



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

Relatie tussen carrièrev verwachtingen van de CEO en bedrijfsinvesteringen

Ruben Geurts

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VORDECKERS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

www.uhasselt.be
Universiteit Hasselt
Campus Hasselt:
Martelarenlaan 42 | 3500 Hasselt
Campus Diepenbeek:
Agoralaan Gebouw D | 3590 Diepenbeek

2017
2018



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

Relatie tussen carrièreverwachtingen van de CEO en bedrijfsinvesteringen

Ruben Geurts

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master in de toegepaste economische wetenschappen,
afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VOORDECKERS

Woord vooraf

Deze masterproef is geschreven in het kader van het masterjaar toegepaste economische wetenschappen met als afstudeerrichting finance aan de Universiteit Hasselt.

In dit deel zou ik graag mijn promotor Prof. Dr. Wim Voordeckers bedanken voor de kans die ik heb gekregen om onderzoek te voeren naar de relatie tussen de carrièreverwachtingen van de CEO en de bedrijfsinvesteringen. Deze thesis is tot stand gekomen door zijn advies en zijn goede begeleiding.

Samenvatting

Bedrijfsinvesteringen zijn heel belangrijk voor bedrijven omdat ze niet alleen de kans geven aan bedrijven om te groeien maar ze kunnen er ook voor zorgen dat een bedrijf meer winst maakt. Het is dan ook om die reden dat bedrijfsinvesteringen al vaak het onderwerp waren in verschillende onderzoeken. Deze thesis onderzoekt hoe de carrièreverwachtingen van een CEO een invloed kunnen hebben op de bedrijfsinvesteringen. Hierin staat het principaal-agent probleem centraal, managers en aandeelhouders hebben niet altijd dezelfde doelstellingen waardoor het gevaar bestaat dat CEO's beslissingen gaan nemen voor zelfverrijking in plaats van de beslissingen die het beste zijn voor het bedrijf zelf. In deze masterproef zal onderzocht worden welke carrièreverwachtingen nu zorgen voor zo'n principaal-agent probleem en welke gevolgen dit heeft voor de bedrijfsinvesteringen.

In het eerste deel van deze masterproef wordt de probleemstelling omschreven, hierin wordt de reden voor het schrijven van deze masterproef aangehaald. Hierna worden de centrale onderzoeksvraag en de deelvragen geformuleerd, de deelvragen zorgen ervoor dat er een goed onderbouwd antwoord kan gegeven worden op de centrale onderzoeksvraag.

De literatuurstudie begint met het omschrijven van enkele belangrijke basisbegrippen, eerst worden de rollen en taken van de CEO beschreven daarna ben ik in de literatuur op zoek gegaan naar de carrièreverwachtingen die kunnen zorgen voor een principaal-agent probleem. Verder in de literatuurstudie komen de twee in de literatuur meest gebruikte theorieën om het principaal-agent probleem te beschrijven aan bod, de agency theorie en de stewardship theorie. Beide theorieën vertrekken vanuit de contractrelatie tussen aandeelhouders en managers, de agency theorie maakt dan de assumptie dat managers opportunisten zijn en dus vooral beslissingen nemen die de beste resultaten heeft voor de manager zelf zonder echt rekening te houden met de gevolgen voor de onderneming, managers kunnen volgens deze theorie enkel extrinsiek gemotiveerd kunnen worden (Jensen & Meckling, 1976). Volgens de stewardship theorie stellen managers het belang van de organisatie voorop omdat ze geloven dat ze op die manier zelf meer profijt hebben. Deze theorie is gebaseerd op de assumptie dat managers intrinsiek kunnen gemotiveerd worden. (Davis, Schoorman, & Donaldson, 1997). De literatuurstudie eindigt met het beschrijven van verschillende mogelijke oplossingen voor het principaal-agent probleem.

In het vierde deel worden de verschillende hypotheses opgesteld. De literatuurstudie heeft ervoor gezorgd dat deze hypotheses opgesteld kunnen worden, door de juistheid van de hypotheses na te gaan kunnen we een antwoord geven op de deelvragen en op de centrale onderzoeksvraag zelf. Verder wordt de methodologie beschreven, voor deze thesis worden enkel de Belgische beursgenoteerde bedrijven gebruikt. De data die we nodig hebben voor het empirisch onderzoek worden verzameld uit de Bel-First database, daarnaast zullen deze gegevens verder aangevuld worden uit de jaarverslagen van de bedrijven. Voor het empirisch onderzoek uit te voeren is gebruik gemaakt van het statistisch programma *Stata*. Als laatste worden in dit deel al de verschillende variabelen omschreven die gebruikt zullen worden.

