

2016•2017
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef

De informatieverstrekking rond remuneratie, al dan niet verschillend voor familiebedrijven?

Promotor :
Prof. dr. Nadine LYBAERT

Rani Vanderhoydonks

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen

2016•2017
FACULTEIT BEDRIJFSECONOMISCHE
WETENSCHAPPEN
master in de toegepaste economische wetenschappen

Masterproef

De informatieverstrekking rond remuneratie, al dan niet
verschillend voor familiebedrijven?

Promotor :
Prof. dr. Nadine LYBAERT

Rani Vanderhoydonks

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen

Woord vooraf

Deze masterproef vormt het sluitstuk van mijn opleiding toegepaste economische wetenschappen. Ik onderzoek hierin of familiebedrijven al dan niet anders rapporteren omtrent de remuneratie dan niet-familiebedrijven en tracht hierbij gebruik te maken van de theoretische kennis en inzichten die ik heb verworven gedurende mijn opleiding.

Hierbij wil ik dan ook als eerste mijn school, de universiteit Hasselt bedanken voor de mooie en leerrijke jaren die ik er heb mogen doormaken. Daarnaast had ik dit eindwerk niet tot een goed einde kunnen brengen zonder de hulp van enkele personen. Deze zou ik daarom nog eens extra willen bedanken. In de eerste plaats wil ik een woord van dank richten aan mijn promotor, Prof. dr. Lybaert. Zij stelde immers dit uiterst interessante thesisonderwerp voor en begeleidde mij gedurende het volledige jaar. Daarnaast zou ik Anneleen Cornelissen willen bedanken om mij meer inzicht te geven in de uiteindelijke resultaten van mijn empirisch onderzoek.

Daarnaast mag ik ook zeker mijn familie niet vergeten. Zij droegen de beste zorg voor mij en waren steeds een steun en toeverlaat, waardoor ik mij volledig op mijn studies en dit eindwerk heb kunnen concentreren.

Ik hoop ook de lezer van dit eindwerk meer inzicht te verschaffen omtrent de rapportering van de remuneratie bij familiebedrijven.

Samenvatting

Familiebedrijven vertegenwoordigen een belangrijk aandeel in het Belgische bedrijfsleven. Zo blijkt 77% van alle vennootschappen in België een familiebedrijf te zijn. Daarnaast hebben familiebedrijven ook een groot economisch belang. Zo zorgen ze voor ongeveer 45% van de totale tewerkstelling (Lambrecht & Molly, 2011). In de literatuur zijn er reeds verschillende studies gewijd aan de rapportering binnen familiebedrijven. Echter is er nog maar weinig onderzoek verricht naar de rapportering omtrent de remuneratie. Onder remuneratie wordt de compensatie verstaan die uitvoerende bestuurders en het uitvoerend management ontvangen voor hun geleverde diensten. Daarom is ervoor gekozen om in deze masterproef te onderzoeken of familiebedrijven hierover anders rapporteren dan niet-familiebedrijven.

Allereerst wordt in hoofdstuk 1 dieper ingegaan op het praktijkprobleem zelf. Hierdoor wordt een beter inzicht verkregen in wat er onderzocht dient te worden, alsook in het belang van het onderzoek. Vervolgens wordt de centrale onderzoeksvraag met daarbij de verschillende deelvragen besproken. Aan de hand van een literatuurstudie en empirische studie wordt uiteindelijk getracht een gefundeerd antwoord te geven op de centrale onderzoeksvraag.

Hoofdstuk 2 omvat het eerste deel van de literatuurstudie. In dit hoofdstuk staat vooral het begrip remuneratie centraal. Hierin wordt de definitie van remuneratie besproken, waardoor een beter inzicht verkregen wordt in de verschillende componenten die remuneratie omvat. Vervolgens wordt er overgegaan op de rapporteringsverplichting m.b.t. de remuneratie. Zo wordt er verwezen naar de Belgische wetgeving, namelijk de *Corporate governance code* 2009 en de wet van 6 april 2010. Deze laatste wet legt namelijk enkele verplichtingen op aan beursgenoteerde bedrijven. Na de verplichte rapportering wordt er overgegaan op de vrijwillige rapportering van de remuneratie. Hier wordt een onderverdeling gemaakt tussen enerzijds de vrijwillige rapportering omtrent de remuneratie van uitvoerende bestuurders en het uitvoerend management en anderzijds de vrijwillige rapportering omtrent de remuneratie van niet-uitvoerende bestuurders.

Hoofdstuk 3 omvat vervolgens het tweede en meteen ook laatste deel van de literatuurstudie. Binnen dit hoofdstuk staat vooral het begrip familiebedrijf centraal. Zo worden eerst en vooral de verschillende theorieën uitgelegd die met familiebedrijven in verband kunnen worden gebracht, zoals de *SEW*-, *agency*- en *stewardship* theorie. Aan de hand van deze theorieën wordt een beter inzicht verkregen in het onderscheid tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Ten slotte wordt ingegaan op de kwaliteit van rapporteren binnen familiebedrijven. Deze rapporteringskwaliteit wordt namelijk beïnvloed en bepaald door zowel winstmanipulatie als vrijwillige rapportering.

Na de literatuurstudie wordt er overgegaan op het empirisch onderzoek. Dit is terug te vinden in hoofdstuk 4. Aan de hand van diezelfde literatuurstudie worden hierin vier verschillende hypothesen opgesteld die later in het onderzoek empirisch getest worden.

De onderzoeksopzet vindt men terug in hoofdstuk 5. Zo wordt er als eerste dieper ingegaan op de verschillende variabelen van het onderzoek. Na de voorstelling van de afhankelijke, onafhankelijke

en controlevariabelen, wordt verder in het hoofdstuk de steekproef, dataverzameling en dataverwerking besproken. Daar er geen eenduidige definitie bestaat voor het begrip familiebedrijf, wordt in de dataverzameling beschreven welke definitie binnen deze masterproef gebruikt wordt om een familiebedrijf te onderscheiden van andere bedrijven.

In hoofdstuk 6 worden de resultaten van de hypothesetoetsing besproken. Alvorens overgegaan kan worden op de regressieanalyse wordt er nagegaan of aan de voorwaarden van een meervoudige regressievergelijking is voldaan. Vervolgens wordt een voorstelling gegeven van de verschillende regressiemodellen die gebruikt worden om de hypothesen empirisch te toetsen. Daarnaast wordt een beschrijvende analyse gegeven van de vooropgestelde variabelen. Het hoofdstuk wordt ten slotte afgesloten met de bespreking van de resultaten van de hypothesetoetsing. Zowel hypothese 1 als hypothese 3 kunnen niet worden bevestigd, daar er geen significant resultaat wordt behaald. Hierdoor kan niet worden nagegaan of familiebedrijven over een betere rapporteringskwaliteit beschikken dan niet familiebedrijven. Ook kan niet bevestigd worden of een hogere familie-eigenaarschap tot een betere rapporteringskwaliteit leidt.

In het 7^e en tevens laatste hoofdstuk, wordt een conclusie gevormd gebaseerd op het volledige onderzoek. Vervolgens wordt er een kritische blik geworpen op deze masterproef waarbij zowel beperkingen als voorstellen voor toekomstig onderzoek worden toegelicht.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	i
Samenvatting	iii
DEEL I: Inleiding	1
Hoofdstuk 1: Probleemstelling en onderzoeksplan	1
1.1 Praktijkprobleem	1
1.2 Onderzoeksvragen	3
1.3 Onderzoeksstrategie	5
DEEL II: Literatuurstudie	7
Hoofdstuk 2: Remuneratie	7
2.1 Definitie remuneratie	7
2.2 Verplichte rapportering	8
2.3 Vrijwillige rapportering	17
Hoofdstuk 3: Familiebedrijven	23
3.1 Theorieën ter verklaring verschil familiebedrijven en niet-familiebedrijven.....	23
3.2 Rapporteringskwaliteit	27
DEEL III: Empirisch onderzoek	31
Hoofdstuk 4: Opstellen van de hypothesen	31
4.1 Familiebedrijven	31
4.2 Onafhankelijkheid raad van bestuur.....	32
4.3 Familiale invloed	32
Hoofdstuk 5: Onderzoeksopzet	35
5.1 Variabelen.....	35
5.2 Bespreking steekproef, dataverzameling en dataverwerking	38
Hoofdstuk 6: Toetsen van hypothesen	41
6.1 Regressieassumpties.....	41
6.2 Modelspecificaties	46
6.3 Beschrijving variabelen	47
6.4 Resultaten van de hypothesen	50
6.5 Robuustheid.....	53
DEEL IV: Conclusie	55
Hoofdstuk 7: Algemeen besluit	55

7.1 Algemene conclusie	55
7.2 Beperkingen en aanbevelingen toekomstig onderzoek.....	56
Lijst van geraadpleegde werken	59
Bijlagen	63

DEEL I: Inleiding

Hoofdstuk 1: Probleemstelling en onderzoeksplan

In dit hoofdstuk wordt als eerste het praktijkprobleem besproken. Vervolgens wordt de centrale onderzoeksvraag en bijhorende deelvragen opgesteld, om ten slotte over te gaan op de onderzoeksopzet.

1.1 Praktijkprobleem

Remuneratie is de compensatie die *executives* ontvangen voor hun geleverde diensten (Investopedia, z.d.). Bij het opstellen van deze remuneratie moet er rekening gehouden worden met drie aspecten: de verwachte totale opbrengsten van de job, de samenstelling van het remuneratiepakket en de relatie tussen de prestatie en uitbetaling van het loon (Jensen & Murphy, 2004).

Daar het de taak van het remuneratiecomité is om aanbevelingen te doen omtrent de remuneratie van bestuurders, leden van het directiecomité, andere leiders en personen belast met het dagelijkse management, blijken deze aanbevelingen vaak eerst aangepast en goedgekeurd te worden door het senior management alvorens de raad van bestuur zijn definitieve goedkeuring geeft. Dit kan echter tot gevolg hebben dat buitensporige compensaties worden uitbetaald (Jensen & Murphy, 2004). Zo verdiende Luc Lallemand, CEO van spoorinfrastructuurbeheerder Infrabel, in 2015 een loon van 303.171 euro, ondanks de limiet van 290.000 euro die werd opgelegd aan overheidsbedrijven. Daarnaast werd hem nog eens een variabel loon van 67.091 euro toegekend (Belga, 2016).

Maar waarom kiezen bedrijven ervoor om buitensporige compensaties toe te kennen? Dit kan volgens Jensen en Murphy (2004) verklaard worden door het feit dat de remuneratie gebruikt wordt om de meest geschikte manager aan te trekken. Het vinden van een geschikte CEO houdt immers vaak een intensieve zoektocht in. Zo zal het aantal gekwalificeerde kandidaten aan de hand van uitgebreid onderzoek, achtergrond, referenties en interviews herleid worden tot de meest geschikte kandidaat. Daar loononderhandelingen pas finaal plaatsvinden nadat de meest geschikte kandidaat gevonden is en de raad van bestuur bang is om de loononderhandelingen te dwarsbomen, ligt de onderhandelingsmacht eerder bij de potentiële CEO dan wel bij het bedrijf zelf. Deze CEO zal dan ook een veel hoger loon kunnen vragen dan het aangeboden talent eigenlijk toelaat.

Bedrijven blijken dan ook minder bereid te zijn om vrijwillig informatie te rapporteren omtrent de remuneratie daar dit voor een daling in de competitiviteit van het bedrijf kan zorgen. De concurrentie kan de vrijgegeven informatie immers vrij gebruiken om zo een hoger loon aan te bieden dan de CEO in zijn huidige positie ontvangt (Hassan, Romilly, Giorgiono & Power, 2009).

De remuneratie van *executives* bestaat uit zowel een vaste als een variabele vergoeding. De remuneratie van managers werd echter voor lange tijd slechts gezien als de uitbetaling van een vast loon. Een vast loon brengt de belangen van de managers en aandeelhouders echter niet op één lijn. Aan de hand van een variabele compensatie trachtte men het *agency* probleem te verhelpen en zo de belangen van beide partijen meer op één lijn te krijgen. Waar een variabele verloning een oplossing kan zijn, kan het daarentegen ook net de oorzaak zijn van *agency* problemen (Jensen &

Murphy, 2004).

Zo verkiezen bedrijven er regelmatig voor om het eigen vermogen van het bedrijf fors over te waarderen. Er is sprake van een overwaardering van het eigen vermogen wanneer de aandelenprijs hoger ligt dan zijn onderliggende waarde. Daar een hogere aandelenprijs voor een hogere, op aandelen gebaseerde, compensatie zorgt, zullen er *agency* problemen ontstaan binnen het bedrijf. Managers zullen hierdoor immers meer geneigd zijn om private voordelen na te streven. Naast een hogere compensatie zorgt een overwaardering van het eigen vermogen ook voor een vertekend beeld van de huidige positie van het bedrijf. Daar de reputatie van het bedrijf mee lijkt te stijgen met de aandeelprijzen, zullen de managers meer media-aandacht krijgen. Hierdoor zullen de CEO, CFO en de raad van bestuur in een vicieuze cirkel terecht komen om alsmaar hogere aandeelprijzen te willen behalen (Jensen & Murphy, 2004). De aanwezigheid van een op aandelen gebaseerde compensatie zal vervolgens een invloed uitoefenen op de mate van rapportering. Zo zal volgens Nelson, Gallery en Percy (2010) een op aandelen gebaseerde compensatie tot grote welvaart leiden voor managers, waardoor bedrijven minder geneigd zijn om prijsgevoelige en waarde gerelateerde informatie omtrent deze opties vrij te geven.

De remuneratie kan dus omwille van verschillende redenen hoog oplopen. Ondanks een groeiende vraag naar transparantie rondom de remuneratie, blijken bedrijven weinig geneigd te zijn om hierover informatie vrij te geven. Daar in het algemeen problemen ondervonden worden met de remuneratie, blijkt dit ook een struikelblok te zijn binnen familiebedrijven. Zoals eerder vermeld, moet het remuneratiecomité ervoor zorgen dat zowel de raad van bestuur als de *executives* een loon ontvangen dat in lijn ligt met hun kwaliteiten. Nu blijkt echter een conflict te bestaan tussen het remuneratiecomité en de familieleden, zo blijken familieleden namelijk hun macht en invloed te gebruiken om een hoger loon te ontvangen. Dit hoger loon brengt echter geen stijging in bedrijfsprestaties teweeg, wat nadelig is voor de welvaart van de minderheidsaandeelhouders. Hoewel volgens de Belgische wetgeving een remuneratiecomité slechts uit niet-uitvoerende bestuurders mag bestaan, worden deze bestuurders aangenomen door de familieleden. Hierdoor zijn de niet-uitvoerende bestuurders beperkt in hun functie om discussies aan te gaan alsook in het opleggen van actieplannen (Jaafaar & James, 2015).

Uit het onderzoek van Jaafaar en James blijkt dat familiebedrijven vaak worden gekenmerkt door dominante familieleden die een grote invloed uitoefenen op het beslissingsproces van het bedrijf. Dankzij deze bevoorrechte positie is men in staat niet economische doelstellingen na te streven, wat ten koste gaat van de minderheidsaandeelhouders. Er blijkt echter een negatief verband te bestaan tussen de mate van eigendom en de bereidheid tot vrijwillige rapportering. Zo heeft de studie van Shi, Magnan en Kim (2012) aangetoond dat de bereidheid om informatie vrijwillig vrij te geven zal dalen naarmate het eigenaarschap van de meerderheidsaandeelhouders toeneemt. Omwille van unieke eigenschappen, zoals onder andere dominante familieleden, is het dan ook niet vreemd dat familiebedrijven een ander rapporteringsgedrag zullen vertonen dan niet-familiebedrijven.

Over familiebedrijven zijn er in de literatuur al verschillende onderzoeken uitgevoerd, daar ze een belangrijke positie blijken in te nemen in het bedrijfsleven. Zo bestaat 46 % van de *Standard and*

Poor's (S&P) 1500 index firms uit familiebedrijven (Engel, 2015). Ook binnen België spelen familiebedrijven een belangrijke rol in de bedrijfswereld. Zo blijkt 77 % van alle vennootschappen in België een familiebedrijf te zijn. Daarnaast hebben ze een grote invloed op de werkgelegenheid binnen België, ze bieden dan ook een tewerkstelling aan 1.710.000 personen, hetgeen neerkomt op een slordige 45 procent van de totale tewerkstelling. Ten slotte blijken familiebedrijven verantwoordelijk te zijn voor een derde van het bbp (Lambrecht & Molly, 2011). Naast het economisch belang blijken familiebedrijven ook over een grotere continuïteit en stabiliteit te beschikken. Zo bestaat een familiebedrijf gemiddeld 23 jaar, waar niet-familiebedrijven gemiddeld slechts 17 jaar bestaan. Daarnaast blijkt de CEO van een familiebedrijf gemiddeld 18 jaar aan het hoofd van het bedrijf te staan, terwijl dit slechts 13 jaar bedraagt bij niet-familiebedrijven (Lambrecht & Molly, 2011).

Waar er al diverse onderzoeken zijn gevoerd naar het rapporteringsgedrag binnen familiebedrijven, is er echter nog maar weinig onderzoek gedaan naar het rapporteringsgedrag omtrent het aspect remuneratie. Daar de remuneratie in het algemeen een struikelblok vormt, is het dan ook interessant om na te gaan of de rapporteringsproblematiek rond de remuneratie anders wordt waargenomen binnen familiebedrijven.

1.2 Onderzoeksvragen

Zoals in de probleemstelling wordt aangehaald, is er nog maar zeer beperkt onderzoek gedaan naar het aspect remuneratie. In het kader van deze masterproef wordt onderzocht of familiebedrijven al dan niet anders rapporteren wat betreft de remuneratie van bestuurders en managers. Daar over dit onderwerp de nodige data ontbreken voor Belgische bedrijven, wordt het uiteindelijke onderzoek in België gehouden. Samengevat leidt dit tot de volgende centrale onderzoeksvraag:

"Rapporteren Belgische familiebedrijven anders omtrent de remuneratie dan niet-familiebedrijven?"

1.2.1 Deelvragen

Om de centrale onderzoeksvraag duidelijk te kunnen beantwoorden, zullen vooraf enkele deelvragen worden opgesteld.

1. *"Wat omvat het begrip remuneratie en welke wetgevingen zijn hierop van toepassing?"*

De afgelopen decennia zijn er diverse grote ondernemingsschandalen naar boven gekomen. Schandalen zoals Lernout en Hauspie hebben ervoor gezorgd dat er steeds meer aandacht wordt gegeven aan het garanderen van deugdelijk bestuur binnen het bedrijf. Hierdoor groeide de vraag naar meer transparantie en verantwoord gedrag binnen de *Corporate governance* van het bedrijf (Belgische Corporate governance code, 2009). Daar remuneratie onder de *Corporate governance* van het bedrijf valt, is ook hieromtrent meer vraag naar transparantie. Het is dan ook zeer interessant om na te gaan welke wetgeving van toepassing is op de openbaarmaking van remuneratie. Vermits de focus enkel op beursgenoteerde bedrijven ligt, is het van belang dat de wetgeving specifiek bij deze bedrijven zal nagegaan worden. Omdat er geen duidelijk definitie bestaat voor het begrip remuneratie, zal aan de hand van voorgaande wetgeving een beter inzicht verkregen worden in de diverse componenten van remuneratie.

2. "Wat wordt onder familiebedrijven verstaan en wat maakt hen uniek?"

Zoals eerder besproken in de probleemstelling, vervullen familiebedrijven een belangrijke rol in de bedrijfswereld. Er blijkt echter geen éénduidige definitie te bestaan voor familiebedrijven. Zo gebruiken Berrone, Cruz, Gomez-Meija en Larraza-Kintana (2010) het percentage aan eigenaarschap om een onderscheid te maken tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Het instituut van familiebedrijven zal naast het eigenaarschap ook de aanwezigheid van familieleden in de raad van bestuur of management als parameter gebruiken (Lievens, 2016). Het is dan ook zeer relevant om na te gaan welke definitie binnen deze masterproef gebruikt wordt om familiebedrijven van niet-familiebedrijven te onderscheiden.

3. "Rapporteren familiebedrijven met een hogere kwaliteit dan niet-familiebedrijven?"

Eerder onderzoek toont aan dat familiebedrijven anders omgaan met vrijwillige rapportering. Zo blijken familiebedrijven terughoudender te zijn om vrijwillig informatie te rapporteren, daar dit negatieve gevolgen kan hebben op de controle van de familieleden. Het meer naar buiten brengen van informatie zorgt immers voor ongewenste aandacht en controle van toezicht- en aandeelhouders. Hoe minder informatie wordt vrijgegeven over de *Corporate governance* praktijken van het bedrijf, hoe meer de familie in staat is om hun leden in de raad van bestuur te krijgen zonder de inmenging van niet-familiale aandeelhouders. Wanneer bedrijven een bepaalde hoeveelheid informatie rapporteren, is men eraan gebonden deze hoeveelheid aan te houden. Bij een daling van vrijwillige informatie zullen buitenstaanders immers het oordeel van de familie in vraag stellen, wat de controle van de familieleden in gevaar brengt. Dit beperkt de familie om hun invloed volledig vrij uit te oefenen (Gomez-Meija, Cruz & Imperatore, 2014).

Daar de rapporteringskwaliteit rechtstreeks verband houdt met de mate van vrijwillige rapportering en er discussie bestaat of familiebedrijven nu meer of minder vrijwillig rapporteren dan niet-familiebedrijven, blijkt het interessant om na te gaan of familiebedrijven al dan niet met een hogere kwaliteit rapporteren.

4. "Wat leert empirisch onderzoek ons over de rapporteringskwaliteit van de remuneratie binnen familiebedrijven?"

