0,011	0,232	-0,129	-0,18
	Significantie	0,05		0,907	0,014	0,178	0,059
schuldratio	Pearson corr.	0,147	-0,011	1	0,303	0,114	0,125
	Significantie	0,124	0,907		0,01	0,232	0,19
Inmarktwaarde	Pearson corr.	0,021	0,232	0,303	1	0,173	0,111
	Significantie	0,825	0,014	0,001		0,07	0,246
leeftijd	Pearson corr.	-0,116	-0,129	0,114	0,173	1	0,042
	Significantie	0,225	0,178	0,232	0,07		0,66
beta	Pearson corr.	0,007	-0,18	0,125	0,111	0,42	1
	Significantie	0,938	0,059	0,19	0,246	0,66	

Wat betreft significante correlaties met de afhankelijke variabele, zien we op het tien procent significantieniveau enkel en alleen significante positieve relaties tussen de investeringsopportunities enerzijds en het aandeel van de variabele vergoeding anderzijds. Dit kan aanzien worden als een eerste indicatie dat de opgestelde hypothesen met betrekking tot de investeringsopportunities en de schuldratio zouden kunnen gelden, maar gezien de

grote onderlinge correlatie met de grootte van de onderneming moet hier voorzichtig mee omgesprongen worden. Wat betreft de grootte van de onderneming zelf, kan er geen relatie met de afhankelijke variabele, noch negatief, noch positief uit de correlatietabel afgeleid worden.

Dezelfde tabel kan op dezelfde manier geanalyseerd worden met betrekking tot de mogelijkheden tot problemen wat betreft multicollineariteit. Ook hier is er echter geen correlatie te detecteren die groter is als 0.9 hetgeen er op wijst dat er geen sprake is van perfecte multicollineariteit binnen de steekproef. De mogelijke imperfecte multicollineariteit is geen reden om niet verder te gaan met de regressie analyse, daar het net de afzonderlijke invloeden van de regressors op de afhankelijke variabele zijn die onderzocht moeten worden.

Ook hier moet dus overgeschakeld worden op regressieanalyse om uitsluitsel te kunnen geven wat betreft het aanvaarden van de opgestelde hypothesen. De resultaten van de uitgevoerde regressieanalyse zijn hieronder weergegeven (*tabel 15*).

Tabel 15

R	R kwadraat	aangepaste R kwadraat	standaardfout schatting
0,347	0,12	0,069	0,27634

De R-square van deze regressie bedraagt 0.12, hetgeen erop wijst dat 12 procent van de variantie in de afhankelijke variabele, verklaard kan worden door de onafhankelijke variabelen opgenomen in de regressie (*tabel 16*).

Tabel 16

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sign.
Regressie	1,09E+00	6	1,81E-01	2,369	0,035
Residual	7,94E+00	104	7,60E-02		
Totaal	9,03E+00	110			

Uit de Anova-tabel (*tabel 16*) kunnen we echter afleiden dat de regressie in zijn geheel als statistisch significant gezien kan worden gezien de F waarde van 2.369. De regressie is dus met andere woorden significant op het 5 procent significantieniveau.

Ook hier zal per hypothese aan de hand van de regressie coëfficiënten getracht worden uitsluitsel te geven over het al dan niet aanvaarden van de opgestelde hypothesen. De tabel met regressieresultaten is hieronder weergegeven (*tabel 17*).

Tabel 17

	ongestandaardiseerde coëfficiënten		gestandaardiseerde coëfficiënten	t	Sign.
	B	Std. Fout			
(constant)	0,361	0,259		1,391	0,167
investeringsopp	0,052	0,022	0,235	2,358	0,02
schuldratio	0,157	0,119	0,131	1,316	0,191
Inmarktwaarde	-0,022	0,015	-0,154	-1,412	0,161
aantbestuurders	0,02	0,008	0,245	2,356	0,02
leeftijd	-0,001	0,001	-0,107	-1,121	0,265
beta	0,021	0,074	0,026	0,278	0,782

Om de overzichtelijkheid te bewaren worden ook hier de hypothesen andermaal herhaald.

Hypothese 1b: “Naarmate de mogelijkheden tot investeren voor ondernemingen groter zijn, zal het variabele deel van de verloning een groter deel innemen binnen de totale verloning”

De gestandaardiseerde coëfficiënt bij de investeringsopportuniteiten (invop) bedraagt 0.235 en is significant op het 5 procent significantieniveau. We kunnen dus andermaal besluiten dat de nulhypothese dat de investeringsopportuniteiten geen significante voorspeller is voor het aandeel van de variabele remuneratie in de totale verloning, op het 5 procent significantieniveau verwerpen, en dus aannemen dat de investeringsopportuniteiten een goede voorspeller is voor de afhankelijke variabele. In de hypothese werd gesteld dat indien de investeringsopportuniteiten talrijker werden, dit aandeel van de variabele remuneratie zou toenemen. Gezien de statistisch significante positieve coëfficiënt is er voldoende bewijs om deze hypothese aan te nemen. Bedrijven met veel mogelijkheden tot investeren zijn dus sterk uit op de aanwezigheid van de leden van de raad van bestuur op de vergaderingen, om zo de activiteiten van het management te monitoren en te controleren.

De niet gestandaardiseerde coëfficiënt bij de investeringsopportuniteiten bedraagt 0.052 hetgeen er op wijst dat indien de proxy voor de mogelijkheden tot investeren (hier de marktwaarde over de boekwaarde) met 1 toeneemt, het aandeel van de variabele remuneratie met 5,1 procent toeneemt.