Het empirisch onderzoek begint met een stuk beschrijvende statistiek waarin een overzicht wordt gegeven van beschrijvende statistieken over de verschillende variabelen die gebruikt zijn in dit onderzoek. Ook is er in dit deel een correlatietabel opgesteld om een eerste indruk te geven over de samenhang tussen de variabelen. Als laatste worden de resultaten van de uitgevoerde regressies weergegeven.

In de discussie en conclusie wordt er een antwoord gegeven op de verschillende hypotheses. Als eerste kunnen we concluderen dat er een positieve relatie is tussen de leeftijd van een CEO en de bedrijfsinvesteringen, oudere CEO's zorgen dus voor effectievere bedrijfsinvesteringen. Jongere CEO's willen hun talent en vaardigheden laten zien en zullen daarvoor kiezen voor risicovollere investeringen, jongere CEO's met minder werkervaring verkiezen kortetermijnwinsten, ze houden minder rekening met de efficiëntie van de investeringen omdat dit vaak een lange termijn doelstelling is. In dit onderzoek wordt geen bewijs gevonden voor het bestaan van een relatie tussen de ervaring van een CEO en de bedrijfsinvesteringen. Als laatste kan geconcludeerd worden dat de resultaten aangeven dat naast de leeftijd ook de variabele beloning een positief effect heeft op de bedrijfsinvesteringen, een hogere variabele beloning leidt tot betere bedrijfsinvesteringen.

Deze masterproef wordt afgesloten met enkele beperkingen van dit onderzoek, ook worden er enkele aanbevelingen gedaan om verder onderzoek over dit onderwerp te stimuleren.

Inhoudsopgave

1. Probleemstelling	1
2. Onderzoeksplan	5
2.1 Onderzoeksvragen	5
2.2 Onderzoeksopzet	6
3. Literatuurstudie	9
1. Basisbegrippen.....	9
1.1 CEO.....	9
1.2 Corporate governance	14
2. Agency theorie en stewardship theorie.....	16
2.1 Inleiding	16
2.2 Agency theorie	17
2.3 Stewardship theorie	17
2.4 Vergelijking	18
3. Oplossingen agency probleem	19
4. Hypotheses.....	23
5. Data en methodologie	25
1. Data.....	25
2. Methodologie.....	25
Afhankelijke variabelen	26
Onafhankelijke variabelen.....	27
Controlevariabelen.....	27
6. Empirisch onderzoek.....	29
1. Beschrijvende statistiek	29
2. Regressies	32
7. Discussie en conclusie.....	37
Lijst van geraadpleegde werken.....	41
Bijlagen.....	43
Bijlage 1: lijst van ondernemingen in steekproef	43

1. Probleemstelling

Bedrijven hebben verschillende motieven om te investeren zoals productiecapaciteit creëren of om oude machines te vervangen, investeringen hebben echter als hoofddoel om de continuïteit te garanderen van bedrijven. De financiële crisis heeft er onder meer voor gezorgd dat bedrijven voorzichtiger geworden zijn met hun investeringen. De Europese Centrale Bank (ECB) heeft de rente na deze crisis fors verlaagd om investeringen en consumptie te stimuleren. Deze renteverlaging had in het begin weinig effect op de bedrijfsinvesteringen, het is daarom voor bedrijven belangrijk om ook andere factoren te onderzoeken die een invloed kunnen hebben op deze investeringen. Er zijn verschillende factoren die de bedrijfsinvesteringen kunnen beïnvloeden, in dit onderzoek wordt nagegaan of de carrièreverwachtingen van de CEO hierop een invloed hebben. Het is voor stakeholders van bedrijven natuurlijk heel belangrijk om te weten of de carrièreverwachting van hun CEO een invloed heeft op de werking van het bedrijf. Stakeholders zullen natuurlijk niet akkoord gaan met het feit dat een CEO zich niet meer voor de volle 100% inzet voor hun bedrijf. Als een CEO bijvoorbeeld belangrijke investeringsbeslissingen op de lange baan schuift omdat hij bijna op pensioen gaat kan dit in de toekomst schade berokkenen aan het bedrijf.