Hoewel er al verschillende onderzoeken zijn uitgevoerd naar de mate van rapportering binnen bedrijven, is er nog maar weinig onderzoek gedaan naar de rapportering rond de remuneratie. Volgens Lim, Matolcsy en Chow (2007) kunnen ondernemingen ervoor opteren om vrijwillig informatie te rapporteren omtrent de remuneratie van uitvoerende bestuurders en uitvoerende managers. Deze bestuurders en managers blijken namelijk meer geneigd te zijn om informatie hierover vrij te geven, daar hun welvaart verbonden is aan de prestatie van het bedrijf. Door informatie openbaar te maken, tracht het bedrijf zo aan de markt duidelijk te maken dat ze geen beslissingen nemen ten voordele van het interne management en het hiermee vermijden dat de markt de welvaart van het bedrijf zal doen dalen.

Naast uitvoerende bestuurders en managers bestaan ook niet-uitvoerende bestuurders in een onderneming. De compensatie die de niet-uitvoerende bestuurders krijgen, wordt bepaald door de algemene vergadering en geeft een indicatie van hun bekwaamheid, alsook van de zorgvuldigheid waarmee niet-uitvoerende bestuurders hun taken uitvoeren. Door het openbaar maken van deze compensatie, zullen stakeholders in staat zijn om onderzoek te voeren. Zo zullen de stakeholders meer inspraak eisen in de doorslaggevende beslissingsprocessen wanneer de compensatie van de niet-uitvoerende bestuurder te laag wordt bevonden. Dit doordat men het vermoeden heeft dat het bedrijf over een zwakke *Corporate governance* beschikt, de compensatie geeft de niet-uitvoerende bestuurders immers een aansporing om hun taken met een bepaalde intensiteit uit te oefenen. Bedrijven blijken hierdoor minder geneigd te zijn om informatie vrij te geven over de remuneratie van niet-uitvoerende bestuurders (Engel, 2015).

Daar er binnen bedrijven geen eenduidige rapportering blijkt te bestaan voor wat betreft de remuneratie, is het interessant om na te gaan hoe de situatie gesteld is binnen familiebedrijven. Vermits het rapporteringsgedrag van familiebedrijven aan de hand van de literatuur wordt nagegaan, wordt het rapporteringsgedrag omtrent de remuneratie onderzocht via eigen empirie.

1.3 Onderzoeksstrategie

Het onderzoek in deze masterproef wordt opgesplitst in twee grote delen, namelijk een literatuurstudie en een empirisch onderzoek.

Om te achterhalen of familiebedrijven al dan niet beter rapporteren over de remuneratie, wordt als eerste een grondige literatuurstudie uitgevoerd. Hiervoor worden diverse wetenschappelijke artikels verzameld aan de hand van betrouwbare bronnen. Zo wordt onder andere de database Ebscohost gebruikt. De zoektermen *voluntary disclosure*, *family firm* en *remuneration* komen hierin herhaaldelijk aan bod. Naast wetenschappelijke artikels wordt er ook gebruik gemaakt van (online) boeken, wetboeken en betrouwbare internetbronnen.

Na het afronden van de literatuurstudie wordt er overgegaan op het empirisch onderzoek, waarin wordt nagegaan of de vooropgestelde theorieën ook van toepassing zijn in de praktijk. De populatie die binnen het empirisch onderzoek wordt gebruikt bestaat enkel uit Belgische, beursgenoteerde ondernemingen. Deze bedrijven worden aan de hand van de Bel-first database verzameld en vervolgens opgesplitst in familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Daar de Bel-first database een overzicht biedt van de voornaamste gegevens uit de jaarrekening van het bedrijf, wordt aan de hand van deze database variabelen opgesteld. De variabelen, zoals de mate van rapportering en aandeelhouderschap, de samenstelling van de raad van bestuur en managementposities, worden bekomen aan de hand van het jaarverslag van het bedrijf. Na het opstellen van de steekproef en de dataverzameling, wordt er aan de hand van SPSS overgegaan op de analyse van de vooropgestelde hypothesen.

DEEL II: Literatuurstudie

Hoofdstuk 2: Remuneratie

In sectie 1 van dit tweede hoofdstuk wordt het begrip remuneratie zorgvuldig gedefinieerd. Daarnaast wordt in sectie 2 de Belgische regelgeving omtrent dit onderwerp verder uitgediept, dit door zowel gebruik te maken van bestaande literatuur als van wetteksten.

2.1 Definitie remuneratie

Remuneratie is de compensatie die *executives* ontvangen voor hun geleverde diensten (Investopedia, z.d.). Er is echter niet echt een definitie die de term '*executives*' eenduidig weergeeft. Binnen deze masterproef zal deze term dan ook refereren naar de uitvoerende bestuurders en het uitvoerend management van het bedrijf.

Er is sprake van een uitvoerende bestuurder wanneer een manager naast zijn uitvoerende functie in het bedrijf in de raad van bestuur zetelt. Niet enkel uitvoerende bestuurders en managers ontvangen echter een compensatie voor hun geleverde diensten, ook niet-uitvoerende bestuurders ontvangen een remuneratie. Niet-uitvoerende bestuurders vervullen geen uitvoerende taken binnen de bedrijfsvoering van de onderneming maar zetelen enkel in de raad van bestuur en/of in comités (Belgische *Corporate governance code*, 2009).

Niet iedereen krijgt echter eenzelfde remuneratie. Niet-uitvoerende bestuurders komen niet in aanmerking voor prestatie gebonden remuneratie. Zo ontvangen ze geen bonussen, aandelen gerelateerde incentiveprogramma's op lange termijn, voordelen in natura of voordelen die verbonden zijn aan pensioenplannen. De remuneratie van niet-uitvoerende bestuurders houdt immers enkel rekening met de rol van gewone bestuurder, voorzitter van de raad van bestuur, voorzitter of lid van een comité en met de daarmee verbonden verantwoordelijkheden (Belgische *Corporate governance code*, 2009).

De remuneratie van uitvoerende bestuurders en uitvoerend management kan daarentegen wel voor een deel gekoppeld worden aan hun prestatie of die van de onderneming. Door de remuneratie zowel aan de prestaties van het bedrijf als aan de individuele prestaties te koppelen, worden de belangen van het uitvoerend management afgestemd op die van het bedrijf en die van de aandeelhouders (Belgische *Corporate governance code*, 2009).

Waar de remuneratie van niet-uitvoerende bestuurders slechts uit een vast salaris en andere voordelen kan bestaan, kan de remuneratie van uitvoerende managers en bestuurders dan weer uit zes componenten bestaan: het vaste loon, bonussen, pensioen, andere voordelen, aandelenopties en vertrekvergoeding.

Vaste vergoeding

De remuneratie zal voornamelijk uit een vast salaris bestaan. Deze vergoeding zal hoger liggen naarmate de functie meer verantwoordelijkheden omvat, of wanneer de taakinhoud moeilijker wordt

(Baarda, 2003).

Bonussen

De remuneratie van managers en uitvoerende bestuurders werd lange tijd slechts gezien als de uitbetaling van een vast loon. Dit bracht echter twee problemen met zich mee. Ten eerste bestond er onenigheid tussen de belangen van de aandeelhouders en die van het management. Aandeelhouders hechten immers zeer veel belang aan een hoge winstgevendheid van het bedrijf, voor managers met een vast loon is dit daarentegen geen prioriteit. Daarnaast zal de manager onvoldoende geprikkeld worden om zich volledig in te zetten voor het bedrijf. Deze twee problemen hebben uiteindelijk geleid tot het ontstaan van de variabele remuneratie. Zo zal het topmanagement naast een vast loon ook bonussen toebedeeld krijgen die gekoppeld zijn aan de winstgevendheid van het bedrijf (De Grauwe, 2012).

Pensioen

Naast het vaste salaris en bonussen kunnen managers en uitvoerende bestuurders ook extralegale voordelen genieten door aanvullende pensioenregelingen. De werkgever zal in dit geval voor het overgrote deel de premies betalen aan het pensioenfonds van de werknemer (Belgische *Corporate governance code*, 2009).

Andere voordelen

Vervolgens kunnen werknemers nog andere vormen van remuneratie ontvangen, zo kunnen ze onder andere verzekeringen of voordelen in natura verkrijgen (Belgische *Corporate governance code*, 2009).

Aandelenopties

Naast deze vier looncomponenten kunnen er ook nog aandelenopties verkregen worden. Deze aandelenopties geven het recht, maar niet de plicht, om in de toekomst aandelen te kopen tegen een vooraf afgesproken uitoefenprijs. Deze aandelenopties zorgen voor een directe connectie tussen de beloning en de evolutie in de aandelenprijs (Conyon, 2006).

Vertrekvergoeding

Als laatste kan de werkgever een vertrekvergoeding toekennen aan uitvoerende bestuurders, leden van het directiecomité of dagelijkse bestuurders (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010). Deze vergoeding wordt toegekend bij een vervroegde beëindiging van het contract en omvat binnen België een uitbetaling van maximum 12 maanden basis- en variabel loon. Er kan echter ook een hogere vergoeding worden toegekend, tot een maximumperiode van 18 maanden aan basis- en variabel loon. Dit kan slechts in enkele gevallen zoals bijvoorbeeld door vertrek vanwege een fusie of een wijziging in strategie, deze gevallen zullen in het contract van de bestuurder vermeld worden (Belgische *Corporate governance code*, 2009).

2.2 Verplichte rapportering

In deze sectie worden de verschillende Belgische regelgevingen omtrent de rapportering besproken.

Sectie 2.2.1 bespreekt de Belgische *Corporate governance code* 2009. Sectie 2.2.2 omvat de wet van 6 april 2010 die specifiek over de rapportering van de remuneratie handelt.

2.2.1 Corporate governance code 2009

De *Corporate governance* is het geheel van regels dat bepaalt hoe bedrijven bestuurd en gecontroleerd moeten worden. In 2004 werd voor het eerst een Belgische *Corporate governance code* gepubliceerd die door een commissie later nog op regelmatige basis zou bijgewerkt worden. Hiervoor werd een publiek raadplegingsproces en intern debat georganiseerd om tot nieuwe voorstellen te komen. Na verschillende herzieningen ontstond in 2009 uiteindelijk de definitieve versie, namelijk de *Corporate governance code* 2009. Belgische beursgenoteerde bedrijven zijn aan deze code onderworpen, om zo het deugdelijk bestuur binnen deze bedrijven te garanderen. Een goede *Corporate governance* bestaat uit een evenwichtige balans met aan de ene kant leiderschap, ondernemerschap en prestatie en aan de andere kant controle met de daarbij horende regels. Een goed beheer van potentiële risico's, belangenconflicten en machtsmisbruik is hier een vereiste. De doelstellingen van het bedrijf moeten in het belang van de onderneming, haar aandeelhouders en andere stakeholders gekozen worden, een sterk deugdelijk bestuur kan hiervoor zorgen. Waardecreatie op lange termijn staat dus centraal binnen de *Corporate governance code* (Belgische *Corporate governance code*, 2009).

De code bestaat uit drie onderdelen: principes, bepalingen en richtlijnen. Zo bestaan er negen principes die de basis vormen van een goede *Corporate governance*. De uitwerking van deze principes wordt gewaarborgd door de bepalingen van de code, zo zorgen ze voor een omschrijving hoe de principes toegepast moeten worden. Aanvullend worden richtlijnen opgesteld om de ondernemingen te informeren hoe de bepalingen zouden toegepast moeten worden. De *Corporate governance code* is gebaseerd op het '*comply or explain*'-principe. Dit principe is een aanbeveling van de Europese Commissie die ondernemingen moet aanmoedigen om de *Corporate governance code* na te leven of een verklaring te geven waarom men ervoor kiest de code niet toe te passen (Belgische *Corporate governance code*, 2009).

Dat vertrouwen een belangrijk aspect is in de bedrijfswereld, werd al snel duidelijk tijdens de financiële crisis. Bedrijven zijn immers afhankelijk van externe financiering om hun doelstelling effectief te kunnen realiseren. Dit is echter enkel mogelijk wanneer beleggers en investeerders vertrouwen hebben in het bedrijf. Dankzij de openbaarmaking van allerlei informatie, tracht de code een hoger niveau van transparantie te bereiken en zo het vertrouwen te doen toenemen. Binnen de *Corporate governance code* worden zowel het *Corporate governance charter* als de verklaring inzake *Corporate governance* openbaar gemaakt. Hiermee wordt er informatie vrijgegeven over de belangrijkste aspecten van het *Corporate governance* beleid, zoals onder andere over de bestuursstructuur, het remuneratieverslag en de belangrijkste kenmerken van de interne controle- en risicobeheerssystemen (Belgische *Corporate governance code*, 2009).

2.2.2 Wet van 6 april 2010

Op 23 april 2010 werd de wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur (2010) bij de beursgenoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de

regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector, van kracht. Daar binnen de Corporate governance code het *'comply or explain'* principe slechts een aanbeveling is, verplicht deze wet de beursgenoteerde ondernemingen om de *corporate governance code* toe te passen en indien men deze code niet integraal toepast, een aanduiding te geven welke delen er niet worden toegepast alsook de onderbouwende reden hiervoor. Daarnaast legt de wet nog enkele andere verplichtingen.

Verklaring inzake deugdelijk bestuur

Als eerste verplicht deze wet de beursgenoteerde ondernemingen om een jaarlijkse verklaring inzake deugdelijk bestuur te rapporteren, dit als onderdeel van het jaarverslag. De inhoud van deze verklaring wordt deels vastgelegd, zo moet er duidelijk worden geformuleerd welke code van deugdelijk bestuur er binnen de onderneming wordt gehanteerd en waar deze code raadpleegbaar is. Bovendien moet er geformuleerd worden van welke bepalingen binnen deze code wordt afgeweken, alsook de reden hiervoor. Daarnaast moeten de belangrijkste kenmerken van de interne controle- en risicobeheerssystemen besproken worden. Vervolgens moeten belangrijke deelnemingen in emittenten gerapporteerd worden. Ten slotte moet er informatie vrijgegeven worden omtrent de samenstelling en werking van de bestuursorganen en hun bijhorende comités (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

Remuneratieverslag

Als tweede verplicht deze wet om het remuneratieverslag op te nemen in de verklaring inzake deugdelijk bestuur, ook binnen dit verslag wordt de minimale inhoud vastgelegd om zo transparantie te creëren in het bezoldigingsbeleid van de onderneming en van bestuursleden. Aan de hand van onderstaande voorbeelden zal deze minimale inhoud verder verduidelijkt worden (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

Als eerste bevat het remuneratieverslag de beschrijving van de procedures die men gebruikt heeft om zowel tot het remuneratiebeleid te komen, als voor de bepaling van de bezoldiging van individuele bestuurders, leden van het directiecomité en andere personen belast met het dagelijkse bestuur van de vennootschap (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

Figuur 1: Procedures Bpost

Procedure die wordt toegepast om een bezoldigingsbeleid te ontwikkelen en de individuele bezoldiging van het management vast te leggen

Als naamloze vennootschap van publiek recht en in overeenstemming met de toepasselijke vereisten inzake Corporate Governance heeft bpost een specifiek bezoldigingsbeleid ontwikkeld, waartoe werd besloten door de Raad van Bestuur op aanbeveling van het Bezoldigings- en Benoemingscomité. Het bezoldigingsbeleid houdt rekening met de verschillende werknemersgroepen van bpost en wordt geregeld geëvalueerd en geüpdatet wanneer dat aangewezen is. Elke wijziging aan dit beleid wordt goedgekeurd door de Raad van Bestuur op aanbeveling van het Bezoldigings- en Benoemingscomité.

Het bezoldigingsbeleid heeft tot doel om aan alle personeelsleden en managers een billijk beloningspakket aan te bieden, dat concurrentieel is met de Belgische referentiemarkt bestaande uit grote Belgische ondernemingen. Het totale beloningspakket wil een evenwichtige mix zijn van financiële en niet-financiële elementen. Daartoe wordt er regelmatig een vergelijking gedaan van de verschillende vergoedings-elementen met de mediaan van de Belgische referentiemarkt.

Daarnaast worden, teneinde een duurzame en winstgevende groei te bereiken, de prestaties op zowel collectief als individueel niveau beloond. Een dergelijk beloningssysteem streeft ernaar om een economisch verantwoord en makkelijk te begrijpen systeem te zijn dat gelinkt is aan bedrijfsresultaten zoals EBIT en klantentrouw, en dat het mogelijk maakt om te differentiëren op individueel niveau wat betreft prestaties en talent. Tegelijkertijd wil dit systeem een duurzame langetermijnwaarde creëren.

bpost is van oordeel dat het van essentieel belang is dat er op een transparante manier wordt gecommuniceerd over de principes en implementatie van het bezoldigingsbeleid.

bpost onderscheidt 3 verschillende groepen, waarvoor de basisbezoldigingsprincipes hierna worden uitgelegd en beschreven:

1. Leden van de Raad van Bestuur;
2. CEO;
3. Leden van het Directiecomité en andere leden van het Group Executive Management.

De inhoud van dit verslag heeft geen betrekking op de Belgische en buitenlandse dochterondernemingen van bpost. Wat de buitenlandse dochterondernemingen betreft werd er een afzonderlijk bezoldigingsbeleid opgesteld, in lijn met de marktnormen en dat tot doel heeft gekwalificeerd en ervaren uitvoerend management aan te trekken en in dienst te houden.

Ten tweede bevat het remuneratieverslag een verklaring omtrent het gevoerde remuneratiebeleid van dat boekjaar. In deze verklaring moet uitleg gegeven worden over de principes waar de remuneratie op gebaseerd is en wordt het belang van de verschillende componenten van de remuneratie aangehaald. Vervolgens wordt een opsomming gegeven van de kenmerken van prestatiepremies in aandelen, opties of andere rechten om aandelen te verwerven. Tenslotte wordt er informatie vrijgegeven over het remuneratiebeleid voor de komende twee boekjaren (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

Figuur 2: Gevoerde remuneratiebeleid Galapagos

Principes

De doelstelling van ons remuneratiebeleid is het aantrekken, motiveren en behouden van de gekwalificeerde en ervaren medewerkers die we nodig hebben om onze strategische en operationele doelstellingen te behalen. In het licht van het remuneratiebeleid is de structuur van het remuneratiepakket van het Directiecomité zodanig opgebouwd dat het een evenwicht bewaart tussen enerzijds korte-termijn operationele prestaties en anderzijds de lange-termijn doelstelling om duurzame waarde te creëren, rekening houdend met de belangen van alle *stakeholders*.

De remuneratie van de niet-uitvoerende Bestuurders bestaat uit een vast jaarlijks bedrag, ongeacht het aantal vergaderingen van de Raad van Bestuur die tijdens het jaar worden gehouden, met een corrigerend principe dat, indien de aanwezigheidsscore van een Bestuurder minder dan 75% bedraagt, de jaarlijkse vergoeding proportioneel wordt verminderd. De remuneratie van de niet-uitvoerende Bestuurders bevat geen variabel gedeelte. De remuneratie van de Bestuurders wordt in gelijke schijven betaald op het einde van elk kalender kwartaal.

De remuneratie van de CEO en van de andere leden van het Directiecomité bestaat uit een vast bedrag en een variabel gedeelte (bonus). Salarisverhogingen en bonus zijn gebaseerd op prestaties en worden vastgesteld op grond van ons systeem voor prestatiemeting; dit systeem is gebaseerd op de individuele prestaties (inclusief uitzonderlijke resultaten) in combinatie met onze globale prestaties, in vergelijking met de mate waarin de jaarlijks vastgestelde individuele objectieven en groepsdoelstellingen worden behaald. De groepsdoelstellingen en de doelstellingen van de CEO worden jaarlijks door de Raad van Bestuur vastgesteld, en de doelstellingen van de andere leden van het Directiecomité worden jaarlijks door de CEO vastgesteld in functie van de groepsdoelstellingen vastgesteld door de Raad van Bestuur. De groepsdoelstellingen voor 2015 hielden onder andere elementen in die betrekking hadden op vordering van onze klinische studies, op onze cash positie, alsook op *corporate development* en *business development*; al deze objectieven werden even belangrijk geacht. De mate waarin de CEO zijn objectieven heeft behaald wordt op het einde van het jaar door het Benoemings- en Remuneratiecomité geëvalueerd en wordt besproken en definitief vastgesteld door de Raad van Bestuur, en de mate waarin de andere leden van het Directiecomité hun objectieven hebben behaald wordt op het einde van het jaar door de CEO geëvalueerd in het kader van beoordelingsgesprekken, wordt besproken door het Benoemings- en Remuneratiecomité en wordt uiteindelijk definitief vastgesteld door de Raad van Bestuur.

De gedelegeerd Bestuurder (CEO) en de leden van het Directiecomité komen in aanmerking voor prestatie gerelateerde remuneratie (bonus). Het niveau van de behaalde bonus wordt jaarlijks door de Raad van Bestuur vastgesteld op basis van voorstellen van het Benoemings- en Remuneratiecomité (wiens voorstellen gebaseerd zijn op aanbevelingen van de CEO voor de andere leden van het Directiecomité). De toekenning van een bonus is gebaseerd op prestaties en wordt vastgesteld op grond van ons systeem voor prestatiemeting; dit systeem is gebaseerd op de jaarlijkse individuele prestaties (inclusief uitzonderlijke resultaten) in combinatie met onze globale prestaties, in vergelijking met de mate waarin de jaarlijks vastgestelde individuele objectieven en groepsdoelstellingen worden behaald. De groepsdoelstellingen en de objectieven van de CEO worden jaarlijks door de Raad van Bestuur vastgesteld, en de objectieven van de andere leden van het Directiecomité worden jaarlijks door de CEO vastgesteld. De groepsdoelstellingen van 2015 hielden onder andere elementen in die betrekking hadden op vordering van onze klinische studies, op onze cash positie, alsook op *corporate development* en *business development*; al deze objectieven werden even belangrijk geacht. Elk van de groepsdoelstellingen is duidelijk en meetbaar zodat het eenvoudig vast te stellen is of een bepaald objectief al dan niet is behaald.