Hypothese 2b: “Hoe hoger de schuldgraad van de onderneming, hoe hoger het relatieve aandeel van de variabele verloning”

Wat betreft de significantie van de coëfficiënt bij de schuldratio kunnen we stellen dat de t-waarde 1.316 bedraagt en dat deze niet significant is op het 10 procent significantieniveau. De schuldratio blijkt dus geen voorspellende kracht te bezitten wat betreft het determineren van het niveau van het aandeel van de variabele remuneratie in de totale remuneratie.

Hypothese 2b blijkt dus verworpen te worden op basis van deze steekproef.

Hypothese 4b: “Hoe groter de onderneming, hoe groter het aandeel van de variabele remuneratie in het pakket”

De gestandaardiseerde coëfficiënt bij lnmarkt (proxy voor de grootte van de onderneming) is negatief. Maar gezien de zeer lage t-waarde kan de nulhypothese dat deze variabele geen voorspellende kracht heeft voor de afhankelijke variabele niet verworpen worden. We moeten dus besluiten dat er onvoldoende statistisch bewijs aangetroffen kan worden binnen de dataset om *hypothese 4b* te aanvaarden. Er blijkt dus geen verband te zijn tussen de grootte van de onderneming en het aandeel van de variabele remuneratie in het compensatiepakket.

5.4.2. Deelvraag 2

5.4.2.1. Beschrijvende statistieken

Ook wat betreft de analyse van deelvraag twee is het belangrijk een eerste indruk te krijgen van de data. De beschrijvende statistieken zijn in onderstaande tabel weergegeven (*tabel 18*).

Tabel 18

	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Stand. Afw.
absolaanwezigheid	111	3	442	84,15	65,024
totaleverg	111	6	509	93,37	73,14
procaanw	111	0,5	1	0,9	0,086
variabel	111	0	991500	77533,7	146334,9
absoluut	111	1	3045009	376551,4	513692,7
gemvergperverg	111	0	12471.3	815,1	1570,3

De karakteristieken van de absolute vergoedingen, de variabele vergoedingen en het procentuele aandeel van de variabele vergoeding in de totale vergoeding werden reeds in de vorige deelvraag uitvoerig besproken.

Wat betreft de variabele “absolaanwezigheid” kan gesteld worden dat dit de som is van alle aanwezigheden van alle niet-uitvoerende leden van de raad van bestuur op zowel de vergaderingen van de raad, als de comitévergaderingen. Het totale aantal mogelijke vergaderingen wordt weergegeven door de variabele “totaleverg”. De verhouding tussen beide variabelen, dus het aantal aanwezigheden gedeeld door het totaal aantal vergaderingen wordt aangeduid door “procaanw” en kan aanzien worden als het aanwezigheidspercentage van het jaar 2011.

Als we kijken naar de karakteristieken van bovenstaande variabelen, kunnen we besluiten dat de gemiddelde aanwezigheidsgraad van de ondernemingen afgerond 90 procent bedraagt. Gezien de kleine standaardafwijking kan eveneens gezegd worden dat de spreiding relatief klein is en dat alle bestuursleden zich gemiddeld genomen aan de 90 procent aanwezigheidsgraad houden. De kleine waarde van 50 procent is als zeer uitzonderlijk te beschouwen, en na analyse van de absolute aanwezigheden en het totaal aantal georganiseerde aanwezigheden, zien we dat de deze aanwezigheidsgraad van 50 procent hoort bij 3 aanwezigheden op 6 vergaderingen.

De gemiddelde vergoeding per vergadering bedraagt gemiddeld 815 euro over de hele dataset genomen. Hierbij moet opgemerkt worden dat de ondernemingen die geen variabele vergoeding uitkeren een subgroep vormen van maar liefst 52 ondernemingen, zodat het effect van geen variabele vergoeding uitkeren, zwaar doorweegt op deze gemiddelde vergoeding. Wanneer het gemiddelde wordt genomen van de variabele vergoedingen per bestuurder voor de ondernemingen die wel een variabele vergoeding uitkeren bedraagt deze waarde 1615 euro, wat toch wel een aanzienlijk verschil is. De standaarddeviatie is zeer groot (1229) wat dan ook een zeer diverse gemiddelde vergoeding per vergadering impliceert. De hoogste gevonden variabele vergoeding per vergadering bedraagt 12741 euro, wat als zeer grote variabele vergoeding beschouwd kan worden.

5.4.2.2. Toetsen van hypotheses

Teneinde de overzichtelijkheid te bewaren worden de opgestelde hypotheses met betrekking tot deelvraag 2, ook hier herhaald:

Hypothese 6: “Hoe hoger de premie per aanwezigheid op een vergadering, hoe beter de ratio van aanwezigheden op het totaal van vergaderingen”

Er zal via drie verschillende methoden gezocht worden naar statistisch bewijs of de opgestelde hypothesen zouden kunnen gelden. Eerst wordt er aan de hand van een univariate correlatieanalyse gekeken of er een positief verband bestaat tussen de gemiddelde aanwezigheidspremie en de aanwezigheidsgraad op de vergaderingen, verder zal er ook gekeken worden via regressieanalyse of de hoogte van de vergoedingen in verband blijkt te staan met de aanwezigheidsgraad wanneer er gecontroleerd wordt voor bedrijfsspecifieke kenmerken, die reeds aan bod kwamen in de vorige deelvraag, en tot slot zal er gekeken worden via analyse der gemiddeldes of er significante verschillen bestaan wat betreft de aanwezigheidsgraad wanneer de ondernemingen op basis van de gemiddelde vergoedingen per vergadering in 3 groepen worden ingedeeld.