Hebben de carrièreverwachtingen van de CEO een invloed op de bedrijfsinvesteringen van Belgische beursgenoteerde bedrijven? Om deze vraag te kunnen beantwoorden is het natuurlijk belangrijk om te weten wat een CEO is, als ook te definiëren wat deze carrièreverwachtingen mogelijk kunnen zijn.

Een *Chief Executive Officer* of afgekort CEO is de persoon die leiding heeft over een bedrijf, het is de persoon die instaat voor de algemene gang van zaken. Samen met de raad van bestuur worden de doelstellingen van het bedrijf bepaald en de CEO zal vervolgens het beleid bepalen om deze te bereiken en erop toezien dat ze daadwerkelijk bereikt worden. Een CEO neemt dus korte termijn beslissingen die belangrijk zijn voor de lange termijn doelstellingen, toch neemt hij niet altijd beslissingen die in lijn zijn met deze doelstellingen. Het is namelijk zo dat CEO's beoordeeld en beloond worden naargelang de resultaten, hierdoor kan de neiging ontstaan om beslissingen te nemen die zorgen voor korte termijn winstmaximalisatie maar die de doelstellingen uit het oog verliezen (Finkelstein, Hambrick, & Cannella, 2009).

De doelstellingen van de aandeelhouders en van de CEO lopen dus niet altijd gelijk, er is altijd het gevaar dat de manager beslissingen neemt voor zelfverrijking in plaats van beslissingen die het beste zijn voor het bedrijf zelf. Deze situatie wordt het principaal-agent probleem of

agency probleem genoemd, één partij (de principaal) delegeert het werk aan de andere partij (de agent), hier zijn het de aandeelhouders die verwachten dat managers de bedrijfswaarde verhogen. Er zijn twee mogelijke problemen die voorkomen in deze contractrelaties, het eerste probleem in deze relatie kan zich voordoen als de persoonlijke doelen van de manager verschillend zijn als de doelen van de aandeelhouders, waardoor de manager beslissingen kan nemen die niet in lijn liggen met de lange termijn doelstellingen van het bedrijf. Daarnaast is het voor de aandeelhouders niet altijd mogelijk om te controleren waar de manager mee bezig is.

De basis van het principaal-agent probleem ligt dus in het feit dat er informatieasymmetrie is tussen de verschillende partijen. Deze ongelijkheid in informatie ontstaat omdat het moeilijk is voor de principaal om de competenties, intenties en acties van de agent te monitoren omdat dit hoge kosten met zich zou meebrengen. Het is belangrijk voor de principaal om wel over deze informatie te beschikken omdat de agent meestal wordt betaald op basis van zijn prestaties (Saam, 2007). Informatieasymmetrie kan leiden tot overinvesteringen als de CEO zich wil bewijzen ten opzichte van de aandeelhouders maar het kan tegelijk ook zorgen voor onderinvesteringen, beide gevolgen worden verder in deze probleemstelling besproken.

De relatie tussen aandeelhouders en managers is al veelbesproken in economische theorieën, de agency theorie is de meest gebruikte theorie om de belangenconflicten tussen deze twee partijen te verklaren. De agency theorie vereenvoudigt het probleem door zoals hierboven besproken een organisatie op te delen in 2 delen namelijk managers en aandeelhouders. Daarnaast maakt het ook de assumptie dat managers enkel extrinsiek gemotiveerd kunnen worden (Kultys, 2016). Bedrijven moeten dus proberen om hun managers te motiveren de juiste beslissingen te nemen, een goed beloningssysteem kan ervoor zorgen dat de doelstellingen van een manager dichterbij die van de onderneming komen te liggen. Ook controle kan het probleem oplossen maar het monitoren van managers is duur dus moet er door het bedrijf een goede kosten-batenanalyse gebeuren.

Deze theorie heeft natuurlijk ook zijn beperkingen, ze vereenvoudigt dit complexe probleem door een bedrijf op te delen in enkel twee partijen maar er zijn natuurlijk meer partijen die belang hebben bij beslissingen van managers. Naast de aandeelhouders is het voor de andere stakeholders zoals bijvoorbeeld de werknemers ook belangrijk dat ze geleid worden door een manager die niet enkel oog heeft voor zichzelf.