Relatieve belang van de verschillende componenten van de vergoeding

De bonus van de CEO onder het Senior Management Bonus Plan kan maximaal 100% bedragen van het vaste gedeelte van zijn remuneratie voor het jaar waarvoor de bonus wordt toegekend. Het totaal bedrag van de bonussen van de andere leden van het Directiecomité kan onder het Senior Management Bonus Plan maximaal 60% bedragen van het totaal bedrag van het vaste gedeelte van hun remuneratie voor het jaar waarvoor de bonus wordt toegekend. Daarboven genieten de CEO en de andere leden van het Directiecomité van een aantal voordelen zoals pensioenbetalingen, verzekeringen en andere voordelen van alle aard waarvan de geldelijke waarde evenwel beperkt is.

Prestatiepremies in aandelen, opties of andere rechten om aandelen te verwerven

Wij verstrekken geen prestatiepremies in aandelen, opties of andere rechten om aandelen te verwerven. De warrants die worden toegekend aan de leden van de Raad van Bestuur (inclusief de CEO) worden niet beschouwd als (prestatiegerelateerde of andere) variabele remuneratie in de zin van het Wetboek van vennootschappen.

Informatie over het remuneratiebeleid voor de volgende twee jaren

We hebben momenteel geen plannen om in de volgende twee boekjaren substantieel af te wijken van de algemene principes van het remuneratiebeleid dat werd gevolgd in 2015 en de voorgaande jaren, zoals hierboven beschreven.

Een derde aspect dat in het remuneratieverslag wordt opgenomen is het individuele remuneratiebedrag, alsook andere voordelen die aan niet-uitvoerende bestuurders worden uitgekeerd (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

Figuur 3: Remuneratie niet-uitvoerende bestuurder Resilux

FVDH BVBA, met vaste vertegenwoordiger Francis Vanderhoydonck	€ 15.000,00
Guido Vanherpe BVBA, met vaste vertegenwoordiger Guido Vanherpe	€ 15.000,00
LVW INT. BVBA, met vaste vertegenwoordiger Dirk Lannoo	€ 15.000,00
Chris Van Doorslaer	€ 15.000,00
Alex De Cuyper (ter beschikking stelling van een wagen en een mobiele telefoon)	€ 8.815,53

Ten vierde dient er bijkomende informatie gerapporteerd te worden wanneer bepaalde leden van het directiecomité, andere leiders of personen belast met het dagelijks bestuur naast de eigenlijke functie ook nog een positie innemen in de raad van bestuur en hierdoor afwijken van het normaal vastgelegde remuneratiebedrag. (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

Figuur 4: Remuneratie uitvoerende bestuurder Galapagos

Dhr. Van de Stolpe is een uitvoerend lid van de Raad van Bestuur. Als gedelegeerd Bestuurder en CEO treedt hij op als Voorzitter van het Directiecomité. Dhr. Van de Stolpe ontvangt geen specifieke of bijkomende remuneratie voor zijn activiteiten in de Raad van Bestuur, aangezien dit deel uitmaakt van zijn totaal remuneratiepakket in zijn hoedanigheid van lid van het Directiecomité.

Ondernemingen waarvan het uitvoerend management, uitvoerende bestuurders, leden van het directiecomité of andere personen belast met het dagelijks bestuur die werden vergoed omwille van hun geleverde prestaties binnen het bedrijf, zijn verplicht de evaluatiecriteria van deze prestaties te rapporteren in het remuneratieverslag. Daarnaast moet de evaluatieperiode duidelijk vermeld worden, alsook de beschrijving van de methodes die gebruikt zijn geweest om na te gaan of aan de prestatiecriteria al dan niet werd voldaan. Zowel de evaluatiecriteria als evaluatieperiode omvatten het vijfde aspect dat in het remuneratieverslag moet worden vermeld (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

Figuur 5: Evaluatie criteria en methode Galapagos

De gedelegeerd Bestuurder (CEO) en de leden van het Directiecomité komen in aanmerking voor prestatie gerelateerde remuneratie (bonus). Het niveau van de behaalde bonus wordt jaarlijks door de Raad van Bestuur vastgesteld op basis van voorstellen van het Benoemings- en Remuneratiecomité (wiens voorstellen gebaseerd zijn op aanbevelingen van de CEO voor de andere leden van het Directiecomité). De toekenning van een bonus is gebaseerd op prestaties en wordt vastgesteld op grond van ons systeem voor prestatiemeting; dit systeem is gebaseerd op de jaarlijkse individuele prestaties (inclusief uitzonderlijke resultaten) in combinatie met onze globale prestaties, in vergelijking met de mate waarin de jaarlijks vastgestelde individuele objectieven en groepsdoelstellingen worden behaald. De groepsdoelstellingen en de objectieven van de CEO worden jaarlijks door de Raad van Bestuur vastgesteld, en de objectieven van de andere leden van het Directiecomité worden jaarlijks door de CEO vastgesteld. De groepsdoelstellingen van 2015 hielden onder andere elementen in die betrekking hadden op vordering van onze klinische studies, op onze cash positie, alsook op *corporate development* en *business development*; al deze objectieven werden even belangrijk geacht. Elk van de groepsdoelstellingen is duidelijk en meetbaar zodat het eenvoudig vast te stellen is of een bepaald objectief al dan niet is behaald.

Ten zesde dient het remuneratiebedrag van de CEO, de voorzitter van het directiecomité, de hoofdvertegenwoordiger van andere leiders en van dagelijkse bestuurders individueel gerapporteerd te worden. Voor de overige uitvoerende bestuurders, uitvoerend management, leden van het directiecomité, andere leiders en dagelijkse bestuurders volstaat een gezamenlijke bekendmaking. Echter dient er altijd een onderscheid gemaakt te worden in het basissalaris, de variabele remuneratie, het pensioen en overige componenten van de remuneratie zoals onder andere voordelen in natura (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

Figuur 6: Remuneratie uitvoerend management Colruyt

CEO (Voorzitter van de Directieraad)		Andere leden van de Directieraad	
De vergoeding die rechtstreeks of onrechtstreeks aan de CEO werd betaald, omvat in het boekjaar 2015-2016:		De vergoeding die rechtstreeks of onrechtstreeks aan de andere leden van de Directieraad werd betaald omvat globaal, in het boekjaar 2015-2016:	
Basissalaris	623.580 EUR	Basissalaris	2.211.142 EUR
Variabele remuneratie in cash	580.043 EUR	Variabele remuneratie in cash	1.345.459 EUR
Bijdragen betaald voor groepsverzekering	112.244 EUR	Bijdragen betaald voor groepsverzekering	293.525 EUR
Overige componenten	7.920 EUR	Overige componenten	30.396 EUR
Totaal	1.323.787 EUR	Totaal	3.880.522 EUR

Ten zevende moet in het remuneratieverslag het aantal en de belangrijkste kenmerken van de aandelen, aandelenopties of andere rechten om aandelen te verwerven, opgesomd worden (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

Figuur 7: Aandelen, -opties of andere rechten om aandelen te verwerven Galapagos

In 2015 werden er enkel warrants toegekend aan de leden van het Directiecomité; er werden geen aandelen of andere rechten om aandelen te verwerven toegekend. Er zijn geen warrants van leden van het Directiecomité vervallen in 2015 en er werden in 2015 243.126 warrants uitgeoefend door leden van het Directiecomité (228.126 warrants door Onno van de Stolpe, 7.500 warrants door Piet Wigerinck en 7.500 warrants door Andre Hoekema). De Raad van Bestuur beschouwt de toegekende warrants niet als een variabele remuneratie, aangezien ze niet zijn onderworpen aan prestatiecriteria. De volgende aantallen warrants zijn aangeboden aan en aanvaard door leden van het Directiecomité in 2015: (i) onder het Warrantplan 2015, op 30 april 2015 uitgegeven door de Raad van Bestuur onder het toegestaan kapitaal, aan Dhr. Van de Stolpe: 100.000 warrants, aan Dr. Wigerinck en Dr. Hoekema: elk 30.000 warrants en aan Dhr. Filius: 15.000 warrants; en, (ii) onder het Warrantplan 2015 (B), op 21 december 2015 uitgegeven door de Raad van Bestuur onder het toegestaan kapitaal, aan Dhr. Van de Stolpe: 100.000 warrants, aan Mr. Filius en Dr. Wigerinck: elk 50.000 warrants en aan Dr. Hoekema: 40.000 warrants.

De warrants uitgegeven onder Warrantplan 2015 hebben een uitoefenprijs van €28,75 per warrant, een looptijd van 8 jaar, en worden slechts definitief en volledig verworven op het einde van het derde kalenderjaar na het jaar van de toekenning, met uitzondering van Dhr. Van de Stolpe, wiens warrants definitief worden verworven over een periode van 36 maanden ten belope van 1/36^{ste} per maand. De warrants kunnen niet worden uitgeoefend vóór het einde van het derde kalenderjaar na het jaar van de toekenning; ze zijn niet overdraagbaar en elke warrant geeft het recht om in te schrijven op één aandeel van Galapagos NV.

Bovendien zal op individuele basis de bepalingen omtrent de vertrekvergoedingen bekendgemaakt moeten worden. Bij vertrek van een uitvoerend manager, uitvoerende bestuurder, lid van het directiecomité, een andere leider of dagelijkse bestuurder, zal de onderneming moeten openbaar maken of deze persoon in aanmerking komt voor de vertrekvergoeding en wat de berekeningsbasis hiervoor is. Dit omvat het achtste aspect dat opgenomen moet worden in het remuneratieverslag (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

Figuur 8: Vertrekvergoeding Bekaert

Het Belgisch recht en de normale praktijk vormen de basis voor de vertrekregelingen met de uitvoerende managers, behalve met de Gedelegeerd Bestuurder, de Chief Financial Officer en de Chief Human Resources Officer, van wie de ten tijde van hun benoeming overeengekomen contractuele regelingen een opzeggingstermijn van twaalf maanden voorzien.

Dominique Neerinck, voormalig Chief Technology Officer, is op 31 maart 2015 uit het BGE getreden en heeft de vennootschap verlaten op 30 juni 2015. Overeenkomstig de Belgische wetgeving en de gangbare praktijk gelet op de anciënniteit van de uitvoerende manager, werd een beëindigingsregeling overeengekomen gebaseerd op eenentwintig maanden.

Ten negende zal voor de uitvoerende bestuurders, leden van het directiecomité en andere leiders en personen belast met het dagelijkse bestuur, het terugvorderingsrecht van de variabele remuneratie worden openbaar gemaakt. Dit recht tot terugvordering wordt verleend wanneer er zich onjuiste financiële gegevens hebben voorgedaan (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

Figuur 9: Terugvorderingsrecht Telenet

De Aandelen Prestatieplannen 2015, 2014 en 2013 voor de leden van het SLT voorzien in een bepaling over een terugvorderingrecht van de toegekende variabele vergoeding, in geval van herziening van de jaarrekening van de Vennootschap. Geen enkele van de andere op aandelen gebaseerde vergoedingsplannen, met inbegrip van deze met de CEO, bevatten soortgelijke terugvorderingrechten.

Wanneer tijdens het boekjaar de vooropgestelde remuneratie ingrijpend verandert, dient hierover een gepaste vermelding te worden gemaakt, dit omvat dan ook het laatste verplichte aspect van het remuneratieverslag (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

Figuur 10: Ingrijpende wijziging remuneratiebeleid Agfa-Gevaert

De Raad van Bestuur heeft, op aanbeveling van het Benoemings- en Remuneratiecomité, beslist om het Global Bonus Plan van het Executive Management te herzien, met de bedoeling om ook een midden- tot langetermijn component op te nemen in dat plan. De Raad van Bestuur is van mening dat dit een belangrijke wijziging zal uitmaken van het remuneratiebeleid voor de leden van het Executive Management.

Remuneratiecomité

Ten derde verplicht de wet beursgenoteerde bedrijven een remuneratiecomité op te richten binnen de raad van bestuur, dat verantwoordelijk is voor het opstellen van het remuneratieverslag. Daarnaast doet het comité voorstellen aan de raad van bestuur in verband met het remuneratiebeleid en de individuele remuneratie van bestuurders, leden van het directiecomité en dagelijkse bestuurders. Het oprichten van een remuneratiecomité is echter niet verplicht voor de vennootschappen die minstens aan twee van de volgende drie criteria voldoen, namelijk a) een gemiddeld aantal werknemers gedurende het betrokken boekjaar van minder dan 250 personen, b) een balanstotaal van minder dan of gelijk aan 43.000.000 euro, c) jaarlijks een netto-omzet van minder dan of gelijk aan 50.000.000 euro. In dit geval zullen de taken die het remuneratiecomité normaal op zich zou nemen, uitgevoerd worden door de raad van bestuur. Een voorwaarde hiervoor is echter dat ten minste één onafhankelijke bestuurder aanwezig is binnen deze vennootschappen. Wanneer de voorzitter van de raad van bestuur een uitvoerend lid is, mag deze het voorzitterschap niet waarnemen als die optreedt in de hoedanigheid van het remuneratiecomité (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

De wet van 6 april 2010 omvat verschillende bepalingen omtrent de samenstelling en werking van het comité. Zo mag het remuneratiecomité slechts uit niet-uitvoerende leden bestaan. De leden van het directiecomité, alsook elke bestuurder die belast is met het dagelijkse bestuur, mogen dus niet in het remuneratiecomité zetelen. De meerderheid van de leden van het comité zijn onafhankelijke bestuurders die over de nodige deskundigheid beschikken omtrent de remuneratie. Daarnaast moet het comité minstens tweemaal per jaar samenkomen (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010).

2.3 Vrijwillige rapportering

Naast de verplichte rapportering die besproken werd in sectie 2.2, kunnen bedrijven ook vrijwillig informatie rapporteren. De vrijwillige rapportering van bedrijfsinformatie is een onderdeel van de *Corporate governance* van het bedrijf, het is dan ook een belangrijk instrument om zo de *Corporate governance* mechanismen te communiceren naar de verschillende belangengroepen. De vrijwillige rapportering omvat al de informatie die buiten de verplichtingen valt van het bedrijf, dit is echter een gevoelig onderwerp binnen ondernemingen. Daar dit geen kosteloze activiteit is, verschilt de

aanwezigheid hiervan zeer sterk binnen bedrijven. Voor- en nadelen worden zorgvuldig met elkaar afgewogen, zo staan bedrijven terughoudend tegenover informatieverstrekking omwille van de daling in de competitiviteit van het bedrijf. De concurrentie kan de vrijgegeven informatie immers vrij gebruiken. Daarnaast gaan er ook kosten gepaard met de productie en verspreiding van informatie. Tenslotte hebben bedrijven minder de neiging om te rapporteren om zo niet aangeklaagd te kunnen worden en proceskosten te vermijden (Hassan, Romilly, Giorgiono & Power, 2008).

Vrijwillige rapportering brengt echter ook verschillende voordelen met zich mee. Zo zorgt de vrijwillige verstrekking van informatie voor een verlaging van de *agency* kost, hierdoor kunnen managers de investeerders ervan overtuigen dat ze in hun belang handelen. Daarnaast zorgt een betere rapportering voor een hogere bedrijfswaarde, dit dankzij het effect op zowel de kapitaalkost als op de cashflows die toebehoren aan de aandeelhouders (Al-Akra & Ali, 2012). Dit laatste wordt bevestigd door Hassan, Romilly, Giorgiono en Power (2008), zo zorgt informatieverstrekking voor minder *agency* problemen en vervolgens voor een verhoging van de kasstromen die toekomen aan de aandeelhouders. Dit leidt op zijn beurt tot een stijging in bedrijfswaarde. Een andere reden om meer te rapporteren is het feit dat investeerders hierdoor de vooruitzichten van het bedrijf beter kunnen evalueren. Hoe beter men dit kan, hoe lager de verwachte kapitaalkost zal zijn. Dit zorgt ook voor een hogere vraag naar effecten, wat opnieuw voor een hogere bedrijfswaarde zorgt (Al-Akra & Ali, 2012). Ook Hassan, Romilly, Giorgiono en Power (2008) zijn van mening dat informatieverstrekking de onzekerheid doet verminderen omtrent de toekomstige bedrijfsprestaties, waardoor er sneller geïnvesteerd zal worden in aandelen. De aandelenliquiditeit zal dus stijgen dankzij een verlaagde transactiekost en verhoogde vraag naar aandelen. De onzekerheid die bestaat over de aandelenrendementen zal hierdoor verminderen. Vervolgens zal het aandelenrendement dat door het bedrijf dient aangehouden te worden, dalen. Dit leidt tot een daling van de eigen vermogenskost en dus tot een stijging in de bedrijfswaarde. Het vrijwillig verstrekken van informatie zorgt ten slotte voor een lager informatie risico, een daling in kapitaalkost en een reputatie waar transparantie en juiste rapportering centraal staat (Gomez-Mejia, Cruz & Imperatore, 2014).

2.3.1 Rapportering remuneratie uitvoerende bestuurders en uitvoerend management

In sectie 2.3 werden de voor- en nadelen van vrijwillige rapportering besproken. Vervolgens zal in deze sectie dieper ingegaan worden op een specifiek aspect van vrijwillige rapportering, namelijk de rapportering van de remuneratie. Zo kan de onderneming ervoor opteren om vrijwillig informatie te rapporteren omtrent de remuneratie van uitvoerende bestuurders en uitvoerende managers. Zoals eerder in sectie 2.1 besproken, kunnen door deze bestuurders en managers, naast de vaste compensatie en bonussen, ook aandelenopties verkregen worden, deze compensatie bevat zowel gevoelige als niet-gevoelige informatie (Nelson, Gallery & Percy, 2010). Volgens Lim, Matolcsy en Chow (2007) zullen uitvoerende bestuurders meer geneigd zijn om informatie vrij te geven over de compensatie in aandelenopties, daar hun welvaart verbonden is aan de prestatie van het bedrijf. Door informatie openbaar te maken, tracht het bedrijf zo aan de markt duidelijk te maken dat ze geen beslissingen nemen ten voordele van het interne management. Hierdoor willen ze vermijden dat de markt de welvaart van het bedrijf zal doen dalen. Nelson, Gallery en Percy (2010) zijn het echter niet eens met Lim, Matolcsy en Chow, zo zijn ze van mening dat deze compensatie voor

managers tot grote welvaart kan leiden, waardoor bedrijven minder geneigd zijn om prijsgevoelige en waarde gerelateerde informatie omtrent deze opties vrij te geven.

Corporate governance systemen blijken managers echter aan te moedigen om meer vrij te geven over de compensaties die werknemers krijgen in de vorm van aandelenopties, dit om te voldoen aan de informatie eisen van de investeerders. Bedrijven met een goede *Corporate governance* blijken meer details over de aandelenopties openbaar te maken, deze bedrijven zien rapportering immers als een manier om informatie asymmetrie te verminderen om zo een betere reputatie te creëren bij de aandeelhouders. Een component van een goede *Corporate governance* is de onafhankelijkheid van de raad van bestuur, een hogere mate van onafhankelijkheid zou voor een grotere bereidheid tot rapportering van aandelenopties moeten zorgen (Bassett, Koh & Tutticci, 2007). Hierdoor zou immers het opportunisme dat managers hebben tegenover het rapporteringsbeleid moeten dalen, wat voor grotere transparantie zorgt binnen het rapporteren van de remuneratie (Ben-Amar & Zeghal, 2011). Nelson, Gallery en Percy (2010) zijn het hier echter niet mee eens. Zo bestaat er volgens hun onderzoek een negatief verband tussen de onafhankelijkheid van de raad van bestuur en de stijging in de rapportering van de aandelenopties. Ondernemingen trachten de *agency* kosten, die gepaard gaan met het gebrek aan onafhankelijkheid binnen de raad van bestuur, te verzachten door meer te rapporteren omtrent de aandelenoptie compensatie.

Naast de raad van bestuur heeft ook het auditcomité een invloed op de rapportering van remuneratie, zo zorgt een effectief auditcomité voor een betere rapportering van de aandelenopties. Zowel onafhankelijkheid, expertise als frequente meetings zijn nodig om over een effectief auditcomité te kunnen spreken. Niet alleen het auditcomité speelt een rol binnen de rapportering van remuneratie, zo is er ook het remuneratiecomité (Nelson, Gallery & Percy, 2010). Grote beursgenoteerde bedrijven zijn verplicht een remuneratiecomité op te richten, enkel de kleinere worden hierin vrijgelaten (Wet van 6 april 2010 tot versterking van het deugdelijk bestuur, 2010). Daar volgens Kanapathippillai, Johl en Wines (2016) het remuneratiecomité een sterke invloed heeft op de vrijwillige rapportering van *Corporate governance* informatie, is het voor de aandeelhouders voordelig om een remuneratiecomité binnen de onderneming te hebben. Zo blijkt uit onderzoek dat er een positief verband bestaat tussen het bestaan van het comité en de bereidheid om de compensatie van *managers en uitvoerende bestuurders* openbaar te maken. Zonder remuneratiecomité bestaat immers de mogelijkheid voor het *senior management* om zichzelf een loon uit te keren dat niet in lijn ligt met de belangen van de aandeelhouders. Dit comité heeft dus een controlefunctie binnen de onderneming en zal een invloed hebben op de beslissing om al dan niet de remuneratie vrij te geven. Daarnaast blijkt ook de effectiviteit een rol te spelen, er is sprake van hoge effectiviteit wanneer zowel de voorzitter als zoveel mogelijk leden van het comité onafhankelijk zijn, waarbij liefst ook minstens één lid over financiële expertise beschikt. Bovendien beschikt een actief comité met frequente vergaderingen over een hoge effectiviteit, een actief comité is immers beter in staat om na te gaan of de compensatie samenstellingen al dan niet geschikt zijn. Een effectief remuneratiecomité zal voor een vermindering van *agency* problemen zorgen waardoor de belangen van managers en aandeelhouders meer in lijn komen te liggen. Daarnaast zal dit voor betere ontwerpen van remuneratieaspecten zorgen, alsook voor een grotere bereidheid om veranderingen in het remuneratiebeleid te rapporteren.