De analyse zal starten met de univariate correlatie testen. In verschillende stappen zal gekomen worden tot het uiteindelijk testen van de hypothese. Er wordt echter eerst gekeken naar de verschillende aspecten van de vergoedingen uitgekeerd aan de niet-uitvoerende leden van de raad van bestuur.

Op de eerste plaats zal er gekeken worden of er door middel van een hogere totale vergoeding ook effectief een hogere aanwezigheidsgraad bekomen zal worden. Daarvoor wordt de correlatie gemeten tussen de absolute vergoeding en de aanwezigheidsgraad op de vergaderingen. De resultaten zijn hieronder weergegeven (*tabel 19*).

Tabel 19

		absoluut	procaanw
absoluut	Pearson corr. significantie	1	0,131 0,169
procaanw	Pearson corr. significantie	0,131 0,169	1

We bekomen weliswaar een positieve correlatie, maar deze correlatie is niet statistisch significant, zelfs niet op het 10 procent significantieniveau. Dit wijst er op dat er geen verband bestaat tussen de hoogte van de absolute vergoeding en de aanwezigheidsgraad op de vergaderingen.

Op de tweede plaats zal gezocht worden naar een positief verband tussen de hoogte van de variabele vergoedingen en de aanwezigheidsgraad op de vergaderingen. Ook hier zal een correlatietest uitgevoerd worden om aan te tonen of er al dan niet een verband aangetroffen kan worden. De resultaten zijn terug te vinden in onderstaande output (*tabel 20*).

Tabel 20

		variabel	procaanw
variabel	Pearson corr. significantie	1	0,066 0,492
procaanw	Pearson corr. significantie	0,066 0,492	1

Opnieuw moet geconcludeerd worden dat er absoluut geen statistisch bewijs aangetroffen kan worden dat er een verband zou zijn tussen de hoogte van de variabele vergoeding en de aanwezigheidsgraad op de vergaderingen.

Hypothese 6 is opgesteld rond de redenering dat er een positief verband zou zijn tussen de gemiddelde variabele vergoeding per vergadering en de aanwezigheidsgraad op de vergaderingen. Dit wordt op de eerste plaats eveneens getest door middel van een correlatieanalyse (*tabel 21*).

Tabel 21

		gemvergpververg	procaanw
gemvergpververg	Pearson corr. significantie	1	0,113 0,24
procaanw	Pearson corr. significantie	0,113 0,24	1

Ook hier moet vastgesteld worden dat de positieve correlatie van 0.113 niet significant is op het 10 procent significantieniveau en er is dus onvoldoende bewijs om aan te nemen dat een hogere vergoeding per vergadering effectief zou leiden tot een hogere aanwezigheidsgraad.

Tot slot van de univariate correlatie analyse zal er ook nog gekeken worden of er wel een positief verband bestaat tussen het procentuele aandeel dat de variabele vergoeding van het compensatiepakket uitmaakt en de aanwezigheidsgraad op vergaderingen. In lijn met de hypothese kan gesteld worden dat hoe hoger het aandeel van de variabele vergoedingen zal zijn in het compensatiepakket, hoe groter de aanwezigheid zal zijn. De correlatietabel is andermaal hieronder weergegeven (*tabel 22*).

Tabel 22

		procvariabel	procaanw
procvariabel	Pearson corr. significantie	1	0,168 0,078
procaanw	Pearson corr. significantie	0,168 0,078	1

Op het 10 procent significantieniveau is te zien dat er een zwak positief verband te vinden is tussen het aandeel van de variabele vergoeding in het compensatiepakket en de procentuele aanwezigheidsgraad op de vergaderingen. Dit is een indicatie dat de niet-uitvoerende bestuursleden meer geneigd zullen zijn de vergaderingen te attenderen indien de variabele vergoeding een groter deel van de totale vergoeding uitmaken.

Op het zwakke positieve verband tussen de aanwezigheidsgraad en het procentuele aandeel van de variabele vergoeding in het totale compensatiepakket na, kan dus voorlopig gesteld worden aan de hand van correlatieanalyse dat er geen verband bestaat tussen de variabele vergoedingen en de aanwezigheidsgraad op vergaderingen, maar verder onderzoek is wel degelijk noodzakelijk.

Op de tweede plaats zal er via een regressie analyse gekeken worden of de gemiddelde vergoeding per vergadering een effect blijkt te hebben op de aanwezigheidsgraad wanneer er gecontroleerd wordt voor bedrijfsspecifieke kenmerken. Als afhankelijke variabele geldt dus de aanwezigheidsgraad op de vergaderingen.

De resultaten worden hieronder weergegeven (*tabel 23*).

Tabel 23

R	R kwadraat	aangepaste R kwadraat	standaardfout schatting
0,395	0,156	0,077	0,08232

Aan de hand van de R kwadraat kan gesteld worden dat het model 15.6 van de variatie in de afhankelijke variabele verklaart.

Tabel 24

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sign.
Regressie	0,12	9	0,013	1,976	0,05
Residual	0,65	96	0,007		
Totaal	0,77	105			

Uit de Anova-tabel (*tabel 24*) kunnen we echter afleiden dat de regressie in zijn geheel als statistisch significant gezien kan worden gezien de F waarde van 1.976. De regressie is dus met andere woorden significant op het 5 procent significantieniveau.