Niet alleen de effectiviteit maar ook de grootte van het remuneratiecomité blijkt een rol te spelen, een groot comité heeft meer bronnen om compensaties van het senior management samen te stellen en te controleren zodat ze in lijn liggen met de belangen van de aandeelhouders (Nelson, Gallery & Percy, 2010).

Naast de grootte van de comités speelt ook de grootte van het bedrijf een invloed bij de vrijwillige rapportering van remuneratie. Zo zullen grote bedrijven sneller informatie vrijgeven over compensatie aspecten, deze bedrijven beschikken over meer middelen en expertise waardoor ze beter in staat zijn om meer transparante informatie openbaar te maken omtrent de remuneratie. Daarnaast blijken bedrijven met grotere groei opportuniteiten meer welwillend te zijn om kwaliteitsvolle informatie vrij te geven omtrent de compensatie die *managers en uitvoerende bestuurders* ontvangen (Nelson, Gallery & Percy, 2010).

Ten slotte halen Ben-Amar en Zeghal (2011) nog een laatste invloed aan, namelijk de schuldgraad van het bedrijf. Hoe minder de onderneming gebruik maakt van schuldfinanciering, hoe transparanter de openbaarmaking van de compensatie van uitvoerende managers en bestuurders.

2.3.2 Rapportering remuneratie niet-uitvoerende bestuurder

Zoals eerder besproken bevinden zich naast uitvoerende bestuurders en managers ook niet-uitvoerende bestuurders in de onderneming. Niet-uitvoerende bestuurders zijn lid van de raad van bestuur maar vallen niet onder de categorie *executives*, deze staan namelijk niet in voor de dagdagelijkse bedrijfsactiviteiten en staan bijgevolg ook niet onder leiding van de CEO. Minderheidsaandeelhouders en potentiële investeerders vrezen dat, omwille van informatie asymmetrie, private voordelen nagestreefd zullen worden op kosten van de aandeelhouders. Hierdoor is er nood aan een *Corporate governance* die vertrouwen opbouwt bij minderheidsaandeelhouders die slechts over beperkte opties beschikken om hun investering in het bedrijf te waarborgen tegen de heersende meerderheidsaandeelhouders. Niet-uitvoerende bestuurders trachten deze minderheidsaandeelhouders te beschermen door het management te monitoren en opportunistisch gedrag in bedwang te houden, hierdoor nemen ze een centrale rol op in de *Corporate governance* (Engel, 2015).

De compensatie die de niet-uitvoerende bestuurders krijgen, wordt bepaald door de algemene vergadering en geeft een indicatie van hun bekwaamheid, alsook van de zorgvuldigheid waarmee niet-uitvoerende bestuurders hun taken uitvoeren. Door het openbaar maken van deze compensatie, kunnen stakeholders meer inspraak eisen in de doorslaggevende beslissingsprocessen wanneer de compensatie van de niet-uitvoerende bestuurder te laag wordt bevonden. Vermits de compensatie van de niet-uitvoerende bestuurders een aansporing geeft om hun taken met een bepaalde intensiteit uit te oefenen, zal een lage compensatie bijgevolg een vermoeden geven dat het bedrijf over een zwakke *Corporate governance* beschikt. Daarnaast ontvangt een niet-uitvoerende bestuurder in het algemeen een hoger loon naarmate zijn vaardigheden hoger liggen (Engel, 2015). Dankzij de relatie tussen de inzet en capaciteiten van niet-uitvoerende bestuurders en het niveau van de compensatie,

concludeert Brick, Palmon en Wald (2006) dat de compensatie van de niet-uitvoerende bestuurder een indicatie geeft van het gewenste niveau van controle activiteit binnen de onderneming. Bij een lager loon kunnen de stakeholders hierdoor vragen stellen over de welwillendheid van het bedrijf om al dan niet te beschikken over een goede externe monitoring.

Echter zorgt de rapportering van de compensatie ook voor een open communicatie naar de stakeholders toe omtrent de Corporate governance van het bedrijf. Hierdoor zal het vertrouwen bij de stakeholders stijgen en zal de vraag naar rapportering dalen (Engel, 2015).

Daar er zowel voordelen als nadelen verbonden zijn aan de vrijwillige rapportering van de compensatie, zullen bedrijven de voordelen tegen de nadelen afwegen om zo tot een beslissing te komen om al dan niet de compensatie van niet-uitvoerende bestuurders naar buiten te brengen (Engel, 2015).

Hoofdstuk 3: Familiebedrijven

Een familiebedrijf is een bedrijf waar topmanagementposities bekleed worden door familieleden van de oprichtende familie. Niet enkel in het topmanagement zijn deze familieleden aanwezig, ook in de raad van bestuur vindt men ze terug (Chen, Chen & Cheng, 2008). Binnen deze bedrijven ligt de meerderheid van het stemrecht tijdens de algemene vergadering in handen van de eigenaar en zijn/haar familieleden. Van deze familieleden is minstens één iemand actief in het management of het bestuur van het bedrijf (Lievens, 2016). Dit is echter slechts één van de verschillende definities die over familiebedrijven bestaan. Er bestaat immers geen éénduidige definitie, zo gebruiken Berrone, Cruz, Gomez-Meija en Larraza-Kintana (2010) het percentage aan eigenaarschap om een onderscheid te maken tussen beide ondernemingen. Gomez-Meija, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson & Moyano-Fuentes (2007) gebruiken naast het eigenaarschap ook de mate van controle als onderscheidingsmiddel. Andere auteurs zoals Astrachan, Klein en Smyrniotis (2002) gebruiken naast deze twee vorige karakteristieken ook nog een derde, namelijk de aanwezigheid van verschillende generaties binnen het bedrijf.

In Sectie 1 van dit derde hoofdstuk wordt er dieper ingegaan op de theorieën die in verband kunnen worden gebracht met familiebedrijven. Deze theorieën geven een beter inzicht in het onderscheid tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven, alsook in de verschillen binnenin familiebedrijven (Engel, 2015). Vervolgens wordt er stilgestaan bij de rapporteringskwaliteit die binnen familiebedrijven heerst.

3.1 Theorieën ter verklaring verschil familiebedrijven en niet-familiebedrijven

Niet enkel de *agency theory* kan gebruikt worden om de verschillen tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven weer te geven, ook de *stewardship theory* en SEW theory kunnen hiervoor dienen. Deze theorieën zijn complementair aan de *agency theory* doordat ze eveneens rekening houden met een manager die aandacht schenkt aan de ondernemingsdoelstellingen en niet enkel individuele doelstellingen vooropstelt. Daarnaast worden ook niet-economische doelstellingen in rekening gebracht. Deze theorieën zorgen voor een uitbreiding van het theoretisch kader over familiebedrijven en zullen hieronder verder besproken worden (Engel, 2015)

3.1.1 Agency theorie

Bij het bestuderen van familiebedrijven wordt er vaak terug verwezen naar de zogenaamde *agency theory*. Deze kan onderverdeeld worden in twee soorten problemen.

Als eerste spreken we van het principaal-agent probleem, er bestaat een conflict tussen de eigenaar (principaal) en het management (agent) van het bedrijf. Door de aanwezigheid van asymmetrische informatie is het voor de principaal zeer moeilijk om het gedrag van de managers te monitoren. Hierdoor is de principaal niet in staat om na te gaan of het management al dan niet in de juiste mate handelt (Chrisman, Chua & Litz, 2004). Informatieasymmetrie zorgt ook voor een situatie waar *moral*

hazard optreedt. Hier zal de agent, nadat het contract is afgesloten, in eigen belang handelen (Riaz, Ray & Ray, 2015). De kosten verbonden aan activiteiten en besturingssystemen, genomen om de belangen van de managers op één lijn te brengen met die van de eigenaar, worden *agency* kosten genoemd. Familiebedrijven zorgen echter voor een daling van deze kosten doordat familieleden onbaatzuchtig naar mekaar toe zijn (Chrisman, Chua & Litz, 2004).

Het tweede probleem daarentegen zit vervat in de relatie tussen de minderheidsaandeelhouders en meerderheidsaandeelhouders. Hoe hoger het niveau van eigenaarschap, hoe minder de belangen van de dominante aandeelhouders en externe investeerders op mekaar afgestemd geraken (Chau & Gray, 2010). Om de belangen van aandeelhouders te waarborgen werden twee beleidsmechanismen ingevoerd. Het eerste mechanisme dat de principaal-agent belangen op lijn brengt is een executive compensatie schema. Financiële incentive schema's verschaffen beloningen om zo de principaal-agent belangen op mekaar af te stemmen. Managers zijn immers gemotiveerd om zich in het belang van de aandeelhouder te gedragen wanneer hun compensatie gekoppeld is aan de winstgevendheid van het bedrijf. Hierdoor worden de belangen van de aandeelhouders en het management met elkaar verzoend. Een tweede mechanisme is de beleidsstructuur, een raad van bestuur kan de in eigen belang handelende managers in bedwang houden door audits en prestatie evaluaties uit te voeren. De raad van bestuur zal de belangen van aandeelhouders naar de managers communiceren en erop toe zien dat *agency* kosten zo laag mogelijk gehouden worden (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Vermits familieleden vaak in grote mate controle uitoefenen binnen de raad van bestuur, zullen er meer *agency* problemen optreden naarmate de raad van bestuur minder onafhankelijk is (Ali, Chen & Radhakrishnan, 2007).

In eerste instantie werd verwacht dat er geen *agency* problemen zouden optreden binnen familiebedrijven. Omwille van de kenmerkende structuur zouden de belangen van eigenaars en managers immers beter op mekaar zijn afgestemd, waardoor monitoring overbodig zou zijn. Verder onderzoek bracht echter enkele niet traditionele *agency* problemen naar boven zoals onder andere asymmetrisch altruïsme. Altruïsme is het onbaatzuchtige gedrag dat anderen ten goede komt, bijkomend zorgt altruïsme alsook voor een vorm van opportunisme binnen het bedrijf (Madison, Holt, Kellermanns & Ranft, 2016). Daar er binnen familiebedrijven verschillende rollen met overlapping bestaan tussen de eigenaar, familieleden en managers, ontstaan gemeenschappelijke belangen, kennis en verhoogde communicatie tussen deze groepen. De familiale banden tussen de eigenaars en managers zorgen voor een verlaging in asymmetrische informatie, vertrouwen en loyaliteit staan hier immers centraal. In dit opzicht zorgt altruïsme dus voor een daling in *agency* kosten (Perry, Pett & Ring, 2012). Later onderzoek toont echter aan dat altruïsme ook asymmetrisch kan zijn, dit betekent dat slechts één partij onbaatzuchtig gedrag vertoont en de andere partij hier misbruik van maakt. Zo kunnen ouders zeer vrijgevig zijn voor hun kinderen, die van deze vrijgevigheid profiteren door te *free ride*n. Daarnaast kan asymmetrisch altruïsme ook voor *adverse selection* zorgen. Zo kunnen familieleden voor een bepaalde positie eerder worden aangenomen dan meer bekwame niet-familieleden. *Agency* problemen gecreëerd door asymmetrisch altruïsme verlagen de bedrijfsprestaties binnen familiebedrijven en verhogen de *agency* kosten (Madison, Holt, Kellermanns & Ranft, 2016).

Opportunisme is niet enkel een bedreiging wanneer de belangen van eigenaar en managers afwijken, maar ook wanneer de belangen van meerderheidsaandeelhouders en minderheidsaandeelhouders afwijken. Familiebedrijven streven immers regelmatig niet-economische doelstellingen na, dit ten koste van het financiële voordeel en de bedrijfsprestaties. Hierdoor kan er een conflict ontstaan tussen de familie en de niet-familiale aandeelhouders (Madison, Holt, Kellermanns & Ranft, 2016).

3.1.2 SEW- theorie

Zoals eerder besproken kan naast de *agency* theorie ook de *Social Emotional Wealth*, oftewel de SEW-theorie gebruikt worden om het verschil tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven nader te verklaren. Zo zou volgens Berrone, Cruz en Gomez-Mejia (2012) SEW de grootste verklarende factor zijn in het verschil tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. SEW zijn de voordelen die familiale eigenaars ontvangen uit de niet-financiële aspecten van het bedrijf zoals onder andere identiteit en de mogelijkheid om familiale invloed uit te oefenen (Gómez-Mejía, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson & Moyano-Fuentes, 2007). De Social Emotional Wealth bestaat uit vijf dimensies, ook wel de FIBER dimensies genoemd: Family control and influence, Identification of family members with the firm, Binding social ties, Emotional attachment of family members, and Renewal of family bonds to the firm through dynastic succession (Berrone, Cruz & Gomez-Mejia, 2012)

De eerste dimensie die aangehaald wordt is familiecontrole. Voor de familieleden in het bedrijf is het doel de dominante positie binnen het bedrijf te behouden, dit door een directe of indirecte controle uit te oefenen op de strategische beslissingen (Gomez-Mejia, cruz & imperatore, 2014).

De tweede dimensie die een familiebedrijf kan innemen is familie identiteit, hier hecht men een sterk belang aan de reputatie van het bedrijf. Vermits het bedrijf als het verlengstuk van de familie wordt gezien, zal de reputatie van de familie mee bewegen met dat van het bedrijf. Familieleden zullen hierdoor sneller strategische beslissingen nemen die het imago van het bedrijf niet in gevaar brengen (Gomez-Mejia, Cruz & imperatore, 2014).

De derde dimensie, *social ties*, refereert naar de relaties die binnen familiebedrijven bestaan. Familieleden hebben immers een sterke connectie met mekaar. Daarnaast kunnen er ook hechte relaties bestaan tussen familieleden en niet-familiale werknemers, dit zorgt voor een verbonden gevoel met de onderneming. Deze relaties spelen zich echter niet enkel af binnen de onderneming maar zo bestaan er ook hechte relaties met externe partijen (zoals onder andere met bepaalde verkopers en leveranciers) die vaak gezien worden als deel van de familie. Al deze relaties zorgen voor een gevoel van verbondenheid en interpersoonlijke solidariteit (Berrone, Cruz, Luis & Gomez-Mejia, 2012).

De vierde dimensie verwijst naar de rol die emoties spelen binnen familiebedrijven (Berrone, Cruz, Luis & Gomez-Mejia, 2012). Familieleden zijn vaak sterk emotioneel verbonden met de onderneming, dit door de relatie die bestaat tussen de welvaart van de onderneming en die van de familie, alsook door de vaak lange geschiedenis die familieleden hebben met het bedrijf (Engel, 2015). Er spelen zich dus verschillende emoties af tussen familieleden, zowel positieve (warmte, liefde, vreugde) als

negatieve (angst, woede, teleurstelling en verdriet). Deze emoties beïnvloeden het beslissingsproces (Berrone, Cruz, Luis & Gomez-Meija, 2012).

De vijfde en meteen laatste dimensie omvat de intentie om het familiebedrijf over te dragen aan volgende generaties. Dit heeft een grote invloed op het beslissingsproces, familieleden zien het bedrijf niet zomaar als een object dat verkocht kan worden, de geschiedenis en tradities spelen immers een belangrijke rol. Het familiebedrijf wordt bijgevolg dan ook als een lange termijn investering gezien (Berrone, Cruz, Luis & Gomez-Meija, 2012). Deze nadruk op het lange termijn aspect zorgt voor een zorgvuldige afweging van de vrijwillige rapportering, deze vrijwillige informatie moet immers in de toekomst ook nog gerapporteerd kunnen worden. Indien men hiermee moeilijkheden verwacht naar de toekomst, zal er momenteel geen informatie vrijwillig gerapporteerd worden (Engel, 2015).

Deze vijf dimensies reflecteren de verschillende voorkeuren die bij stichtende families heersen. Elke SEW- dimensie oefent een invloed uit op de rapporteringsbereidheid van de financiële verslaggeving, dit verklaart waarom niet alle familiebedrijven voor dezelfde rapportering kiezen (Gomez-Meija, Cruz & Imperatore, 2014).

3.1.3 Stewardship theorie

Naast de *agency* theorie beschrijft ook de *stewardship* theorie de relatie tussen twee partijen, namelijk de principaal en de steward-managers. Deze theorie gaat er echter niet van uit dat managers in eigen belang handelen, integendeel. Managers hebben hier een intrinsiek verlangen om het bedrijf te dienen waardoor hun interesses in directe lijn komen te liggen met die van de principaal (Madison, Holt, Kellermanns & Ranft, 2016). Organisatorisch en collectief gedrag hebben hier een hoger nut dan individueel, in eigen belang handelend gedrag. Zelfs wanneer de belangen van de steward en de eigenaar niet overeenkomen, zal de steward hogere waarde geven aan samenwerken dan aan tegenspraak bieden. Doordat de steward meer waarde hecht aan het behalen van de objectieven van het bedrijf, kan zijn gedrag beschreven worden als collectief. Niet enkel de belangen van de principaal worden door de steward nagestreefd, ook de belangen van de aandeelhouders worden in rekening gebracht doordat bedrijfsprestaties worden nagestreefd. De *stewardship* theorie concludeert dus dat er een sterke relatie bestaat tussen het succes van de organisatie en de voldoening van de steward (Davis, Schoorman, Donaldson, 1997).

Naast gewone managers kan ook het topmanagement de positie van *steward* innemen. Wanneer dit het geval is, zullen de pro-organisatorische acties optimaal zijn wanneer de *Corporate governance* toelaat dat de CEO een hogere autoriteit en discretie bezit. De meest optimale situatie zou echter zijn wanneer de CEO lid is van de raad van bestuur, dit zou onder de *agency* theorie als disfunctioneel worden gezien. Onder de *stewardship* theorie daarentegen zal de CEO het nut kunnen maximaliseren door organisatorische objectieven na te streven in plaats van eigen objectieven. De CEO is ondubbelzinnig verantwoordelijk voor het bedrijf en is in staat om de strategie te bepalen zonder bang te moeten zijn voor verzet van de externe voorzitter van de raad van bestuur. De *stewardship* theorie legt dus de focus op structuren die vergemakkelijken en in staat stellen dan structuren die

monitoren en controleren (Davis, Schoorman, Donaldson, 1997).

Hoewel een steward relatie zeer voordelig lijkt, toch is deze niet altijd aanwezig in het bedrijf. Principalen zijn immers niet altijd evenveel bereid om risico te nemen met hun rijkdom. Risicomijdende eigenaars zullen ervan uit gaan dat managers meer in eigen belang gaan handelen en gaan hierdoor de voorkeur geven aan richtlijnen voor een goed bestuur (Davis, Schoorman & Donaldson, 1997). Toch kan volgens Engel (2015) beschouwd worden dat managers, die zich gedragen volgens de *stewardship* theorie, zich sneller in familiebedrijven dan in niet-familiebedrijven zullen bevinden. Familieleden die managementrollen uitoefenen zullen immers dezelfde waarden respecteren. Deze overeenkomsten zorgen ervoor dat er de voorkeur aan gegeven zal worden om groepsdoelstellingen na te streven in plaats van individuele doelstellingen van de familiale managers. Vanuit deze theorie wordt er immers vanuit gegaan dat familieleden ook nut creëren door groepsdoelstellingen na te streven. Daarnaast zullen ook niet familiale managers binnen familiebedrijven werknemers zoeken waarmee ze waarden kunnen delen. Davis et al. concludeert hierdoor dat er zich sterke *stewardship* waarden bevinden tussen familieleden en in mindere mate (maar toch nog tamelijk hoge) waarden voor niet familiale managers. Managers in familiebedrijven zullen dus met andere woorden sneller doelstellingen nastreven die in lijn liggen met die van de eigenaars dan in niet-familiebedrijven.

3.2 Rapporteringskwaliteit

In deze sectie zal ingegaan worden op de kwaliteit van rapporteren binnen familiebedrijven. De kwaliteit van rapportering blijkt door twee aspecten beïnvloed en gemeten te worden, namelijk winstmanipulatie en vrijwillige rapportering.

3.2.1 Winstmanipulatie

Winstmanipulatie is binnen de bedrijfswereld een veel voorkomend fenomeen, de mate van winstmanipulatie is echter bij elk bedrijf anders. Familiebedrijven blijken dan ook anders gemotiveerd te zijn dan niet-familiebedrijven om deel te nemen aan winstmanipulatie.

Een eerste aspect dat de bereidheid tot winstmanipulatie beïnvloedt, is de controle binnen een bedrijf. Zo blijkt volgens de SEW-theorie familiecontrole voor een lagere monitoring van de raad van bestuur te zorgen, waardoor er meer mogelijkheid is tot winstmanipulatie (Adigüzel, 2013). Zetelende familieleden trachten hun dominante positie te behouden door de kapitaalpositie van andere aandeelhouders te limiteren, hierdoor zijn familiebedrijven sterk afhankelijk van externe financierders. Om het bestaan van het bedrijf op lange termijn te garanderen, trachten familiebedrijven lange termijn relaties op te bouwen met de externe financierders. Deze relaties houden echter ook een risico in (Prencipe, Markarian & Pozza, 2008). Zowel kapitaalmarkten als schuldeisers oefenen druk uit om aan de winstverwachtingen te voldoen, bij het behalen van deze verwachtingen worden de bedrijven beloond maar gestraft bij het missen hiervan. Volgens de SEW-theorie zal dit ervoor zorgen dat familiebedrijven een lagere rapporteringskwaliteit vertonen. Vermits het missen van winstdoelstellingen twijfels doet rijzen of familieleden al dan niet bekwaam genoeg zijn om het bedrijf te leiden, zal er sneller aan winstmanipulatie gedaan worden (Gomez-Mejia, cruz

& imperatore, 2014). Daarnaast lijkt ook de reputatie van het bedrijf een invloed te hebben. Vermits het niet halen van voorspelde winstverwachtingen voor een slechte reputatie zorgt, zal het bedrijf sneller geneigd zijn om aan winstmanipulatie doen. Zo zal bij een overschatting van de verwachte winst, het winstcijfer naar boven opgesmukt worden. Bij een onderschatting daarentegen zal de winst naar beneden bijgestuurd worden. Volgens de SEW-theorie zullen familiebedrijven met andere woorden sneller aan winstmanipulatie doen, daar familieleden een groot belang hechten aan de reputatie van het bedrijf (Kasznik, 1996). Binnen de *agency* theorie blijkt het auditcomité een invloed te hebben op de mate van winststuring. De heersende *agency* problemen binnen familiebedrijven zorgen immers voor problemen. Daar familieleden sneller hun eigen belangen nastreven, kan dit een negatieve invloed hebben op de vergaderingen van het auditcomité. Familie eigendom zorgt met andere woorden voor een daling in de effectiviteit van het auditcomité en bijgevolg tot een grotere winstmanipulatie (Adigüzel, 2013).

Daar volgens Kasznik de reputatie van een familiebedrijf voor meer winstmanipulatie zorgt, kan volgens Gomez-Mejia, Cruz en imperatore (2014) de eerste dimensie van de SEW-theorie ook vanuit een ander uitgangspunt bekeken worden. Zo zullen familiebedrijven minder de neiging hebben om winsten te manipuleren, daar het uitkomen ervan schade toebrengt aan de reputatie van het bedrijf (Gomez-Mejia, Cruz & imperatore, 2014). Zoals eerder vermeld in sectie 3.1.2 worden familiebedrijven gekenmerkt door een lange termijnvisie. De combinatie van geconcentreerd aandeelhouderschap, het verlangen om het bedrijf over te dragen aan volgende generaties en de bezorgdheid omtrent de reputatie van het bedrijf, suggereert dat familiale aandeelhouders meer waarde hechten aan het voortbestaan van het bedrijf dan aan waarde maximalisatie. Vanuit dit opzicht zullen familiebedrijven minder snel winsten manipuleren dan niet-familiebedrijven.

Een volgend aspect dat de bereidheid tot winstmanipulatie lijkt te beïnvloeden, zijn de sterke relaties tussen het management en familieleden. Volgens de *agency* theorie zullen managers eerder gekozen worden op basis van persoonlijke relaties dan op basis van hun capaciteiten. Om hun positie op lange termijn veilig te stellen, zullen managers meer geneigd zijn om vertrouwen op te bouwen met de meerderheidsaandeelhouders dan zich bezig te houden met het financiële resultaat van het bedrijf. Hierdoor zullen managers minder de neiging hebben om de winst te manipuleren (Prencipe, Markarian & Pozza, 2008). Daarnaast blijken familiebedrijven beter in staat te zijn om managers te controleren. Hierdoor kunnen managers beloond worden op basis van hun inzet, verkregen door directe monitoring. Het loon van de CEO zal vervolgens minder gebonden zijn aan de winst van het bedrijf, waardoor er minder gemanipuleerd zal worden (Ali, Chen & Radhakrishnan, 2007).

Daar binnen de *agency* theorie sterke relaties voor een lagere winstmanipulatie zorgen, blijkt dit ook binnen de *stewardship* theorie te gelden. Sterke relaties zorgen immers voor een sterk gevoel van verbondenheid met het bedrijf. Managers opereren met het gedacht dat ze voor een lange tijd in het bedrijf verblijven, dit zorgt ervoor dat ze sneller tegemoetkomen aan de belangen van het bedrijf. Managers zullen dan ook minder de neiging hebben om aan winstmanipulatie te doen. Dit zou de managers in de toekomst immers parten kunnen spelen bij het uitkomen ervan (Prencipe, Markarian & Pozza, 2008).

3.2.2 Vrijwillige rapportering

Familiebedrijven worden gekenmerkt door unieke karaktereigenschappen, deze zorgen er echter voor dat familiebedrijven op een andere manier bereid zijn om vrijwillig informatie te rapporteren (Gomez-Mejia, Cruz & Imperatore, 2014).

Zo blijken volgens de SEW-theorie familiebedrijven terughoudender te zijn om vrijwillig informatie te rapporteren, daar dit negatieve gevolgen kan hebben op de controle van de familieleden. Het meer naar buiten brengen van informatie zorgt immers voor ongewenste aandacht en controle van toezicht- en aandeelhouders. Hoe minder informatie wordt vrijgegeven over de *Corporate governance* praktijken van het bedrijf, hoe meer de familie in staat is om hun leden in de raad van bestuur te krijgen zonder de inmenging van niet-familiale aandeelhouders. Een ander aspect dat negatieve gevolgen kan hebben op de controle van de familieleden, is de hoeveelheid gerapporteerde informatie. Zo is men eraan verbonden de hoeveelheid gerapporteerde informatie aan te houden. Bij een daling van vrijwillige informatie zullen buitenstaanders immers het oordeel van de familie in vraag stellen, wat de controle van de familieleden in gevaar brengt. Dit beperkt de familie om hun invloed volledig vrij uit te oefenen (Gomez-Mejia, Cruz & Imperatore, 2014). Familiebedrijven geven ook minder vrijwillige informatie vrij over de *Corporate governance* praktijken, zo zal er minder gerapporteerd worden over het beslissingsproces van het loon van bestuurders, alsook over specifieke componenten van de compensatie. Dit om tegenspraak van niet-familiale aandeelhouders te vermijden en zo familieleden zonder problemen in de raad van bestuur te loodsen (Ali, Chen & Radhakrishnan, 2007). Daarnaast blijkt volgens de SEW-theorie ook de reputatie een rol te spelen, zo zullen familiebedrijven onzekere informatie niet rapporteren om de reputatie van het bedrijf niet in het gedrang te brengen. De kans bestaat immers dat deze informatie in de toekomst niet realiseerbaar is (Gomez-Mejia, Cruz & Imperatore, 2014). Volgens de *agency* theorie zal binnen familiebedrijven meer informatie asymmetrie aanwezig zijn, daar familieleden belangrijke posities innemen in het bedrijf en hierdoor makkelijker aan informatie kunnen geraken. Familieleden zullen hierdoor meer geneigd zijn om private voordelen na te streven ten koste van de minderheidsaandeelhouders en bijgevolg minder bereid zijn om vrijwillig te rapporteren (Achmad, 2007). Volgens Chen, Chen en Cheng (2008) blijken familiebedrijven dan weer minder vrijwillig te rapporteren, omwille van de actieve managementrollen van familieleden. Familiale eigenaars blijken immers beter in staat te zijn om managers te monitoren waardoor er een lagere informatie asymmetrie bestaat tussen de managers en de familiale eigenaars. Dankzij deze betere monitoring zullen niet-familiale aandeelhouders minder vraag hebben naar informatie waardoor familiebedrijven prefereren om minder vrijwillig te rapporteren.

Daarnaast zullen familiebedrijven meer bereid zijn om informatie vrijwillig te rapporteren om zo tot een eerlijk en betrouwbaar imago te komen, het niet naar buiten brengen van slecht nieuws zou immers gepaard gaan met een reputatiekost (Gomez-Mejia, Cruz & Imperatore, 2014). Het niet naar buiten brengen van slechte nieuws kan naast reputatiekosten ook voor proceskosten zorgen. Zo kunnen aandeelhouders een proces aanspannen daar het niet naar buiten brengen van slecht nieuws voor een vertekend beeld zorgt van de huidige positie van het bedrijf. Aan de hand van vrijwillige rapportering trachten familiebedrijven dure gerechtskosten te vermijden (Chen, Chen & Cheng, 2008). Naast managementfuncties kunnen familieleden ook zetelen in de raad van bestuur. In dit

geval zal het bedrijf meer rapporteren dan wanneer de familieleden geen rol vervullen binnen de raad van bestuur. De *agency* theorie impliceert dat familiebedrijven beter in staat zijn om managers te controleren, dit doordat een geconcentreerd eigenaarschap voor betere monitoring zorgt. Hierdoor zal er minder informatie asymmetrie en *agency* kosten aanwezig zijn. Heersende eigenaars zullen managers stimuleren om meer te rapporteren, daar dit zowel voor de eigenaars als voor de markt voordelig is (Achmad, 2007). Volgens Ali, Chen en Radhakrishnan (2007) zullen familiebedrijven stakeholders sneller inlichten wanneer de winsten tegenvallen, dit doordat minder *agency* problemen tot minder opportunistisch gedrag leidt omtrent het achterhouden van slecht nieuws. Daarnaast hebben familiebedrijven in het algemeen een betere rapportering van de financiële prestaties van het bedrijf. Een ander aspect dat volgens de *agency* theorie een invloed lijkt te hebben op de vrijwillige rapportering binnen familiebedrijven, is een familiale CEO. Bedrijven met dergelijke CEO blijken beter te rapporteren dan familiebedrijven met een externe CEO en dan niet-familiebedrijven, dit gewoon doordat er minder *agency* problemen aanwezig zijn.

DEEL III: Empirisch onderzoek

Hoofdstuk 4: Opstellen van de hypothesen

In dit vierde hoofdstuk wordt er dieper ingegaan op de vraag of familiebedrijven al dan niet anders rapporteren dan niet-familiebedrijven over de remuneratie. Om dit te onderzoeken worden hypothesen gevormd die vervolgens empirisch getest worden. Deze hypothesen worden opgesteld op basis van een centrale onderzoeksvraag en de bijhorende deelvragen, beschreven in de probleemstelling van de masterproef. Daarnaast wordt er ook gebruik gemaakt van het theoretisch gedeelte, namelijk de literatuurstudie.

4.1 Familiebedrijven

Zoals eerder vermeld in de literatuurstudie zijn er drie theorieën die in verband kunnen worden gebracht met de rapporteringskwaliteit van familiebedrijven, dewelke gemeten kan worden aan de hand van de vrijwillige rapportering. Daar de SEW-theorie binnen de context van vrijwillige rapportering slechts voornamelijk over de eerste twee FIBER-dimensies inzicht blijkt te geven en de *stewardship* theorie volgens Madison (2014) relatief nieuw en schaars blijkt te zijn binnen de context van familiebedrijven, wordt ervoor gekozen om de hypothese op te stellen aan de hand van de *agency* theorie. De *agency* theorie blijkt immers ook een vaak gebruikte theorie te zijn om inzicht te vergaren in familiebedrijven.

In eerste instantie werd verwacht dat er geen *agency* problemen zouden optreden binnen familiebedrijven. Omwille van de kenmerkende structuur zouden de belangen van eigenaars en managers immers beter op mekaar zijn afgestemd, waardoor monitoring overbodig zou zijn (Madison, Holt, Kellermanns & Ranft, 2016). Daarnaast zou altruïsme binnen familiebedrijven voor betere communicatie en coöperatie zorgen wat tot lagere asymmetrische informatie leidt (Schulze, Lubatkin & Dino, 2003). Verder onderzoek bracht echter enkele niet traditionele *agency* problemen naar boven zoals onder andere asymmetrisch altruïsme. Daar altruïsme niet alleen enkel een positieve kant blijkt te hebben, kan dit dan ook enkele *agency* problemen omvatten. Zo kan er binnen familiebedrijven *adverse selection* ontstaan door een gebrek aan inzet en bekwaamheid. Familieleden kunnen immers voor een bepaalde positie eerder worden aangenomen dan meer bekwame niet-familieleden. *Agency* problemen gecreëerd door asymmetrisch altruïsme verhogen de *agency* kosten daar er meer monitoring nodig is om te verzekeren dat beslissingen genomen zijn door familieleden die hier bekwaam genoeg voor zijn (Madison, Holt, Kellermanns & Ranft, 2016).

Daar er volgens Al Jabri en HLA (2016) meer belangenconflicten bestaan tussen management en aandeelhouders, blijken familiebedrijven meer vrijwillig te rapporteren om zo de *agency* kosten te doen dalen. Hierdoor wordt de volgende hypothese bekomen:

Hypothese 1: Familiebedrijven hebben een hogere rapporteringskwaliteit omtrent de remuneratie dan niet-familiebedrijven.

4.2 Onafhankelijkheid raad van bestuur

Verschillende studies hebben onderzoek gevoerd naar de relatie tussen een onafhankelijke raad van bestuur en de bereidheid tot vrijwillige rapportering omtrent de remuneratie. Zo bestaat er een positief verband tussen de mate van onafhankelijkheid en de bereidheid tot rapportering van aandelenopties (Bassett, Koh & Tutticci, 2007). Een hogere mate van onafhankelijkheid zou immers het opportunisme dat managers hebben ten opzichte van het rapporteringsbeleid, doen dalen (Ben-Amar & Zeghal, 2011). Familiebedrijven blijken echter over een minder onafhankelijke raad van bestuur te beschikken, daar ze trachten om familieleden in de raad van bestuur te krijgen. Om tegenspraak van niet-familiale aandeelhouders te vermijden, zullen volgens Ali, Chen en Radhakrishnan (2007) familiebedrijven dan ook minder rapporteren omtrent het beslissingsproces over het loon van bestuurders, alsook over specifieke componenten van de compensatie. Daar familieleden de onafhankelijkheid van de raad van bestuur in het gedrang brengen, wordt de volgende hypothese verondersteld:

Hypothese 2: Hoe meer familieleden in de raad van bestuur zetelen, hoe lager de rapporteringskwaliteit zal zijn omtrent de remuneratie.

4.3 Familiale invloed

Zoals eerder vermeld in de literatuurstudie, wordt een familiebedrijf gekenmerkt door geconcentreerd eigenaarschap. Zo is het merendeel van de aandelen vaak in handen van de eigenaar en zijn familieleden. Daar familieleden andere doelstellingen nastreven dan externe aandeelhouders blijkt familie eigenaarschap echter een invloed te hebben op de vrijwillige rapportering. Volgens Morck et al. (1988) kan de invloed van familie eigenaarschap bekeken worden aan de hand van twee perspectieven. Een hogere mate van familie eigenaarschap zal volgens het eerste perspectief ervoor zorgen dat de belangen van de eigenaars en aandeelhouders meer overeenkomen. De eigenaars vertonen immers minder opportunistisch gedrag, daar ze de gevolgen dragen van hun niet waarde maximaliserend gedrag. Het tweede perspectief daarentegen stelt dat bij een hoger percentage aan familie eigenaarschap, familieleden meer private voordelen zullen nastreven. Hierdoor ontstaat er informatie asymmetrie en zullen aandeelhouders meer controle houden op de in eigenbelang handelende familieleden. Door meer vrijwillig te rapporteren trachten bedrijven deze controle te doen afnemen. Volgens Chau en Gray (2010) zal bij een laag of gemiddeld percentage aan familie eigenaarschap het eerste perspectief domineren. Bij een hoge mate van familie eigenaarschap daarentegen zal het tweede perspectief domineren en aldus voor hogere vrijwillige rapportering zorgen.

Naast aandeelhouderschap kunnen familieleden ook managementposities innemen. Ook dit blijkt volgens de *agency* theorie een invloed te hebben op de vrijwillige rapportering. Zo rapporteren familiebedrijven met een familiale CEO beter dan niet-familiebedrijven, dit doordat er minder *agency* problemen aanwezig zijn (Ali, Chen & Radhakrishnan, 2007). Daarnaast kunnen ook andere managementposities ingenomen worden door familieleden, hierdoor is de informatie asymmetrie tussen hunzelf en managers lager. Daar familieleden beter in staat zijn om managers te monitoren, zullen niet-familiale aandeelhouders minder vraag hebben naar de openbaarmaking van informatie.

Deze argumenten impliceren dat familiebedrijven minder geneigd zijn om vrijwillig informatie te rapporteren (Bushman, Chen, Engel & Smith, 2004).

Uit voorgaand onderzoek kan dus wel degelijk geconcludeerd worden dat familieleden, zowel aandeelhouders als managers, een grote invloed hebben op de vrijwillige rapportering. Hierdoor worden de twee volgende hypothesen bekomen:

Hypothese 3: Hoe hoger de mate van familie-eigenaarschap, hoe hoger de rapporteringskwaliteit zal zijn omtrent de remuneratie.

Hypothese 4: Hoe meer familieleden een managementfunctie uitoefenen, hoe lager de rapporteringskwaliteit zal zijn omtrent de remuneratie.

Hoofdstuk 5: Onderzoeksopzet

Na het opstellen van de hypothesen zal er dieper worden ingegaan op de onderzoeksopzet. Zo worden alle soorten variabelen besproken. Vervolgens wordt een beschrijving gegeven van de steekproef en dataverzameling.

5.1 Variabelen

In deze sectie wordt er dieper ingegaan op de verschillende variabelen van het onderzoek. Naast een opsomming van de gekozen variabelen, zal er een omschrijving gegeven worden over hoe deze variabelen gemeten worden. De variabelen kunnen opgedeeld worden in drie soorten, namelijk de afhankelijke-, onafhankelijke- en controlevariabelen.

5.1.1 Afhankelijke variabelen

Binnen deze masterproef zullen er twee modellen opgesteld worden. In het eerste model zal de afhankelijke variabele **RAPP** de mate zijn dat het bedrijf de verplichte rapportering van de remuneratie opvolgt. In de literatuurstudie is er een onderscheid gemaakt tussen enerzijds de compensatie van niet-uitvoerende bestuurders en anderzijds deze van de uitvoerende bestuurders en het uitvoerend management, ook in het empirisch gedeelte is hier een onderscheid in gemaakt.

Belgische beursgenoteerde bedrijven zijn verplicht om bepaalde aspecten van de remuneratie openbaar te maken. De mate dat bedrijven zich hieraan houden zal gemeten worden aan de hand van een checklist, een uitwerking hiervan staat vermeld in tabel 1 en is opgesteld aan de hand van de verplichte aspecten die vermeld staan in de wet van 6 april 2010.

In deze checklist wordt als eerste een onderverdeling gemaakt in de beschrijving van procedures en in de verklaring omtrent het gevoerde remuneratiebeleid. Vervolgens wordt een onderscheid gemaakt tussen de remuneratie van niet-uitvoerende bestuurders, uitvoerende bestuurders en uitvoerend management. Per groep worden de verplichte remuneratieaspecten opgesomd. Aan elk verplicht aspect wordt een dummy variabele gekoppeld, de waarde 1 zal bekomen worden wanneer het aspect openbaar wordt gemaakt. Daarnaast wordt ook de waarde 1 toegekend wanneer door het bedrijf uitdrukkelijk vermeld wordt dat de remuneratie dat aspect niet bevat, er kan immers geen rapportering gegeven worden van iets dat niet bestaat. Daarentegen zal de waarde 0 bekomen worden wanneer er in het remuneratieverslag geen vermelding van te vinden is. Door al deze waardes op te tellen en deze te delen door het maximum dat het bedrijf had kunnen behalen, zal er inzicht verkregen worden in de mate dat het bedrijf zich aan de verplichte rapportering houdt.

Tabel 1: Checklist voor verplichte rapportering

<p><i>Beschrijving procedures</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Ontwikkelen remuneratiebeleid - Bepaling remuneratie bestuurders, management, CEO 	<p>Waarde</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p>
<p><i>Verklaring omtrent gevoerd remuneratiebeleid</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Principes basering remuneratie - Belang verschillende componenten remuneratie - Informatie remuneratiebeleid komende twee boekjaar - Ingrijpende wijziging remuneratiebeleid 	<p>Waarde</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p>
<p><i>Remuneratie niet-uitvoerende bestuurders</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Vast en andere voordelen 	<p>Waarde</p> <p>0/1</p>
<p><i>Remuneratie uitvoerende bestuurder</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - Bedrag van remuneratie 	<p>Waarde</p> <p>0/1</p>
<p><i>Remuneratie uitvoerend management</i></p> <p>CEO</p> <ul style="list-style-type: none"> - Basissalaris - Variabele remuneratie - Pensioen - Andere voordelen <p>Andere uitvoerende managers</p> <ul style="list-style-type: none"> - Basissalaris - Variabele remuneratie - Pensioen - Andere voordelen <p>Algemeen</p> <ul style="list-style-type: none"> - Aandelen/-opties - Berekeningsbasis vertrekvergoeding - Evaluatiecriteria variabele vergoeding - Evaluatieperiode variabele vergoeding - Beschrijving methode na gaan prestatiecriteria - Terugvorderingsrecht variabele vergoeding 	<p>Waarde</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p> <p>0/1</p>
<p>Totaal = 22</p> <p>Maximum = 22</p> <p>Mate van verplichte rapportering = 22/22</p>	

In het tweede model zal een andere variabele gebruikt worden, namelijk de mate van bijkomende rapportering omtrent de verplichte remuneratieaspecten. Deze variabele **ERAPP** meet in welke mate het bedrijf er voor kiest om bovenop de verplichte aspecten, extra informatie vrij te geven. Elk bedrijf zal de waarde 0, 0.5 of 1 toegeschreven krijgen. Bedrijven met de waarde 1 hechten veel belang aan het vrijgeven van een goed remuneratieverslag en geven een uitgebreide uitleg bij de verplichte aspecten. De bedrijven daarentegen die de waarde 0 krijgen, hechten hier weinig belang aan en zullen dan ook amper of geen bijkomende informatie vrijgeven. De bedrijven die in beperkte mate een aanvulling geven aan de verplichte rapportering, zullen de waarde 0.5 krijgen.