De resultaten van de regressie zijn hieronder weergegeven (*tabel 25*):

Tabel 25

	ongestandaardiseerde coëfficiënten		gestandaardiseerde coëfficiënten	t	Sign.
	B	Std. Fout			
(constant)	0,728	0,094		7,73	0
gemvergperverg	0,000005078	0	0,095	0,964	0,338
investeringsopp	0,002	0,007	0,026	0,244	0,808
schuldratio	0,029	0,04	0,082	0,743	0,459
current	0,005	0,004	0,122	1,087	0,28
Inmarktwaarde	0,008	0,005	0,187	1,511	0,134
Incomplex	-0,003	0,006	-0,065	-0,526	0,6
Incomplex	-0,005	0,003	-0,224	-2,016	0,047
leeftijd	0	0	0,199	2,01	0,047
beta	0,053	0,026	0,215	2,049	0,043

Er valt te besluiten dat de regressie coëfficiënt bij de gemiddelde vergoeding per vergadering niet statistisch significant is, zelfs niet op het 10 procent significantieniveau. Er wordt dus onvoldoende statistisch bewijs aangetroffen in de steekproef waaruit zou kunnen blijken dat de opgestelde hypothesen zouden kunnen gelden, en op basis van deze analyse is er dus geen verband te vinden tussen de aanwezigheidspremie per vergadering en de aanwezigheidsgraad.

Een derde mogelijke onderzoekswijze bestaat erin om de hoogte van de gemiddelde variabele vergoeding per bestuurslid in categorieën in te delen, en de gemiddelde aanwezigheidsgraden per categorie met mekaar te vergelijken. Indien de subcategorieën met een hogere gemiddelde vergoeding per vergadering en per bestuurder gemiddeld genomen een hogere aanwezigheidsgraad bekomen, zou dit een indicatie kunnen zijn dat het opgestelde verband in

hypothese 6 kan opgaan. Tevens is dit een belangrijke test voor het al dan niet aanvaarden van *hypothese 7*. *Hypothese 7* luidt:

“De aanwezigheidsgraad op de vergaderingen zal hoger zijn indien er helemaal geen premie per vergadering uitgekeerd wordt, dan als er een kleine premie per vergadering wordt uitgekeerd”

Zoals reeds gedocumenteerd in sectie 5.3. werd de categorische variabele ‘gemverggroep’ in 3 categorieën ingedeeld aan de hand van een analyse van de gemiddelde vergoedingen per vergadering. In onderstaande tabel zien we een samenvattende tabel wat betreft een vergelijking tussen de aanwezigheidspercentages per categorie. Indien de verbanden opgesteld in de hypothesen zouden gelden zou het gemiddelde aanwezigheidspercentage het hoogst moeten zijn voor categorie 3 (de hoogste gemiddelde vergoedingen) maar zal de aanwezigheid groter zijn voor de ondernemingen in categorie 1 (geen variabele vergoeding) dan voor de ondernemingen in categorie 2. Eerst en vooral zal echter gekeken moeten worden of de verschillen wat betreft de verschillende groepen met betrekking op de aanwezigheidspercentages statistisch van mekaar verschillen. Daarvoor wordt een Anova-test uitgevoerd. De resultaten worden hieronder weergegeven (*tabel 26*).

Tabel 26

	Sum of Squares	df	mean square	F	Sign.
Between groups	0,019	2	0,01	1,283	0,282
Within groups	0,79	104	0,08		
Total	0,809	106			

Wanneer er gekeken wordt naar de F-waarde en het bijhorende significantieniveau moet er vastgesteld worden dat de verschillen tussen de categorieën wat betreft het gemiddelde aanwezigheidspercentages niet statistisch significant zijn. Er kunnen met andere woorden geen conclusies uit de gemiddelde waarden getrokken worden.

De resultaten van de analyse worden voor de volledigheid hieronder weergegeven (*tabel 27*).

Tabel 27

gemverggroep	gemiddelde proc. Aanw.	N	Std. Deviatie
1	0,8909	51	0,11
2	0,9191	29	0,052
3	0,9164	27	0,647
Total	0,905	107	0,08737

Uit bovenstaande tabel kan nogmaals afgeleid worden dat de vooropgestelde verbanden niet blijken te gelden, zelfs indien de verschillen statistisch significant bleken te zijn. Het aanwezigheidspercentage is het hoogste voor de ondernemingen in categorie 2 die dus een lage variabele vergoeding uitkeren. Het aanwezigheidspercentage is dus hoger bij een lage variabele vergoeding als bij helemaal geen variabele vergoeding en een hoge gemiddelde variabele vergoeding.

Er kan dus besloten worden dat de vooropgestelde hypothesen wat betreft deze deelvraag voor deze dataset niet bevestigd kunnen worden.

Hoofdstuk 6: Conclusies

In het laatste hoofdstuk zullen de conclusies omtrent deze eindverhandeling weergegeven worden, en dit aan de hand van het antwoord op de twee deelvragen om zo een concreet mogelijk antwoord op de centrale onderzoeksvraag “*Welke factoren bepalen de beloningsstructuur van de leden van de raad van bestuur van Belgische beursgenoteerde ondernemingen?*” te kunnen geven. De conclusies zijn voornamelijk gebaseerd op het zelf uitgevoerde empirische onderzoek, daar dit onderzoek gebaseerd was op bevindingen gevonden in de literatuurstudie. Tenslotte wordt er ook een paragraaf gewijd aan enkele kritische bedenkingen en mogelijkheden voor verder onderzoek.