5.1.2 Onafhankelijke variabelen

Om de vooropgestelde hypothesen te kunnen testen, zijn er verschillende onafhankelijke variabelen. De eerste variabele maakt een onderscheid tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. De variabele **SOORT** is een dummyvariabele die de waarde 1 aanneemt wanneer meer dan 50% van de aandelen in handen is van de familie. De waarde 0 zal bekomen worden wanneer familieleden minder dan 50% van de aandelen bezitten.

De tweede onafhankelijke variabele is **FAM_RB** en geeft de mate van familieleden in de raad van bestuur weer. Deze variabele zal gemeten worden door het aantal familieleden in de raad van bestuur te delen door het totaal aantal personen in de raad van bestuur.

Vervolgens wordt de variabele **FAM_ED** gebruikt, deze variabele geeft de mate van familie eigenaarschap weer en zal gemeten worden door het geheel aan aandelen dat familieleden bezitten te delen door het totaal aan aandelen.

Tenslotte trachten we de familiale invloed te meten die binnen het management heerst. De variabele **FAM_M** geeft de mate van familieleden weer die een managementpositie vervullen in het bedrijf. Dit wordt gemeten door het aantal familiale managers te delen door het totaal aantal managementposities.

5.1.3 Controlevariabelen

Naast de afhankelijke en onafhankelijke variabelen worden vijf controlevariabelen gebruikt die een invloed kunnen hebben op de rapportering omtrent de remuneratie.

Een eerste belangrijke controlevariabele omvat de grootte van het bedrijf en wordt aangeduid als **GROOTTE**. Zo zullen grote bedrijven sneller en meer informatie vrijgeven over het remuneratiebeleid, daar de complexiteit van de compensatiepakketten veel hoger ligt dan bij kleinere bedrijven. Deze variabele zal gemeten worden door de *natural log* functie te nemen van het totaal aan activa van het jaar 2015 (Ben-Amar & Zeghal, 2011).

Niet alleen de grootte van het bedrijf blijkt van belang te zijn, ook de ouderdom van het bedrijf. De variabele **LEEFTIJD** zal gemeten worden door het oprichtingsjaar af te trekken van het referentiejaar 2015. Vervolgens zal hiervan een *natural log* functie van genomen worden (Stockmans, Lybaert &

Voordeckers, 2010).

Een volgende controlevariabele is de **SCHULDGRAAD** van het bedrijf, deze blijkt een invloed te hebben op de vrijwillige rapportering van de remuneratie. Zo bestaat er volgens Ahmed en Courtis (1999) een positieve relatie tussen schuldgraad en vrijwillige rapportering omtrent het remuneratiebeleid. De controlevariabele schuldgraad zal gemeten worden door het totaal aan schulden van 2015 te delen door het totaal aan activa in 2015.

Daarnaast zal **VERLIES** een volgende controle variabele inhouden. Deze variabele is een dummy variabele die de waarde 1 zal aannemen wanneer het netto-inkomen kleiner is dan 0, omgekeerd zal hieraan de waarde 0 toegekend worden (Adigüzel, 2013).

Daarnaast blijken bedrijven met grotere groeiopportuniteiten meer welwillend te zijn om kwaliteitsvolle informatie vrij te geven over de compensatie die managers en uitvoerende bestuurders ontvangen. De variabele **GROEI** houdt dan ook de voorlaatste controlevariabele in en zal gemeten worden door de totale activa van 2014 af te trekken van de totale activa van 2015 en dit te delen door het totaal actief van 2014 (Nelson, Gallery & Percy, 2010).

Als laatste wordt de variabele **ROA** ingevoegd om potentiële veranderingen te controleren (Adigüzel, 2013).

5.2 Bespreking steekproef, dataverzameling en dataverwerking

5.2.1 Steekproef

Zoals eerder aangehaald bestaat de populatie van dit onderzoek uit Belgische beursgenoteerde ondernemingen. Deze bedrijven zijn terug te vinden aan de hand van de Bel-first database van bureau van Dijk. Door zoekcriteria zoals actieve ondernemingen, beursgenoteerde ondernemingen en gewest (Brussels hoofdstedelijk-, Vlaams- en Waals gewest) in te geven binnen de Bel-first database, wordt er een steekproef van 156 bedrijven bekomen. Niet alle Belgische beursgenoteerde bedrijven komen echter voor deze studie in aanmerking. Deze steekproef wordt verkleind door financiële ondernemingen te verwijderen, met behulp van Euronext. Vervolgens wordt immo uit de steekproef gelaten, alsook de bedrijven met enkel een Franstalig jaarverslag. Daarnaast worden bedrijven uit de vastgoedmarkt verwijderd en wordt tenslotte Marché Libre en Alternext uit de steekproef gehaald om zo tot een uiteindelijke steekproef te komen van 69 Belgische beursgenoteerde bedrijven. Hierna worden er nog vier bedrijven verwijderd waar geen jaarverslagen van terug te vinden zijn.

Binnen deze steekproef wordt er vervolgens een onderscheid gemaakt in familiebedrijven en niet-familiebedrijven, dit wordt gedaan aan de hand van de definitie van familiebedrijven. Er bestaat echter geen éénduidige definitie, zo gebruiken Berrone, Cruz, Gomez-Meija en Larraza-Kintana (2010) het percentage aan eigenaarschap om een onderscheid te maken tussen beide ondernemingen. Gomez-Meija, Haynes, Núñez-Nickel, Jacobson en Moyano-Fuentes (2007)

gebruiken naast het eigenaarschap ook de mate van controle als onderscheidingsmiddel. Andere auteurs zoals Astrachan, Klein en Smyrnios (2002) gebruiken naast deze twee vorige karakteristieken ook nog een derde, namelijk de aanwezigheid van verschillende generaties binnen het bedrijf.

Binnen deze masterproef is er gebruik gemaakt van het percentage aan eigenaarschap. Zo zal er binnen de beursgenoteerde bedrijven sprake zijn van een familiebedrijf wanneer 50% van de aandelen in het bezit zijn van de familieleden. Hoewel vijf bedrijven niet aan deze criteria voldoen, worden deze toch onder de categorie van familiebedrijven geplaatst. Dit doordat familieleden functies in de raad van bestuur en/of management vervullen, alsook omdat ze zichzelf als familiebedrijf profileren. Door deze onderverdeling wordt er een steekproef bekomen van 24 familiebedrijven en 41 niet-familiebedrijven.

5.2.2 Dataverzameling

Om de hypothesen te testen, is er een dataset verzameld voor de vooropgestelde variabelen. Data zoals totale activa, totale schulden, oprichtingsdatum, verlies en nettoresultaat werden gevonden aan de hand van de Bel-first database. De totale schulden werden bekomen door de schulden op meer dan één jaar, de financiële schulden, de schulden op ten hoogste één jaar, de handelskredieten en leveranciersschuld op te tellen. Daar de meerderheid van de bedrijven nog geen gegevens vrijgaven van het jaar 2016, is al de data verzameld voor het jaar 2015. Om de groei opportuniteiten van de bedrijven te kunnen meten, werd alsook de totale activa van het jaar 2014 verzameld.

Overige gegevens werden bekomen aan de hand van het jaarverslag van 2015. Zoals eerder beschreven zijn bedrijven verplicht om bepaalde aspecten omtrent de remuneratie openbaar te maken. Wat ze daarvan effectief openbaar maken is verkregen aan de hand van het remuneratieverslag dat in het jaarverslag terug te vinden is. Ook het percentage aan eigenaarschap werd gevonden in het jaarverslag van het bedrijf. Aan de hand van dit percentage kon alsook bepaald worden of er sprake was van een familiebedrijf of een niet-familiebedrijf.

5.2.3 Dataverwerking

Alvorens overgegaan kan worden op het toetsen van de hypothesen, moet er eerst gecontroleerd worden op *outliers*. Daar extreme waarden ervoor kunnen zorgen dat de regressieresultaten een vertekend beeld geven, is het van belang dat deze uit de dataset verwijderd worden. Vermits dummy variabelen enkel de waarde 0 of 1 aannemen, vertonen deze geen *outliers*. Hierdoor wordt er slechts naar *outliers* gezocht bij de variabelen RAPP, ERAPP, GROEI, GROOTTE, LEEFTIJD, FAM_ED, ROA en SCHULDGRAAD. Eventuele *outliers* kunnen aan de hand van een *boxplot* in SPSS gedetecteerd worden. Een *boxplot* bestaat uit een rechthoek met een boven- en ondergrens. Bedrijven die meer dan twee keer de interkwartielafstand van de onder en bovengrens liggen, worden buiten beschouwing gelaten om zo te voorkomen dat de regressie scheef getrokken wordt (De Vocht, 2015). Zo worden er in totaal veertien *outliers* aangeduid: Celyad, Asit biotech, Thrombogenics, Viohalco, Nyrstar, Solvay, MDXhealth, Ontex group, Bone therapeutical, Mithra pharmaceuticals, Option, Fagron, Eva broadcast equipment en Abo Group environment. Het verwijderen van deze *outliers*

zorgt voor een wijziging in de steekproef, zo bestaan er nu nog maar slechts 21 familiebedrijven en 30 niet-familiebedrijven.

Hoofdstuk 6: Toetsen van hypothesen

In dit hoofdstuk zal ten eerste worden nagegaan of aan alle regressieassumpties is voldaan. Vervolgens wordt een voorstelling gegeven van de verschillende regressiemodellen, waarna de verschillende variabelen worden besproken. De vooropgestelde regressiemodellen worden vervolgens gebruikt om de hypothesen te toetsen. Tenslotte worden de resultaten van de verschillende hypothesen geanalyseerd en wordt alsook een robuustheidstest uitgevoerd.

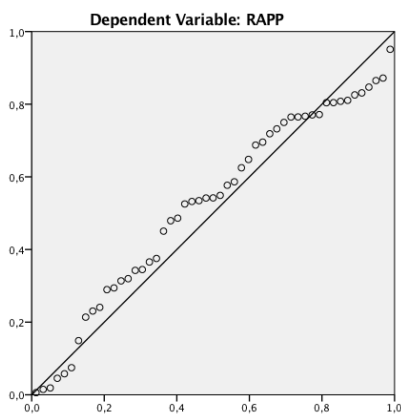
6.1 Regressieassumpties

Alvorens de hypothesen empirisch getest kunnen worden, moet er nagegaan worden of een lineaire regressievergelijking uitgevoerd mag worden. Zo moet er aan drie voorwaarden worden voldaan: de residuen moeten normaal verdeeld en homoscedastisch zijn en er mag geen multicollineariteit bestaan tussen de variabelen.

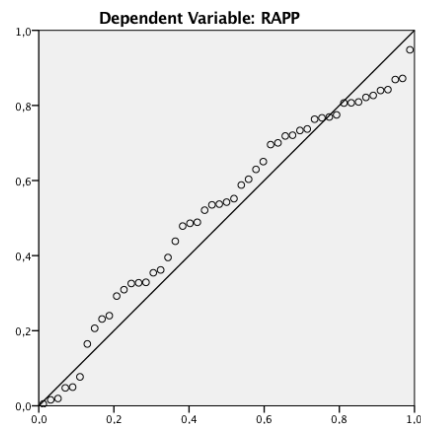
6.1.1 Residuen normaal verdeeld

Om na te gaan of de residuen normaal verdeeld zijn, zal er in SPSS gebruik worden gemaakt van een histogram of een *normal probability plot* (De Vocht, 2015). Uit figuur 11 tot en met figuur 14 kan afgeleid worden dat de afhankelijke variabelen in redelijke mate voldoen aan de vereiste benadering.

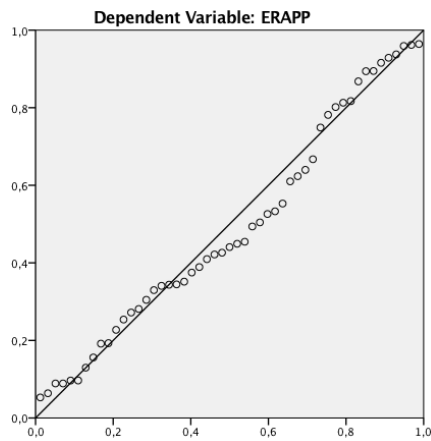
Figuur 11: Normal P-P Plot SOORT_F



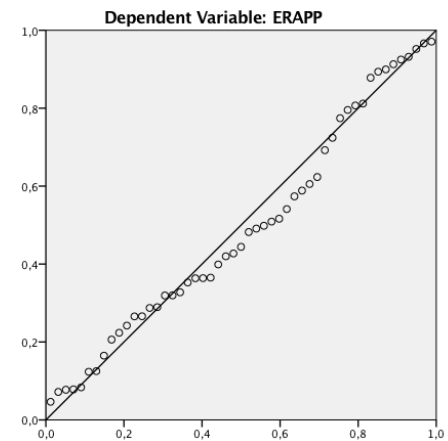
Figuur 12: Normal P-P Plot FAM_ED



Figuur 13: Normal P-P Plot SOORT_F



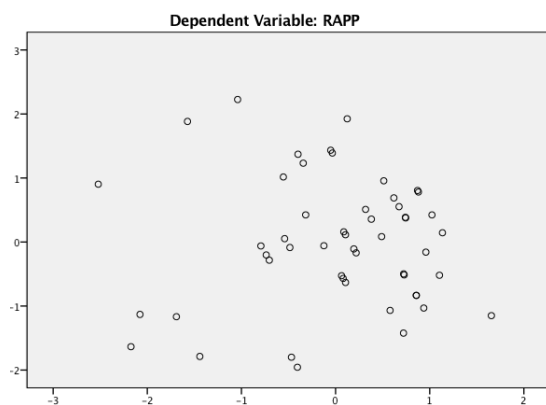
Figuur 14: Normal P-P Plot FAM_ED



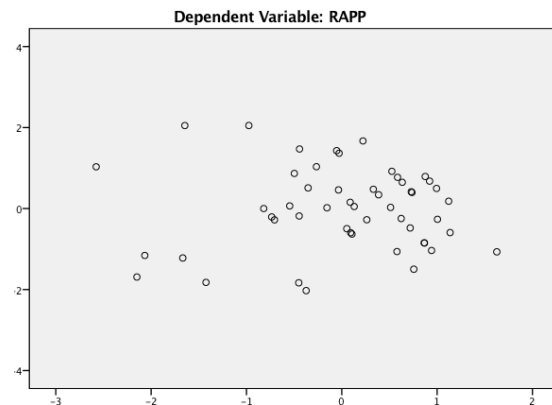
6.1.2 Homoscedasticiteit

Daar bij het optreden van heteroscedasticiteit geen lineaire regressieanalyse uitgevoerd mag worden, zal aan de hand van een *scatterplot* nagegaan worden of er sprake is van homo- of heteroscedasticiteit. We spreken van homoscedastisch wanneer de punten evenwichtig rond de horizontale nullijn liggen. Liggen de punten links en rechts echter steeds verder van de nullijn af, spreken we van heteroscedastisch (De vocht, 2015). Aan de hand van figuur 15 tot en met figuur 18 kan geconcludeerd worden dat er sprake is van homoscedasticiteit.

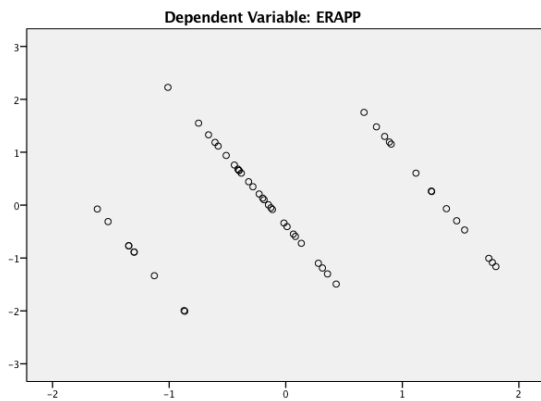
Figuur 15: SOORT_F



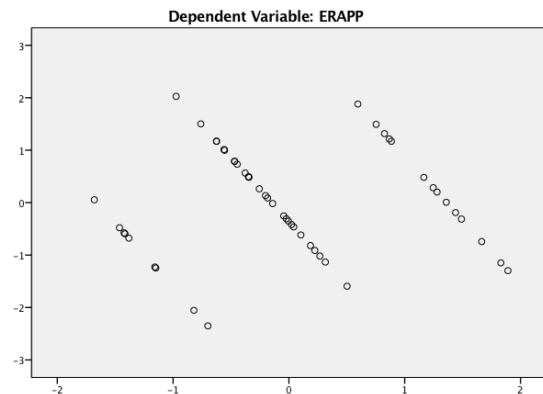
Figuur 16: FAM_ED



Figuur 17: SOORT_F



Figuur 18: FAM_ED



6.1.3 Multicollineariteit

Alvorens een meervoudige regressieanalyse uitgevoerd kan worden, moet er getest worden of er sprake is van multicollineariteit. Er kunnen twee vormen optreden, namelijk perfecte- en imperfecte multicollineariteit.

Perfekte multicollineariteit treedt op wanneer één van de variabelen een perfecte lineaire combinatie van een andere variabele vormt. Daar dit voor een onjuiste schatting van de regressie coëfficiënten kan zorgen, zullen deze variabelen niet in hetzelfde regressiemodel opgenomen worden. Daarnaast kan er ook imperfecte multicollineariteit tussen variabelen optreden. Dit betekent dat één van de variabelen sterk gecorreleerd is met een andere variabele. Ook deze tweede vorm van multicollineariteit kan voor een onnauwkeurige schatting van de regressiecoëfficiënten zorgen waardoor ook hier de variabelen niet in eenzelfde model opgenomen zullen worden (Stock & Watson, 2012).

De multicollineariteit zal aan de hand van een correlatietabel onderzocht worden. Binnen de tabel wordt gebruik gemaakt van de Pearson's correlatiecoëfficiënt (R) waarbij de correlatiecoëfficiënt een waarde kan aannemen tussen -1 en 1. Wanneer een waarde van 0.9 of hoger bekomen wordt, is er sprake van imperfecte multicollineariteit. Daarnaast kunnen de correlatiecoëfficiënten ook de waarde 1 en -1 aannemen en is er sprake van perfecte multicollineariteit (De vocht, 2015).

In tabel 2 wordt een overzicht gegeven van de correlatiecoëfficiënten van de meervoudige regressiemodellen. Daar er een correlatie van 0,955 bestaat tussen de variabelen FAM_ED en SOORT, bestaat er wel degelijk multicollineariteit tussen deze variabelen. Bij het opstellen van de regressiemodellen zal één van beide variabelen altijd uit het model gehouden moeten worden.

Na het toetsen van multicollineariteit worden de verschillende correlaties nagegaan, dit wordt gedaan aan de hand van de correlatiematrix in tabel 2. Deze correlatiematrix is symmetrisch, vermits de correlatie tussen een variabele X_i en een variabele X_j dezelfde is als deze tussen X_j en X_i . Daarnaast zijn alle diagonaalelementen gelijk aan 1, vermits een variabele altijd perfect met zichzelf correleert. Voor het opstellen van deze matrix werden 51 observaties (bedrijven) gebruikt. De analyse werd

uitgevoerd op twee significantieniveaus, namelijk voor 5% en 1%. Het significantieniveau bepaalt de betrouwbaarheid omtrent het verwerpen van de nulhypothese. Voor een significantieniveau van 5 % zal in 95 % van de gevallen de nulhypothese terecht worden verworpen. Voor de overige situaties betekent dit dus dat de nulhypothese verworpen zal worden terwijl dit eigenlijk niet zou mogen (De Vocht, 2015).

Uit de correlatiematrix volgt dat er twee significante relaties bestaan voor een significantieniveau van 1%. Er kan een negatief verband worden afgeleid uit de correlatiematrix, namelijk tussen de variabele LEEFTIJD en de variabele GROEI. De correlatiecoëfficiënt van $-0,364$ geeft aan dat hoe ouder het bedrijf is, hoe minder groeiopportunities het bedrijf heeft. Vervolgens kan ook een positief verband worden afgeleid uit de correlatiematrix, namelijk tussen de variabele SCHULDGRAAD en de variabele ERAPP ($R = 0,367$). Dit duidt erop dat hoe hoger de schuldgraad van het bedrijf, hoe hoger de mate van extra rapportering is.

Tussen de twee dummyvariabelen SOORT en VERLIES kan er een negatieve relatie worden gevonden voor een significantieniveau van 5 % ($R = -0,307$). Vermits de variabele SOORT de waarde nul aanneemt voor een niet-familiebedrijf en 1 voor een familiebedrijf, terwijl de variabele VERLIES 0 bedraagt indien er geen verlies is en 1 indien er wel verlies is, kan er worden besloten dat de kans op verlies kleiner is voor familiebedrijven dan voor niet-familiebedrijven.

Uit de correlatiematrix valt ook nog het verband tussen dummy- en continue variabelen af te leiden. Zo bestaat er voor een significantieniveau van 5% een negatief verband tussen de variabele VERLIES en de variabele FAM_ED ($R = -0,351$). Hoe groter de waarde voor de variabele FAM_ED, m.a.w. hoe meer aandelen van het bedrijf in handen zijn van de familie, hoe kleiner de kans is dat het bedrijf een verlies heeft. Daarnaast bestaat op het significantieniveau van 1% een sterk negatief verband tussen de variabele VERLIES en de variabele ROA ($R=-0,755$). Dit duidt erop dat hoe meer winstgevend het bedrijf is, hoe kleiner de kans op verlies is.