Corporate governance is een begrip dat hedendaags niet meer weg te denken is uit de realiteit. Hoewel de inhoud van het begrip reeds in de zeventiende eeuw weerklank had, kan gezegd worden dat corporate governance als studieobject de laatste jaren aan een grondige opmars bezig is. De verschillende schandalen met betrekking tot ondeugdelijk bestuur hebben deze opmars zeker en vast kracht bijgezet, wanneer bijvoorbeeld gedacht wordt aan de schandalen rond Worldwom (2002), Enron (begin jaren 2000) en meer in de Belgische context het schandaal rond Picanol (2003).

Een eenduidige definitie van het begrip corporate governance is echter nooit kunnen vastgesteld worden, ook onder invloed van het feit dat de invulling verschilt van context tot context, en dit wat betreft internationale verschillen, maar ook voor wat betreft verschillen tussen ondernemingen in een bepaald land onderling. Zo zijn er in België verschillende codes opgesteld voor wat betreft de beursgenoteerde ondernemingen enerzijds, en de kleinere en middelgrote ondernemingen (KMO's) anderzijds.

Daar het centrale onderzoeksthema van deze masterproef zich focust op de Belgische beursgenoteerde ondernemingen, is vooral de Belgische corporate governance code voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen relevant. Deze zag het daglicht in 2009 en is geregeld volgens het comply-or-explain principe.

Een van de centrale onderzoeksonderwerpen binnen de corporate governance discussies is het vaststellen van een effectief en efficiënt remuneratiebeleid. Vergoedingen voor topmanagers en in iets mindere mate de leden van de raad van bestuur zijn al meermaals het onderwerp geweest van verregaande discussies, en het is niet altijd duidelijk op welke basis de vergoedingen vastgesteld worden. Deze masterproef focust zich op de vergoedingen verkregen door de leden van de raad van bestuur, en meer bepaald de niet-uitvoerende leden of outside directors.

Wanneer er gekeken wordt naar de beschikbare literatuur wat betreft uitgekeerde vergoedingen door beursgenoteerde ondernemingen valt het op dat de literatuur wat betreft de vergoedingen uitbetaald aan de niet-uitvoerende bestuurders zeer schaars is en voornamelijk Noord-Amerikaans van oorsprong. Waar de vergoedingen verkregen door topmanagers extensief gedocumenteerd zijn, komen de vergoedingen van de leden van de raad van bestuur slechts sporadisch voor, en enkel in relatie met de ondernemingsprestaties.

Er werden echter twee studies gevonden van Noord-Amerikaanse oorsprong die betrekking hadden op het centrale thema, en op basis van deze studies werden de deelvragen en bijkomend de te onderzoeken hypothesen opgesteld.

Op de eerste plaats werd er door Bryan et al. (2000) onderzocht welke bedrijfsspecifieke kenmerken in relatie bleken te staan met de hoogte van de absolute vergoedingen. Dit onderzoek vormde de basis voor het antwoord op de eerste deelvraag, die als volgt opgesteld werd: *welke bedrijfsspecifieke factoren oefenen een invloed uit op de hoogte en de vorm van de bestuurdersvergoedingen binnen de Belgische beursgenoteerde ondernemingen?*”

Er werden significante positieve verbanden gevonden voor de mate van institutioneel aandeelhouderschap, de grootte en de complexiteit van de onderneming als onafhankelijke variabelen enerzijds en de totale vergoeding uitgekeerd aan de leden van de raad van bestuur anderzijds. Verder werd duidelijk dat naarmate de graad van aandeelhouderschap door managers bij kleine waarden groter werd, de totale vergoeding kleiner werd. Deze relatie bleek echter niet lineair, daar er vanaf een bepaald punt de omgekeerde relatie zich voordeed.

Deze auteur onderzocht voor dezelfde ondernemingen eveneens of er bedrijfsspecifieke kenmerken gevonden konden worden die in relatie bleken te staan met de vorm van de uitgekeerde vergoedingen. Met de vorm van de vergoedingen werd door Bryan (2000) het uitkeren van vergoedingen in de vorm van baar geld of aandelen(gerelateerde) beloningen bedoeld. Hoewel deze vorm van uitkeringen niet toegestaan is volgens de Belgische corporate governance code, heeft dit onderzoek relevantie binnen het theoretische kader daar de denkwijzen hebben geleid tot drie extra hypothesen van het experimenteel onderzoek. Bryan (2000) kon concluderen dat bedrijven met significante investeringsopportuniteiten gemiddeld genomen meer aandelenopties ten opzichte van baar geld uitkeerden. Tevens werd een positieve relatie vastgesteld tussen de graad van aandeelhouderschap door het management enerzijds en de verhouding tussen de compensatie in de vorm van baar geld en aandelengerelateerde compensatie anderzijds en ook hier werd het bovenstaande niet-lineaire verband terug gevonden. Ook werd vastgesteld dat bedrijven met een hogere schuldgraad in hun totale uitkering een hogere graad van aandelenopties uitkeerden. Verder werd de mate van aandelencompensatie in de totale vergoeding groter naarmate de liquiditeit minder was en kleiner naarmate de onderneming als groter en complexer beschouwd kon worden (Bryan, 2000).

De tweede deelvraag luidde: *“Is er een bepaald verband te vinden tussen de hoogte van de variabele verloningen en de aanwezigheden op de vergaderingen van zowel de raad als de specifieke comités?”*.