Tabel 2: Correlatietabel

	SOORT	FAM_ED	GROOTTE	GROEI	LEEFTIJD	VERLIES	ROA	SCHULDGRAAD	RAPP	ERAPP
SOORT	1	0,955**	0,154	0,074	0,157	-0,307*	0,206	0,102	0,092	-0,039
FAM_ED	0,955**	1	0,171	0,109	0,145	-0,351*	0,237	0,020	0,076	-0,124
GROOTTE	0,154	0,171	1	0,238	-0,060	0,196	-0,267	-0,004	0,072	0,084
GROEI	0,074	0,109	0,238	1	- 0,364**	0,061	-0,049	-0,041	0,131	0,019
LEEFTIJD	0,157	0,145	-0,060	- 0,364**	1	-0,226	0,019	0,035	0,006	-0,133
VERLIES	-0,307*	-0,351*	0,196	0,061	-0,226	1	- 0,755**	0,047	0,204	0,134
ROA	0,206	0,237	-0,267	-0,049	0,019	- 0,755**	1	-0,064	-0,275	-0,047
SCHULDGRAAD	0,102	0,020	-0,004	-0,041	0,035	0,047	-0,064	1	0,165	0,367 **
RAPP	0,092	0,072	0,072	0,131	0,006	0,204	-0,275	0,165	1	0,257
ERAPP	-0,039	0,084	0,084	0,019	-0,133	0,134	-0,047	0,367**	0,257	1

***significantniveau 0,05**

****significantniveau 0,01**

6.2 Modelspecificaties

In vorige sectie werden de verschillende assumpties van een lineaire regressievergelijking nagegaan. Daar aan alle vier de assumpties wordt voldaan, wordt een meervoudige regressievergelijking gebruikt om de verschillende hypothesen empirisch te toetsen. Zoals eerder vermeld in sectie 6.1.3 worden de variabelen SOORT en FAM_ED nooit in eenzelfde model gebruikt, daar er multicollineariteit bestaat tussen beide variabelen. Voor elke hypothese bestaan er twee modellen, zo omvat het eerste model de verplichte rapportering van de remuneratie en het tweede model de mate van vrijwillige extra rapportering omtrent de remuneratie.

Volgende regressievergelijkingen worden opgesteld aan de hand van de vooropgestelde variabelen:

Hypothese 1:

$$\text{RAPP} = \beta_0 + \beta_1 * \text{SOORT} + \beta_2 * \text{GROOTTE} + \beta_3 * \text{GROEI} + \beta_4 * \text{LEEFTIJD} + \beta_5 * \text{VERLIES} + \beta_6 * \text{ROA} + \beta_7 * \text{SCHULDGRAAD}$$

$$\text{ERAPP} = \beta_0 + \beta_1 * \text{SOORT} + \beta_2 * \text{GROOTTE} + \beta_3 * \text{GROEI} + \beta_4 * \text{LEEFTIJD} + \beta_5 * \text{VERLIES} + \beta_6 * \text{ROA} + \beta_7 * \text{SCHULDGRAAD}$$

Hypothese 2:

$$\text{RAPP} = \beta_0 + \beta_1 * \text{FAM_RB} + \beta_2 * \text{GROOTTE} + \beta_3 * \text{GROEI} + \beta_4 * \text{LEEFTIJD} + \beta_5 * \text{VERLIES} + \beta_6 * \text{ROA} + \beta_7 * \text{SCHULDGRAAD}$$

$$\text{ERAPP} = \beta_0 + \beta_1 * \text{FAM_RB} + \beta_2 * \text{GROOTTE} + \beta_3 * \text{GROEI} + \beta_4 * \text{LEEFTIJD} + \beta_5 * \text{VERLIES} + \beta_6 * \text{ROA} + \beta_7 * \text{SCHULDGRAAD}$$

Hypothese 3:

$$\text{RAPP} = \beta_0 + \beta_1 * \text{FAM_ED} + \beta_2 * \text{GROOTTE} + \beta_3 * \text{GROEI} + \beta_4 * \text{LEEFTIJD} + \beta_5 * \text{VERLIES} + \beta_6 * \text{ROA} + \beta_7 * \text{SCHULDGRAAD}$$

$$\text{ERAPP} = \beta_0 + \beta_1 * \text{FAM_ED} + \beta_2 * \text{GROOTTE} + \beta_3 * \text{GROEI} + \beta_4 * \text{LEEFTIJD} + \beta_5 * \text{VERLIES} + \beta_6 * \text{ROA} + \beta_7 * \text{SCHULDGRAAD}$$

Hypothese 4:

$$\text{RAPP} = \beta_0 + \beta_1 * \text{FAM_M} + \beta_2 * \text{GROOTTE} + \beta_3 * \text{GROEI} + \beta_4 * \text{LEEFTIJD} + \beta_5 * \text{VERLIES} + \beta_6 * \text{ROA} + \beta_7 * \text{SCHULDGRAAD}$$

$$\text{ERAPP} = \beta_0 + \beta_1 * \text{FAM_M} + \beta_2 * \text{GROOTTE} + \beta_3 * \text{GROEI} + \beta_4 * \text{LEEFTIJD} + \beta_5 * \text{VERLIES} + \beta_6 * \text{ROA} + \beta_7 * \text{SCHULDGRAAD}$$

Hypothese 2 zal echter niet getest worden, daar het praktisch onmogelijk is om na te gaan hoeveel familieleden in de raad van bestuur zetelen. Hoewel de familienaam een indicator is om dit te onderzoeken, zit het probleem echter vooral bij de aangetrouwde familieleden die de familienaam

niet dragen. Daar dit zeer tijdrovend is, wordt deze hypothese niet getoetst.

Naast hypothese 2 worden er ook met hypothese 4 problemen ondervonden. Zo is het praktisch onmogelijk om na te gaan hoeveel familieleden een managementfunctie vertegenwoordigen binnen het bedrijf. Ook hier is de familienaam een indicator maar telt dan weer niet voor de aangetrouwde familieleden.

6.3 Beschrijving variabelen

In deze sectie wordt er een voorstelling gegeven van de verschillende variabelen. Als eerste worden de afhankelijke variabelen besproken, vervolgens de onafhankelijke variabelen en ten slotte de controlevariabelen.

6.3.1 Beschrijving afhankelijke variabelen

De eerste afhankelijke variabele van deze masterproef is de variabele RAPP. Deze variabele werd bekomen aan de hand van een checklist en omvat de mate dat bedrijven zich aan de verplichte rapportering houden omtrent de remuneratie. De mate dat familiebedrijven en niet-familiebedrijven zich houden aan de verplichte rapportering wordt in tabel 3 weergegeven. Uit deze tabellen concluderen we dat 0 van de 21 familiebedrijven alle 22 verplichte remuneratieaspecten rapporteren, dit komt neer op een percentage van 0%. Bij niet-familiebedrijven blijkt dit in 5 van de 30 gevallen te zijn, oftewel 16,7%. Er blijken dan weer wel meer familiebedrijven 21, 20 en 19 verplichte remuneratieaspecten te rapporteren dan niet-familiebedrijven.

Tabel 3: Frequentietabel RAPP

Familiebedrijven	Aantal	%	Niet-familiebedrijven	Aantal	%
9	0	0	9	0	0
10	0	0	10	1	3,3
11	0	0	11	1	3,3
12	1	4,8	12	2	6,7
13	0	0	13	0	0
14	0	0	14	0	0
15	0	0	15	2	6,7
16	1	4,8	16	3	10,0
17	1	4,8	17	1	3,3
18	3	14,3	18	4	13,3
19	4	19,0	19	4	13,3
20	7	33,3	20	3	10,0
21	4	19,0	21	4	13,3
22	0	0	22	5	16,7
Totaal	21	100	Totaal	30	100

Het tweede model omvat de afhankelijke variabele ERAPP. Deze variabele meet de mate dat bedrijven meer informatie rapporteren omtrent de remuneratie dan wettelijk verplicht is. De resultaten van de extra rapportering van familiebedrijven en niet-familiebedrijven zijn terug te vinden in tabel 4. Zoals eerder vermeld in sectie 5.1.1 krijgen de bedrijven die uitgebreid rapporteren de waarde 1 toegekend. Uit deze tabellen blijkt dat 26,7% van de niet-familiebedrijven uitgebreid rapporteren omtrent de remuneratie, bij familiebedrijven is dit slechts in 23.8% van de gevallen. Daarnaast blijken ook meer familiebedrijven minimaal te rapporteren omtrent de remuneratie. Zo behaalt 19,0% van de familiebedrijven een waarde 0, daar dit bij niet-familiebedrijven slechts 16.7% is.

Tabel 4: Frequentietabel ERAPP

Familiebedrijven	Aantal	%	Niet-familiebedrijven	Aantal	%
0	4	19,0	0	5	16,7
0,5	12	57,2	0,5	17	56,7
1	5	23,8	1	8	26,7
Totaal	21	100	Totaal	30	100

6.3.2 Beschrijving onafhankelijke variabelen

Daar er twee hypothesen zijn die getest moeten worden, wordt er voor elke hypothese een onafhankelijke variabele gebruikt. De onafhankelijke variabele van de eerste hypothese is de dummy variabele SOORT. Deze variabele neemt de waarde 1 aan wanneer het bedrijf een familiebedrijf is, zoals eerder gezegd in sectie 5.2.1 is dit het geval wanneer meer dan 50% van de aandelen in bezit zijn van de familieleden. De waarde 0 wordt bekomen wanneer het om een niet-familiebedrijf gaat.

Uit de frequentietabel in tabel 5 is af te leiden dat de steekproef uit een totaal van 51 bedrijven bestaat. Deze steekproef kan verder onderverdeeld worden tussen familiebedrijven en niet-familiebedrijven. Zo bestaan er 21 familiebedrijven oftewel een percentage van 41.2%. Bijgevolg zijn er 30 niet-familiebedrijven wat een percentage van 58.8% inhoudt.

Tabel 5: Frequentietabel SOORT

	Aantal	%
Familiebedrijf	21	41,2
Niet-familiebedrijf	30	58,8
Totaal	51	100

Daar met de dummy variabele SOORT al een onderscheid wordt gemaakt tussen meer of minder dan 50% eigendomspercentage, omvat de onafhankelijke variabele van hypothese 2 het specifieke percentage aan eigenaarschap dat de familieleden bezitten in het familiebedrijf.

Uit tabel 6 leiden we af dat familieleden gemiddeld 57,6% van de aandelen bezitten. Hoewel familieleden minimaal 50% van de aandelen moeten bezitten om een familiebedrijf te zijn, blijkt uit tabel 5 het minimum 36.22% te bedragen. Zoals eerder vermeld in sectie 5.2.1 zijn enkele bedrijven toch als familiebedrijf geprofileerd ondanks het feit dat de familieleden geen minimum percentage van 50% bezaten. Het maximum bezit van aandelen bedraagt 88.98%.

Tabel 6: Beschrijvende tabel FAM_ED

	N	Minimum	Maximum	Gemiddelde
FAM_ED	21	36,22%	88,98%	57,60%

6.3.3 Beschrijving controlevariabelen

Binnen beide modellen worden de vijf controlevariabelen GROOTTE, GROEI, LEEFTIJD, ROA en SCHULDGRAAD gebruikt. Familiebedrijven blijken gemiddeld groter ($R=18,37$) en ouder ($R=3,88$) te zijn dan niet-familiebedrijven, namelijk ($R=17,79$) en ($R=3,62$). Daarnaast blijkt de gemiddelde groeiopportunity groter te zijn bij familiebedrijven ($R=0,06$) dan bij niet-familiebedrijven ($R=0,05$). Tenslotte blijken familiebedrijven over een gemiddeld hogere ROA ($R=0,05$) en schuldgraad ($R=0,80$) te beschikken dan niet-familiebedrijven.

Tabel 7: beschrijvende tabel GROOTTE, GROEI, LEEFTIJD, ROA en SCHULDGRAAD

Familiebedrijven	N	Min.	Max.	Gem	Niet-familiebedrijven	N	Min.	Max.	Gem
GROOTTE	21	14.58	21.23	18.37	GROOTTE	30	14.40	21.11	17.79
GROEI	21	-.22	.28	0.06	GROEI	30	-.31	.47	0.05
LEEFTIJD	21	3.14	4.91	3.88	LEEFTIJD	30	2.30	4.78	3.62
ROA	21	-.02	.17	0.05	ROA	30	-.11	.16	0.02
SCHULDGRAAD	21	.13	1.51	0.80	SCHULDGRAAD	30	.03	1.57	0.71

Daarnaast wordt in beide modellen ook nog een dummy variabele gebruikt als controlevariabele, namelijk VERLIES. Uit tabel 8 leiden we af dat 19 van de 21 familiebedrijven, oftewel 90.5%, geen verlies behaalde in het jaar 2015. Bij niet-familiebedrijven was dit in 19 van de 30 gevallen, dit komt neer op een percentage van slechts 63.3%.

Tabel 8: Frequentietabel VERLIES

Familiebedrijven	Aantal	%	Niet-familiebedrijven	Aantal	%
Geen verlies	19	90,5	Geen verlies	19	63,3
Verlies	2	9,5	Verlies	11	36,7
Totaal	21	100	Totaal	30	100

6.4 Resultaten van de hypothesen

In deze sectie worden de resultaten van de verschillende hypothesen apart besproken.

6.4.1 Bespreking hypothese 1

In de eerste hypothese wordt nagegaan of familiebedrijven een hogere rapporteringskwaliteit hebben dan niet-familiebedrijven. Dit wordt getest aan de hand van volgende regressievergelijking:

$$RAPP = \beta_0 + \beta_1 * SOORT + \beta_2 * GROOTTE + \beta_3 * GROEI + \beta_4 * LEEFTIJD + \beta_5 * VERLIES + \beta_6 * ROA + \beta_7 * SCHULDGRAAD$$

Aan de hand van model 1 wordt specifiek onderzocht of familiebedrijven met een hogere kwaliteit rapporteren omtrent de verplichte remuneratieaspecten. Er werd verwacht dat er een positieve relatie zou bestaan tussen familiebedrijven en de rapporteringskwaliteit van de verplichte remuneratieaspecten. Uit tabel 9 kan er echter geconcludeerd worden dat, hoewel een positief resultaat wordt behaald, er geen significante relatie bestaat tussen familiebedrijven en de rapporteringskwaliteit. Daar de p-waarde van de variabele SOORT boven de 0.01, 0,05 en 0,10 liggen, kunnen er hierdoor geen conclusies genomen worden.

Tabel 9: Resultaten RAPP

	B	Sig.
Constant	0,835	0,000
SOORT	0,063	0,145
GROOTTE	-0,005	0,622
GROEI	0,056	0,734
LEEFTIJD	0,004	0,890
VERLIES	0,060	0,317
ROA	-0,306	0,453

SCHULDGRAAD	0,063	0,180
--------------------	-------	-------

Binnen hypothese 1 wordt een tweede model getoetst. Dit wordt getest aan de hand van volgende regressievergelijking:

$$ERAPP = \beta_0 + \beta_1 * SOORT + \beta_2 * GROOTTE + \beta_3 * GROEI + \beta_4 * LEEFTIJD + \beta_5 * VERLIES + \beta_6 * ROA + \beta_7 * SCHULDGRAAD$$

Daar het eerste model de verplichte rapportering nagaat, onderzoekt het tweede model of familiebedrijven vrijwillig uitgebreider rapporteren omtrent de verplichte remuneratieaspecten dan niet-familiebedrijven. Er werd verwacht dat familiebedrijven met een hogere kwaliteit zouden rapporteren dan niet-familiebedrijven. Uit tabel 10 kan echter geconcludeerd worden dat er geen significant maar wel negatief verband bestaat tussen familiebedrijven en de mate van vrijwillige rapportering. Hierdoor kan geen bevestiging gegeven worden omtrent de verwachting. Daar er geen significant verband wordt gevonden tussen de variabele SOORT en de variabele ERAPP, blijkt er voor het significantieniveau 5% wel een positief significant verband te bestaan tussen de variabele SCHULDGRAAD en ERAPP. Bedrijven met een hogere schuldgraad zullen hierdoor sneller bereid zijn om vrijwillig uitgebreider te rapporteren omtrent de verplichte remuneratieaspecten.

Tabel 10: Resultaten ERAPP

	B	Sig.
Constant	0,294	0,595
SOORT	-0,056	0,597
GROOTTE	0,010	0,683
GROEI	-0,031	0,939
LEEFTIJD	-0,041	0,578
VERLIES	0,074	0,617
ROA	0,412	0,684
SCHULDGRAAD	0,288	0,015

6.4.2 Bespreking hypothese 3

De derde hypothese handelt over de invloed van familie-eigenaarschap op de rapporteringskwaliteit van remuneratie. Dit wordt getest aan de hand van volgende regressievergelijking:

$$RAPP = \beta_0 + \beta_1 * FAM_ED + \beta_2 * GROOTTE + \beta_3 * GROEI + \beta_4 * LEEFTIJD + \beta_5 * VERLIES + \beta_6 * ROA + \beta_7 *$$

SCHULDGRAAD.

In het eerste model wordt de rapporteringskwaliteit van de remuneratie gemeten aan de hand van de verplichte rapportering. Binnen dit model werd verwacht dat een hogere mate aan familie-eigenaarschap voor een hogere rapporteringskwaliteit zou zorgen. Uit tabel 11 kan echter geconcludeerd worden dat er een niet-significante negatieve relatie bestaat tussen de mate van familie-eigenaarschap en de mate van verplichte rapportering omtrent de remuneratie, dit strookt niet met de verwachtingen.

Tabel 11: Resultaten RAPP

	B	Sig.
Constant	1,475	0,001
FAM_ED	-0,003	0,460
GROOTTE	-0,023	0,102
GROEI	0,215	0,498
LEEFTIJD	-0,005	0,910
VERLIES	0,086	0,386
ROA	0,514	0,330
SCHULDGRAAD	-0,092	0,217

Ook binnen hypothese 3 wordt een tweede model getoetst. Dit wordt getest aan de hand van volgende regressievergelijking:

$$ERAPP = \beta_0 + \beta_1 * FAM_ED + \beta_2 * GROOTTE + \beta_3 * GROEI + \beta_4 * LEEFTIJD + \beta_5 * VERLIES + \beta_6 * ROA + \beta_7 * SCHULDGRAAD$$

In het tweede model wordt de rapporteringskwaliteit van de remuneratie gemeten aan de hand van de vrijwillige rapportering. Er werd verwacht dat er een positieve relatie zou bestaan tussen de mate van familie-eigenaarschap en rapporteringskwaliteit. Daar in tabel 12 een significant negatief verband wordt waargenomen tussen de variabele FAM_ED en de variabele ERAPP, kan de verwachting van Chau en Gray (2010) niet bevestigd worden. Familiebedrijven blijken minder uitgebreid te rapporteren omtrent de verplichte rapporteringsaspecten naarmate de familieleden meer aandelen bezitten binnen het bedrijf. Daarnaast blijkt er nog een tweede significant resultaat te bestaan, namelijk tussen de variabele VERLIES en de variabele ERAPP. Daar er een negatief verband tussen beide variabelen bestaat zullen familiebedrijven die een verlies maken, minder uitgebreid

rapporteren omtrent de verplichte remuneratieaspecten.

Tabel 12: Resultaten ERAPP

	B	Sig.
Constant	0,172	0,864
FAM_ED	-0,021	0,047
GROOTTE	0,040	0,282
GROEI	0,305	0,728
LEEFTIJD	0,188	0,131
VERLIES	-0,475	0,098
ROA	0,539	0,709
SCHULDGRAAD	0,142	0,483

6.5 Robuustheid

Daar in sectie 6.4 slechts één keer een significant resultaat werd bekomen, wordt aan de hand van een robuustheidstest nagegaan of dezelfde resultaten worden bekomen wanneer de variabelen op een andere manier berekend worden. Zo wordt de variabele GROEI gemeten door de marktkapitalisatie van 2015 te delen door het eigen vermogen van 2015. De variabele GROOTTE wordt vervolgens gemeten door een *natural log* te nemen van de marktkapitalisatie van het jaar 2015 (Ali, Chen & Radhakrisnan, 2007). Naast de ROA kan ook de ROE gebruikt worden om de winstgevendheid van het bedrijf te meten, hierdoor zal het nettoresultaat van 2015 gemeten worden door het eigen vermogen van 2015. De variabele SCHULDGRAAD zal tenslotte gemeten worden door het totaal aan schulden te delen door het eigen vermogen van 2015 (Faleye, Hoitash & Hoitash, 2011). De variabelen SOORT, FAM_ED, LEEFTIJD, VERLIES, RAPP en ERAPP worden op dezelfde manier gemeten als besproken in sectie 5.1. Hoewel de variabelen op een andere manier gemeten worden, blijven dezelfde regressievergelijkingen behouden.

Tabel 13: Robuustheidtest

Hypothese 1			Hypothese 3		
	RAPP	ERAPP		RAPP	ERAPP
Constant	0,704	-0,137	Constant	0,782	-0,089
Sig.	0,000	0,731	Sig.	0,026	0,900
SOORT	0,067	0,008	FAM_ED	-0,001	-0,016
Sig.	0,120	0,931	Sig.	0,852	0,048
GROOTTE	0,003	0,043	GROOTTE	0,010	0,072
Sig.	0,708	0,018	Sig.	0,458	0,034
GROEI	$8,584^{E-5}$	0,000	GROEI	$-2,038^{E-5}$	0,000
Sig.	0,816	0,448	Sig.	0,813	0,202
LEEFTIJD	0,010	-0,001	LEEFTIJD	-0,003	0,148
Sig.	0,730	0,984	Sig.	0,958	0,201
VERLIES	0,089	0,060	VERLIES	0,050	-0,160
Sig.	0,119	0,642	Sig.	0,655	0,522
ROE	-0,021	-0,240	ROE	0,050	0,356
Sig.	0,871	0,408	Sig.	0,841	0,526
SCHULDGRAAD	0,002	0,021	SCHULDGRAAD	-0,013	-0,027
Sig.	0,665	0,100	Sig.	0,477	0,502

Uit bovenstaande tabel blijkt dat ook hier geen significante relaties bestaan tussen de variabele SOORT en de variabelen RAPP en ERAPP. Hierdoor kan uiteindelijk niet bevestigd worden dat familiebedrijven over een hogere rapporteringskwaliteit beschikken omtrent de remuneratie dan niet-familiebedrijven. Daarnaast kan ook niet bevestigd worden dat een hogere familie-eigenaarschap voor een hogere rapporteringskwaliteit zorgt omtrent de verplichte remuneratieaspecten. Daar er een negatief significant resultaat bestaat tussen de variabele FAM_ED en de variabele ERAPP kan aan de hand van de robuustheidtest alsook geconcludeerd worden dat familiebedrijven met een hoger eigendomspercentage, minder uitgebreid rapporteren over de verplichte remuneratieaspecten. Daar in tabel 12 een negatief significant resultaat werd behaald tussen de variabelen VERLIES en ERAPP, wordt dit verband niet bevestigd aan de hand van de robuustheidtest. Echter wordt er wel een positief significant verband gevonden tussen de variabele GROOTTE en de variabele ERAPP. Hieruit blijkt dat grote familiebedrijven uitgebreider rapporteren omtrent de verplichte remuneratieaspecten.

DEEL IV: Conclusie

Hoofdstuk 7: Algemeen besluit

Als eerste wordt in dit laatste deel van de masterproef getracht tot een algemene conclusie te komen. Vervolgens wordt een kritische blik geworpen op deze masterproef waarbij de beperkingen van het onderzoek zullen worden besproken. Om te eindigen worden er ook nog enkele aanbevelingen geformuleerd voor toekomstig onderzoek.

7.1 Algemene conclusie

Aan de hand van deze masterproef werd er getracht na te gaan of familiebedrijven anders rapporteren omtrent de remuneratie dan niet-familiebedrijven. Dit vormde dan ook de centrale onderzoeksvraag die vervolgens werd opgesplitst in de volgende vier deelvragen:

1. *"Wat omvat het begrip remuneratie en welke wetgevingen zijn hierop van toepassing?"*
2. *"Wat wordt onder familiebedrijven verstaan en wat maakt hen uniek?"*
3. *"Rapporteren familiebedrijven met een hogere kwaliteit dan niet-familiebedrijven?"*
4. *"Wat leert empirisch onderzoek ons over de rapporteringskwaliteit van de remuneratie binnen familiebedrijven?"*

Aan de hand van de literatuur werd verwacht dat familiebedrijven een positieve invloed hebben op de mate van rapportering en hierdoor met een hogere kwaliteit rapporteren omtrent de remuneratie dan niet-familiebedrijven. Daarnaast werd eveneens een positief verband verwacht tussen familie-eigenaarschap en de mate van rapporteringskwaliteit. Dit betekent dat hoe meer aandelen in bezit zijn van de familieleden, hoe hoger de rapporteringskwaliteit is omtrent de remuneratie. Per vooropgestelde hypothese werden twee modellen getoetst, het eerste model ging na in welke mate bedrijven zich houden aan de verplichte rapportering van de remuneratie. Het tweede model ging daarentegen na in welke mate bedrijven vrijwillig uitgebreid rapporteren omtrent de verplichte remuneratieaspecten.

De verwachtingen werden vervolgens getest aan de hand van SPSS. Hieruit konden echter weinig conclusies getrokken worden, daar er slechts bij één hypothese een significant resultaat werd bekomen. Aan de hand van een robuustheidstest werd nagegaan of dezelfde resultaten zouden worden bekomen wanneer de variabelen op een andere manier werden berekend. Ook hier werd slechts één significant resultaat behaald. Beide toetsen gaven een negatief significant resultaat weer tussen de variabele FAM_ED en de variabele ERAPP. Dit ligt echter niet in lijn met de verwachtingen. Daar uit het onderzoek van Chau en Gray (2010) blijkt dat familiebedrijven vrijwillig meer rapporteren naarmate het familie-eigenaarschap stijgt, werd dan ook verwacht dat een hogere mate aan eigenaarschap ertoe zou leiden dat er uitgebreider gerapporteerd zou worden omtrent de verplichte remuneratieaspecten. Een mogelijke verklaring voor het niet behalen van deze verwachtingen, kan gevonden worden in het onderzoek van Chiraz (2008). Zo wordt er een negatief verband gevonden tussen familie-eigenaarschap en rapporteringskwaliteit. Hoe hoger de familie-eigenaarschap binnen een familiebedrijf, hoe meer de familieleden een positie blijken in te nemen

waardoor ze mogelijkheid hebben om er private voordelen uit te halen en dit ten koste van de minderheidsaandeelhouders. Zo blijkt er de neiging te zijn om minderheidsaandeelhouders uit te buiten, alsook om de minderheidsaandeelhouders te weerhouden van transparante informatie. Dit zou kunnen verklaren waarom binnen deze masterproef familiebedrijven met een hoog eigenaarschap, minder bereid zijn om uitgebreid te rapporteren omtrent de remuneratie.

Daar er geen significant verband werd gevonden tussen de variabele SOORT en ERAPP kan er niet geconcludeerd worden dat er een positief verband bestaat tussen familiebedrijven en de mate van extra vrijwillige rapportering omtrent de remuneratie.

Tenslotte kon er ook geen enkel antwoord gegeven worden over de verplichte rapportering. Zo kon niet bevestigd worden dat familiebedrijven met hogere kwaliteit rapporteren omtrent de remuneratieaspecten dan niet-familiebedrijven. Alsook kon niet bevestigd worden dat familiebedrijven met een hoger eigendomspercentage zich beter houden aan de verplichte rapportering over remuneratie. Een mogelijke verklaring hiervoor kan gevonden worden in de Belgische regelgeving. Zoals eerder vermeld in de literatuurstudie zijn beursgenoteerde bedrijven onderworpen aan strengere wetgeving. Zo zijn deze verplicht om hun jaarrekening jaarlijks te laten controleren door een commissaris, dit om een waarheidsgetrouw beeld te creëren van de toestand waarin het bedrijf zich bevindt. Na de doorlichting van het bedrijf wordt een commissarisverslag opgesteld, dit verslag bevat een oordeel waarmee de commissaris aangeeft of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de werkelijkheid. Zo kunnen er vier oordelen gegeven worden, namelijk een oordeel zonder voorbehoud, een oordeel met voorbehoud, een afkeurend oordeel of een onthoudend oordeel. Het niet volgen van de verplichte regelgeving kan ervoor zorgen dat een verklaring met voorbehoud gegeven wordt. Met dit oordeel laat de commissaris weten dat er beperkingen waren in de correctheid van de informatie die in de jaarrekening gegeven wordt (Mercken, 2017).

Daar een oordeel met voorbehoud geen positief signaal geeft naar de verschillende stakeholders en dit ook geen positief effect heeft op de aandelenprijs, kan dit een mogelijke verklaring zijn waarom bedrijven zich goed aan de verplichte regelgeving blijken te houden en waardoor er geen significant resultaat wordt behaald.

7.2 Beperkingen en aanbevelingen toekomstig onderzoek

In deze sectie wordt een kritische blik geworpen op deze masterproef waarbij zowel beperkingen als aanbevelingen met betrekking tot het onderzoek worden aangehaald. Binnen deze masterproef zijn enkele beperkingen waargenomen. Zo werd er niet nagegaan of de uiteindelijke steekproef groot en gevarieerd genoeg was om een goede representatie te geven omtrent de populatie. Daar de verschillende variabelen wel een indicatie geven dat de steekproef een redelijke variatie omvat, is er niet nagegaan of de steekproef toelaat om de juiste conclusies te trekken. Een aanbeveling voor toekomstig onderzoek is dan ook om de representativiteit van de steekproef na te gaan, om zo eventueel meer significante resultaten te bekomen.

Een volgende beperking wordt gekenmerkt door de definitie van familiebedrijven. Binnen deze masterproef is ervoor gekozen om een familiebedrijf te onderscheiden op basis van de aandelen. Bedrijven waarvan de familieleden 50% of meer van de aandelen bezaten, werden gezien als familiebedrijf. Er is echter niet nagegaan of deze keuze voor de definiëring van een familiebedrijf een invloed heeft op de resultaten van het onderzoek. Zo zou een familiebedrijf waarvan de familieleden 25% of meer aandelen bezit, voor andere resultaten kunnen zorgen. Daarnaast zou het ook mogelijk kunnen zijn dat aan de hand van een andere of uitgebreidere definitie meer accurate resultaten behaald zouden worden. Een aanbeveling voor toekomstig onderzoek zou dan ook kunnen zijn om een andere definitie te gebruiken om familiebedrijven te onderscheiden van niet-familiebedrijven.

Daar de definitie van familiebedrijven voor een beperking zorgt, kan de definitie omtrent de remuneratie alsook tot een beperking leiden. Zo werd remuneratie gedefinieerd als de compensatie die executives ontvangen voor hun geleverde diensten. Er is echter geen eenduidige definitie die de term 'executives' weergeeft. Binnen deze masterproef refereert deze term naar de uitvoerende bestuurders en het uitvoerend management van het bedrijf. Er is echter niet nagegaan of de keuze van deze definitie een invloed heeft gehad op de behaalde resultaten. Zo zou een uitgebreidere of minder uitgebreide definitie voor andere resultaten kunnen leiden. Een aanbeveling voor verder onderzoek is dan ook om "executives" te definiëren aan de hand van enkel het uitvoerend management. Dit zou ertoe kunnen leiden dat significante relaties zouden ontstaan tussen de verschillende variabelen waardoor antwoord gegeven kan worden op de vooropgestelde hypothesen. Aan de hand van een checklist werd nagegaan in welke mate bedrijven zich houden aan de verplichte rapportering van de remuneratieaspecten. Binnen deze checklist werd er echter enkel nagegaan wat bedrijven wel en niet rapporteren waardoor enkel met de waarde 0 en 1 werd gewerkt. Er is echter niet nagegaan of een uitgebreidere evaluatie van de verplichte aspecten voor meer betrouwbare resultaten zou zorgen. Een aanbeveling voor de toekomst is dan ook om elk verplicht te rapporteren remuneratieaspect, een waarde 0, 0.5 of 1 te geven. Bedrijven die die het aspect niet rapporteren krijgen de waarde 0, daarentegen wordt de waarde 1 gegeven aan bedrijven die het aspect volledig rapporteren. Bedrijven die wel gedeeltelijk het aspect rapporteren maar niet volledig, krijgen de waarde 0.5. Hierdoor zouden nauwkeurige resultaten bekomen kunnen worden. Daarnaast werden voor deze checklist enkel gegevens verzameld van het jaar 2015. Daar de mate van rapportering per periode kan verschillen, is een bijkomende aanbeveling om de bereidheid tot rapportering na te gaan over een periode van bijvoorbeeld drie jaar.

Binnen deze masterproef werden de maatstaven 0, 0.5 of 1 gebruikt om de bereidheid tot vrijwillige rapportering omtrent de verplichte remuneratieaspecten, vast te stellen. Er werd echter niet nagegaan of het gebruik van deze drie maatstaven voldoende is om correcte conclusies te bekomen. Een aanbeveling voor toekomstig onderzoek is dan ook om de mate van vrijwillige rapporteren te beoordelen aan de hand van een cijfer tussen de 1 en 10. Dit zou ertoe kunnen leiden dat significante resultaten behaald worden.

Lijst van geraadpleegde werken

Boeken:

De Vocht, A. (2015). *Basishandboek SPSS 22: IBM SPSS statistics 22*. Utrecht: Bijleveld Press.

Engel, P. (2015). *Outside director compensation in German public family firms: an empirical analysis*. Vallendar: Springer Gabler.

Mercken, R. (2016). *Internationale Controlestandaarden*.

Stock, J.H. & Watson, M. (2012). *Introduction to econometrics*. Pearson Education Limited.

Internetbronnen:

(2012). De Belgische *corporate governance* code 2009. Opgevraagd op 3 Oktober 2016 via: <http://www.corporategovernancecommittee.be/sites/default/files/generated/files/page/corporategovernancecode2009.pdf>

Belga. (2016). Infrabel-baas Luc Lallemand overschrijdt loonlimiet. Opgevraagd op 3 Oktober 2016 via: <http://www.hln.be/hln/nl/942/Economie/article/detail/2706005/2016/05/17/Infrabel-baas-Luc-Lallemand-overschrijdt-loonlimiet.dhtml>

De Grauwe, P. (2012). Zo uniek is een ceo niet. Bonuscultuur heeft limiet bereikt. Opgevraagd op 5 Oktober 2016 via: <http://www.oxalisconsult.be/artikelextern/zo-uniek-is-een-ceo-niet-bonuscultuur-heeft-limiet-bereikt>

Definitie remuneratie. Opgevraagd op 2 Oktober 2016 via: <http://www.investopedia.com/terms/r/remuneration.asp>

Lievens, J. (2016). Conflicten in het familiebedrijf zijn anders. Opgevraagd op 6 Oktober 2016 via: <http://www.familiebedrijf.be/blog/conflicten-het-familiebedrijf-zijn-anders>.

Wetenschappelijke artikels

Achmad, T. (2007). Corporate governance of family firms and voluntary disclosure: the case of Indonesian manufacturing firms. University of Western Australia.

Adigüzel, H. (2013). Corporate governance, family ownership and earnings management: emerging market evidence. *Accounting and finance research*. 2(4), 17-33.

Ahmed, K. & Courtis, J.K. (1999). Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: A meta-analysis. *The British Accounting Review*, 31(1), 35-61.

Al-Akra, M. & Ali, M.J. (2012). The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East: the case of Jordan. *J. Account. Public Policy*, 31, 533-549.

Ali, A., Chen, T.Y. & Radhakrisnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of accounting & economics*, 44, 238-286.

Al Jabri, Q. & HLA, D.T. (2016). The impact of ownership structure on the extent of voluntary disclosure: a review of the empirical literature. *International Journal of Research in Commerce & Management*. 7(10), 57-63.

Astrachan, J. Klein, S. & Smyrniotis, K. (2002). The F-PEC scale of family influence: A proposal for solving the family business definition problem. *Family business review*, 15(1), 45-58.

Bassett, M., Koh, P.S. & Tutticci, I. (2007). The association between employee stock option disclosures and corporate governance: Evidence from an enhanced disclosure regime. *The British accounting review*, 39, 303-322.

Ben-Amar, W. & Zeghal, D. (2011). Board of directors independence and executive compensation disclosure transparency: Canadian evidence. *Journal of Applied Accounting Research*, 12(1), 43-60.

Berrone, P., Cruz, C., Gomez-Mejia, L. & Larrazza-Kintana, M. (2010). Socioemotional wealth and corporate responses to institutional pressures: Do family-controlled firms pollute less? *Administrative Science Quarterly*, 55, 82-113.

Berrone, P., Cruz, C., Luis, R. & Gomez-Mejia. (2012). Socioemotional Wealth in family firms: theoretical dimensions, Assessment approaches, and agenda for future research. *Family business review*, 25(3), 258-279.

Brick, I.E., Palmon, O. & Wald, J.K. (2006). CEO compensation, director compensation and firm performance: Evidence from Cronyism. *Journal of Corporate Finance*, 12, 403-423.

Bushman, R., Chen, Q., Engel, E. & Smith A. (2004). Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, 37, 167-201.

Chau, G. & Gray, .S.J. (2010). Family ownership, board independence and voluntary disclosure: evidence from Hong Kong. *Journal of international accounting, auditing and taxation*, 19, 93-109.

Chen, S., Chen, X. & Cheng, Q. (2008). Do family firms provide more or less voluntary disclosure? *Journal of accounting research*, 46(3), 499-535.

Chrisman, J.J., Chua, J.H. & Litz, R.A. (2004). Comparing the agency costs of family and non-family firms: conceptual issues and exploratory evidence. *View issue TOC*, 28(4), 335-354.

Davis, J.H., Schoorman, F.D. & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of management review*, 22(1), 20-47.

De wolf, M. (2010). Mededeling aan bedrijfsrevisoren. *Instituut van de bedrijfsrevisoren*.

Faleye, O., Hoitash, R. & Hoitash, U. (2011). The costs of intense board monitoring. *Journal of Financial monitoring*. 101, 160-181.

Gomez-Mejia, L., Cruz, C. & Imperatore, C. (2014). Financial reporting and the protection of socioemotional wealth in family-controlled firms. *European accounting review*, 23(3), 387-402.

Gómez-Mejía, L.R., Haynes, K.T., Núñez-Nickel, M.N., Jacobson, K.J.L. & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: evidence from Spanish Olive oil mills. *Administrative science Quarterly*, 52, 106-137.

Hassan, O., Romilly, P., Giorgioni, G. & Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: evidence from the emerging capital market of Egypt. *International Journal of Accounting*, 44(1), 79-102.

Jaafaar, S. & James, K. (2015). Conflict of interest in director remuneration by remuneration committee in family firm. *American International Journal of Contemporary Research*, 5(6), 108-113.

Jensen, M. & Murphy, K. (2004). Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. *Harvard Business School NOM Research Paper*, 04-28.

Kanapathipillai, S., Johl, S. & Wines, G. (2016). Remuneration committee existence and effectiveness: A study on their impact on voluntary narrative executive remuneration disclosure. *Pacific-Basin Finance Journal*, 40, 384-402.

Kaszniak, R. (1996). On the association between voluntary disclosure and earnings management. Stanford Graduate School of Business, 1-45.

Lambrecht, J. & Molly, V. (2011). Het economisch belang van familiebedrijven in België. *FBNet Belgium*, 1-39.

Lim, S., Matolcsy, Z. & Chow, D. (2007). The association between board composition and different types of voluntary disclosure. *European Accounting Review*, 16(3), 555-583.

Madison, K.J. (2014). Agency theory and stewardship theory integrated, expanded and bounded by context: an empirical investigation of structure, behavior and performance within family firms. University of Tennessee: Tennessee research and creative exchange.

Madison, K., Holt, D.T., Kellermanns, F.W. & Ranft, A.L. (2016). Viewing family firm behaviour and governance through the lens of agency and stewardship theories. *Family business review*, 29(1), 65-

93.

Morck, R. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.

Nelson, J., Gallery, G. & Percy, M. (2010). Role of corporate governance in mitigating the selective disclosure of executive stock option information. *Accounting and finance*, 50, 685-717.

Perry, J.T., Pett, T.L. & Ring, J.K. (2012). Comparison of the information-sharing benefit of the internet for family and non-family firms. *International journal of information technology and management*, 11(3), 1-29.

Prencipe, A., Markarian, G. & Pozza, L. (2008). Earnings Management in Family Firms: Evidence From R&D Cost Capitalization in Italy. *Family Business Review*, 21(1), 71-88.

Riaz, Z., Ray, S. & Ray, P. (2015). The synergistic effect of state regulation and self-regulation on disclosure level of director and executive remuneration in Australia. *Administration & society*, 47(6), 623-655.

Shi, Y., Magnan, M. & Kim, JB. (2012). Do countries matter for voluntary disclosure? Evidence from cross-listed firms in the US. *Journal of International Business Studies*, 43(2), 143-165.

Stockmans, A., Lybaert, N. & Voordeckers, W. (2010). Socioemotional wealth and earnings management in private family firms. *Family Business Review*. 23(3), 280-294.

Schulze, W.S., Lubatkin, M.H. & Dino, R.N. (2003). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Business Venturing*. 18, 473-490.

Wetteksten:

6 April 2010. Wet tot versterking van het deugdelijk bestuur bij de genoteerde vennootschappen en de autonome overheidsbedrijven en tot wijziging van de regeling inzake het beroepsverbod in de bank- en financiële sector.

Bijlagen

Bijlage 1: Standaardmail

Beste

Mijn naam is Rani Vanderhoydonks en ik ben een laatstejaars studente aan de Universiteit Hasselt. Om mijn masterproef correct af te sluiten, had ik graag wat meer inzicht verworven in mijn onderwerp. Nu vroeg ik mij af of u mij hierbij zou kunnen helpen. In het kader van mijn masterproef ben ik nagegaan of familiebedrijven anders rapporteren over de remuneratie. Zo werd onderzocht in welke mate bedrijven zich houden aan de verplichte rapportering omtrent de remuneratie aspecten.

Er werd echter geen enkel significant resultaat gevonden. Hierdoor kon wat remuneratie betreft, niet bevestigd worden of familiebedrijven een hogere rapporteringskwaliteit scoren dan niet-familiebedrijven. Daarnaast kon er ook niet bevestigd worden dat een hogere mate aan familie-eigenaarschap voor een hogere rapporteringskwaliteit omtrent de remuneratie zorgt.

Vermits u heel wat expertise heeft in het controleren van een jaarverslag, vroeg ik me af of dat het normaal is dat ik geen significant resultaat ervaar of dat u eerder verwacht had dat een ander resultaat werd bekomen? Daarnaast vroeg ik me ook af of het niet volgen van de verplichte rapportering implicaties inhoudt voor het bedrijf? Dit zou namelijk kunnen verklaren waarom bedrijven zich zo goed aan de verplichte rapportering houden, waardoor er dan ook geen significant resultaat werd behaald.

Ongeacht of u de nodige tijd vindt om in te gaan op mijn vraag, wens ik u bij voorbaat reeds te danken voor de genomen tijd en moeite.

Met vriendelijke groeten,
Rani Vanderhoydonks

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:
De informatieverstrekking rond remuneratie, al dan niet verschillend voor familiebedrijven?

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

Jaar: **2017**

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,

Vanderhoydonks, Rani

Datum: **1/06/2017**