Het verband met de centrale onderzoeksvraag is hier echter eerder onrechtstreeks. Toch kan de gewenste aanwezigheid op de vergaderingen een belangrijke factor zijn in het samenstellen van het remuneratiebeleid. Adams en Ferreira (2008) onderzochten voor Amerikaanse beursgenoteerde ondernemingen of er een verband zou zijn tussen de hoogte van de variabele vergoeding die slechts uitgekeerd zou worden bij een effectieve aanwezigheid op een vergadering en de effectieve aanwezigheidsgraad en kwamen tot de conclusie dat de kans dat een gemiddelde bestuurder afwezig zou zijn op een vergadering veel groter werd naarmate dat de vergoeding lager werd, en dit al voor relatief kleine veranderingen in de variabele vergoeding. Tevens stelden zij vast dat de aanwezigheidsgraad beter zou zijn indien er helemaal geen premie werd uitgekeerd dan dat de gemiddelde aanwezigheidsgraad zou zijn indien er een kleine premie per geattendeerde vergadering uitgekeerd werd.

Bovenstaande onderzoeken dienden als vertrekbasis voor het zelf uitgevoerde experimentele onderzoek. In lijn met het onderzoek uitgevoerd door Bryan (2000) werd wat betreft deelvraag 1 nagegaan welke bedrijfsspecifieke kenmerken van de Belgische beursgenoteerde ondernemingen in relatie staan met de hoogte en vorm van de uitgekeerde vergoedingen aan de niet-uitvoerende leden van de raad van bestuur. In plaats van te kijken naar de verhouding tussen aandelengerelateerde beloningen en baar geld werd in mijn onderzoek gekeken naar de verhouding tussen de zitpenningen voor de gewone en comité vergaderingen van de raad van bestuur en de totale vergoeding voor de niet uitvoerende bestuurders.

Er kon voor een steekproef van 111 Belgische beursgenoteerde ondernemingen geconcludeerd worden dat de hoogte van de totale vergoeding in relatie staat met de investeringsopportuniteiten, de liquiditeit, de grootte en de complexiteit van de onderneming. De totale vergoeding was gemiddeld groter voor de ondernemingen die, ceteris paribus, als groter, complexer en liquider beschouwd konden worden, maar was gemiddeld genomen kleiner voor de ondernemingen die, opnieuw ceteris paribus, over meer investeringsopportuniteiten konden beschikken. Om problemen wat betreft omitted variable bias te kunnen vermijden werd er in het model gecontroleerd voor het aantal niet uitvoerende bestuurders, de leeftijd van het bedrijf en de mate van risico in de bedrijfsvoering.

Tevens kon vastgesteld worden dat de verhouding tussen de variabele vergoedingen en de totale vergoedingen groter werd naarmate dat de proxy voor de investeringsopportuniteiten groter was, terwijl er gecontroleerd werd voor omitted variable bias door dezelfde controlerende variabelen als voor het onderzoek hierboven beschreven op te nemen.

Wat betreft deelvraag 2 moet echter vastgesteld worden dat er door middel van drie verschillende analyse technieken gezocht werd naar een verband tussen de aanwezigheidsgraad op vergaderingen enerzijds en de vergoedingen uitgekeerd aan de leden van de raad van bestuur en er geen significante verbanden terug te vinden waren voor wat betreft deze steekproef.

Er kan geconcludeerd worden dat er aan de hand van deze steekproef voldoende statistisch bewijs gevonden kon worden om te concluderen dat er voor de Belgische beursgenoteerde ondernemingen bedrijfsspecifieke kenmerken gevonden kunnen worden die een invloed hebben op de hoogte en vorm van de vergoedingen uitgekeerd aan de niet-uitvoerende leden van de raad van bestuur, maar dat er voor deze steekproef geen statistisch bewijs gevonden werd dat de gemiddelde vergoeding per vergadering in relatie staat met de gemiddelde aanwezigheidsgraad.

Wat betreft mogelijkheden tot verder onderzoek kan geanalyseerd worden of de bepaalde sector waarbinnen de onderneming zich situeert effect blijkt te hebben op de hoogte of vorm van de vergoedingen voor de leden van de raad van bestuur. Aangewezen is dan wel om met een grotere dataset te werken om er zeker van te kunnen zijn dat er voldoende onderscheid gemaakt kan worden wat betreft de verschillende sectoren.

Wat betreft deelvraag twee kan de relatie tussen de hoogte van de variabele vergoeding en de aanwezigheidspremie onderzocht worden voor een dataset bestaande uit een groter aantal ondernemingen, om zo eventueel tot significante relaties te komen. Verder kan ook een probabiliteitsanalyse uitgevoerd worden waarin gekeken wordt welke factoren een invloed hebben op het al dan niet extreem afwezig zijn op de vergaderingen. In dit model kan dan gelijklopend met het model opgesteld door Adams en Ferreira (2008) een determinerende rol voor de aanwezigheidspremie aan het licht komen.

Bibliografie

Adams, R., & Ferreira, D. (2008). Do directors perform for pay? *Journal of accounting and economics*, 154-172 .

Adjaoud, F. (2007). The effect of board's quality on performance:a study of Canadian firms. *Corporate governance: an international review* , 623-635.

Agrawal, A., & Knoeber, C. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantative analysis* , 377-397.

Aguilera, R., & Cuervo-Cazurra, A. (2004). Codes of good governance worldwide: What is the trigger? *Organization studies* , 415-443.

Andrews, K. (1981). Corporate strategy as a vital function of the board. *Harvard business review* , 174-184.

Bebchuk, L., & Fried, J. (2003). Executive compensations as an agency problem. *Journal of economic perspectives* , 71-92.

Belgische Corporate governance code; 2009.

Brick, E., Palmon, O., & Wald, J. (2006). CEO compensation, director compensation and firm performance: evidence of cronyism. *Journal of corporate finance* , 403-423.

Brown, K. (2007). New demands, better boards: rethinking directors compensation in an era of heightened corporate governance. *New York university law review* , 1102-1138.

Bryan. (2000). *Compensation of outside directors: an empirical analyses of economic determinants.* working paper.

Bryan, S., Hwang, L., & Lilien, L. (2000). CEO stock based compensation: an empirical analysis on incentive-intensity, relative mix and economic determinants. *Journal of business*, 661-693.

Bubchuk, L., & Fried, J. (2004). *Pay without performance: The unfilled promise of executive compensation.* cambridge: Harvard university press.

- Byard, D., & Li, Y. (2004). *The impact of option-based compensation on director independence*, working paper
- Cools, K. (2006). *Controle is goed, vertrouwen nog beter: over bestuurders en corporate governance*. Assen: Van Gorcum.
- Cyert, R., Kang, S., & Kumar, P. (2002). Corporate governance, takeovers, and top-management compensation: theory and evidence. *Management science* , 453-469.
- Dalton, D., Dailey, R., Johnson, M., & Ellstrand, A. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of management journal* , 674-686.
- De Jong, H. (1997). The governance structure and performance of large European corporations. *The journal of management and governance* , 5-27.
- De Vocht, A. (2009). *Basishandboek SPSS*. Utrecht: Bijleveld Press.
- Deaken, D., & Konzelman, S. (2004). Learning from Enron. *Corporate governance: an international review* , 134-147.
- Deci, E. (1971). Effects of externally mediated rewards on intrinsic motivation. *Journal of personality and social psychology* , 105-115.
- Dendooven, P. (2008, 10 22). Fortis-topdirecteur kreeg discreet 4 miljoen. *De standaard* .
- Deutsch, K., Keil, T., & Laamanen, T. (2007). Decision making in acquisitions: the effect of outside director compensation on acquisition patterns. *Journal of management* , 30-56.
- Deutsch, Y., Keil, T., & Laamanen, T. (2010). A dual agency view of board compensation: the joint effects of outside director and ceo stock options on firm risk. *Strategic management journal* , 212-227.
- Drucker, P. (1974). *Management: tasks, responsibilities, practices*. New York: Harper and Row.
- Eaton, J., & Rosen, H. (1983). Agency, delayed compensation, and the structure of executive remuneration. *Journal of finance* , 1489-1505.
- Engel, E., Hayes, R., & Wang, X. (2007). Audit committee compensation and demand for monitoring of the financial reporting process. *Journal of accounting and economics* , 136-154.

- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The journal of political economy* , 288-307.
- Farrel, K., Friesen, G., & Hersch, P. (2008). How do firms adjust director compensation? *Journal of corporate finance* , 153-162.
- Fehr, E., Gächter, S., & Kirchsteiger, G. (1996). Reciprocity as a contract enforcement device. *Econometrica* , 833-860.
- Finkelstein, S. (1992). Power in topmanagement teams: dimensions, measurement and validation. *Academy of management journal* , 505-538.
- Forbes, D. (1999). Cognition and corporate governance: understanding board of directors as strategic decision making groups. *Academy of management review* , 489-505.
- Freeman, R. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Oxford: Cambridge university Press.
- Frentrop, P. (2002). *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC*. Amsterdam: Prometheus.
- Gaver, J., & Gaver, K. (1993). Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of accounting and economics* , 125-160.
- Gibbons, R., & Murphy, K. (1992). Optimal incentive contracts in the presence of career concerns: theory and evidence. *The journal of political economy* , 468-505.
- Gilson, S. (1990). Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of financial economics* , 355-387.
- Gneezy, U., & Rustichini, A. (2000). Pay enough or don't pay at all. *Quarterly journal of economics* , 797-810.
- Grossman, S., & Hart, O. (1982). Corporate financial structure and managerial incentives. In McCall, *The economics of information and uncertainty*. Chicago: University of Chicago Press.

- Hanssen, G., & Hill, C. (1991). Are institutional investors myopic? A time-series study of four technology-driven industries. *Strategic management journal* , 1-16.
- Harvey, K., & Schrieves, R. (2001). Executive compensation structure and corporate governance choices . *The journal of financial research* , 495-512.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (1998). The determinants of board composition. *Rand Journal of economics* , 589-606.
- Hermalin, B., & Weisbach, M. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial management* , 101-112.
- Hillman, A., Canella, A., & Paetzold, R. (2000). The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change. *Journal of management studies* , 235-255.
- Hillman, A., Withers, C., & Collins, B. (2009). Resource dependence theory: a review. *Journal of management* , 1404-1427.
- Holthausen, R., & Larcker, D. (1993). Boards of directors ownership structure and CEO compensation. *unpublished manuscript* .
- Hoskisson, R., Hitt, M., & Hill, C. (2002). Conflicting voices: the effects of institutional ownership heterogeneity and internal governance on corporate innovation strategies. *Academy of management journal* , 697-716.
- Hung, H. (1998). *A typology of the theories of the roles of governing boards*. Oxford: Blackwell Publishers Ltd.
- Huse, M. (2006). *Boards, governance and value creation*. New York: Cambridge University Press.
- Ingram, P., & Simons, T. (1995). Institutional and resource dependence determinants of responsiveness to work-family. *Academy of management journal* , 1460-1482.
- Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of finance* , 831-880.
- Jensen, M., & Meckling. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics* , 305-360.

- Johnson, J. D. (1996). Board of directors: A review and research agenda. *Journal of management* , 409-438.
- Jungmann, C. (2006). The effectiveness of corporate governance in One-Tier and Two-tier board systems -Evidence from the UK and Germany-. *ECFR*, (pp. 426-474).
- Kleer, R. (2012). The folly of particulars: the political economy of the South Sea Bubble. *Financial History review* , 175-197.
- Linn, S., & Park, D. (2005). Outside director compensation policy and the investment opportunity set. *Journal of corporate finance* , 680-715.
- Lynall, M., Golden, B., & Hillman, A. (2003). Board composition from adolescence to maturity: a multitheoretic view. *Academy of management review* , 416-432.
- Lynch, J. (1979). *Activating the boards of directors; a study of the process of increasing board effectiveness*. Harvard: Harvard University.
- Mace, M. (1971). *Directors: myth and reality*. Cambridge: Harvard university press.
- Matsunaga, S. (1995). The effects of financial reporting costs on the use of employee stock options. *The accounting review* , 1-26.
- Meyer, J., & Rowan, B. (1977). Institutionalized organisations: formal structure as myth and ceremony. *American journal of sociology* , 310-363.
- Moerland, P. (1995). Corporate ownership and control structures: an international comparison. *Review of industrial organization* , 443-464.
- Nicholson, G., & Kiel, G. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corporate governance* , 565-608.
- O'Byrne, S. (1995). Total compensation strategy. *Journal of applied corporate finance* , 185-197.
- O'Shea, N. (2005). Governance: How we've got, where we are and what's next. *Accountace Ireland* , 33-37.
- Persons, O. (2012). Stock option and cash compensation of independent directors and likelihood of fraudulent financial reporting. *Journal of business and economic studies* , 54-74.

- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors. *Administrative science quarterly* , 218-229.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. (1978). The external control of organisations. A resource dependency view. New York: Harper and Row.
- Porter, M. (1992). Capital choices: changing the way America invests in industry. *Counsell on competitiveness*. Boston, MA: Harvard business school.
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2003). Research methods for business students. *Financial times/prentice hall* , 150-178.
- Schleifer, A., & Vischny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of finance* , 489-514.
- Schleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of political economy* , 461-488.
- Smith, C., & Stulz, R. (1985). The determinants of firm hedging policies. *Journal of financial and quantiatative analysis* , 394-405.
- Smith, C., & Watts, R. (1992). The investment opportunity set, and corporate financing, dividend and compensation policies. *Journal of financial economics* , 263-292.
- Stock, J., & Watson, M. (2007). *Introduction to econometrics*. Boston: Pearson.
- Tirole, J. (2001). Corporate governance. *Econometrika* , 1-35.
- Tosi, H., Werner, S., Katz, J., & Gomez-Meija, L. (2000). The determinants of CEO compensation: a meta analysis of firm size and performance. *Journal of management* , 301-339.
- Tricker, R. (2000). Corporate governance: a subject whose time has come. *Corporate governance: an international review* , 289-297.
- Warther, V. (1998). Board effectiveness and board dissent: a model of the board's relationship to management and shareholders. *Journal of corporate finance: contracting, governance and organization* , 53-70.

Weimer, J., & Pape, J. (1999). A taxonomy of systems of corporate governance. *corporate governance* , 152-166.

Williamson, O. (1984). Corporate governance. *The yale law journal* , 1197-1230.

Yermack, D. (1995). Do corporations award stock options effectively?. *Journal of financial economics* , 237-269.

Zajaw, E., & Westphal, J. (1996). Director reputation, CEO-board power and the dynamics of board interlocks. *Administrative science quarterly* , 507-529.

Zikmund, & W.G. (2000). *Business research methods*. Dryden: Fort Worth.

Bijlagen

Bijlage 1: Lijst van ondernemingen in dataset

4Energy Invest
Ab Inbev
Ablynx
Accentis
Ackermans en van Haaren
Aedifica
Ageas
Agfa-Gevaert
Alfacam Group
Arseus
Ascensio
Atenor group
Banimmo A
Barco
Befimmo Sicafi
Bekaert
Belgacom
Belreca
Beluga
Brederode
Campine
CFE
Cimescaut
CMB
Cofinimmo
Colruyt
Compagnie du bois
connect group
Deceuninck
Deficom group
Delhaize groep
dexia
d'ieteren
eckert-ziegler
econocom groep
elia
euronav
evs broadcast equipment
exmar
floridienne
fluxys belgium D

fountain
galapagos
gbl
gdf suez
gimv
hamon groep
henex
home invest belgium
I.R.I.S groep
IBA
Immobel
Intervest off ware
Intervest retail
Jensen groep
Kbc groep
Keyware technologies
Kinepolis
Leasinvest real es
lotus bakeries
MDX health
melexis
miko
mobistar
montea
moury construct
neufcour compagnie
nyrstar
option
pcb
picanol
pinguinlutosa
punch international
quest for growth
realdolmen
recticel
rentabiliweb group
resilux
retail estates
rhj international
rosier
roularta media
sapec
scheerders van kerckhove
serviceflats investment
sioen industries

sipef
sofina
solvac
solvay
spadel
spector
telenet group hold
ter beke
tessenderlo group
texaf
thenergo
think-media
thrombogenics
tigenix
transics international
tubize financiere
ucb
umicore
van de velde
vgp
warehouse de Pauw
warehouses estates
wereldhav belgium
zenitel
zetes industries

Auteursrechtelijke overeenkomst

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

Onderzoek naar determinanten van bestuurdersvergoedingen in Belgische beursgenoteerde bedrijven.

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

Jaar: **2013**

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

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

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

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

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

Voor akkoord,

Niesten, Pieter

Datum: **2/06/2013**