Een carrière is de ontwikkeling van alle posities die een persoon bekleedt doorheen zijn leven, om een positie te kunnen behouden of te verbeteren is het belangrijk dat de persoon zijn

vastgestelde doelstellingen behaald. Ieder persoon heeft andere verwachtingen over zijn carrièreverloop, die verwachtingen zullen in deze thesis benaderd worden door een aantal variabelen (Župerkienė & Žilinskas, 2008). Onder carrièreverwachtingen verstaan we in dit onderzoek de leeftijd, ervaring en beloning van de CEO. Als laatste variabele om de carrièreverwachting van een CEO in te schatten zal er nagegaan worden of de CEO aandelen heeft van het bedrijf waar hij de leiding heeft.

Eerder onderzoek zoals dat van Hu en Liu (2015) toont aan dat managers met veel ervaring meestal goede sociale connecties hebben. Deze connecties verminderen de informatieasymmetrie en zo geraken ze eenvoudiger aan extern kapitaal zodat ze minder afhankelijk zijn van interne financiering voor hun investeringen. Ervaren managers gaan dus minder in problemen komen door een tekort aan intern kapitaal voor investeringen dan onervaren managers (Hu & Liu, 2015).

Naast ervaring heeft de leeftijd van een CEO ook een invloed op de investeringen. Serfling (2014) komt in zijn onderzoek tot de conclusie dat hoe ouder de CEO wordt hoe groter zijn risico-aversie en hoe conservatiever zijn investeringsbeslissingen worden. Stel de CEO van een bedrijf gaat bijna op pensioen en schuift daarom belangrijke investeringsbeslissingen de lange baan op, het onderinvesteren van investeringsopportunities kan negatieve gevolgen hebben voor het bedrijf op lange termijn omdat ze zo bijvoorbeeld hun doelstellingen niet bereiken. Jongere CEO's daarentegen willen zich graag bewijzen en zoeken daarom ook meer risico op (Serfling, 2014). Leeftijd en ervaring zijn natuurlijk sterk gecorreleerde variabelen maar toch is het belangrijk om ze ook apart te bekijken omdat een oudere CEO niet altijd veel ervaring heeft als hij vanuit een andere job is doorgegroeid in het bedrijf of als het bedrijf nog niet zolang bestaat.

Informatieasymmetrie zorgt voor vele problemen, zo is het moeilijk voor een bedrijf om de vaardigheden van een CEO in te schatten. Ook voor de CEO zelf is het niet gemakkelijk om aan de stakeholders van het bedrijf te laten zien wat hij allemaal kan. De CEO heeft natuurlijk bepaalde carrièreverwachtingen en wil zich graag bewijzen ten opzichte van het bedrijf waarvoor hij werkt, dit kan ertoe leiden dat de CEO meer risico gaat nemen met investeringen. Het succesvol investeren in projecten met een laag risico leidt niet tot een noemenswaardige verhoging van de reputatie en vaardigheden, door het verwezenlijken van risicovolle projecten krijgt de CEO wel de gepaste voldoening en reputatie. Carrièreverwachtingen zullen managers dus drijven tot het nemen van meer risico's bij het kiezen van investeringen (Chen, 2015).

Ook Hirshleifer (1993) heeft onderzocht wat de invloed is van reputatie op investeringsbeslissingen. Hij komt ook tot dezelfde conclusie als het onderzoek van Chen (2015) namelijk dat managers worden geprikkeld om investeringsbeslissingen te gebruiken als middel om hun reputatie te verbeteren. Deze prikkels komen volgens hem voor in 3 vormen, de eerste vorm is de *visibility bias* die managers ertoe aanzet om zich te focussen op korte termijn succes indicatoren. Als tweede is er de *resolution preference* waarbij managers aangemoedigd worden om vooral het goede nieuws naar buiten te brengen. Als laatste is er de *mimicy and avoidance* die managers aanmoedigt om acties te ondernemen die bij andere managers al succesvol gebleken zijn (Hirshleifer, 1993).

2. Onderzoeksplan

2.1 Onderzoeksvragen

2.2.1 Centrale Onderzoeksvraag

Na een verkennend literatuuronderzoek te hebben uitgevoerd kan er geconcludeerd worden dat er voldoende literatuur beschikbaar is voor dit onderwerp. Voor het oplossen van de centrale onderzoeksvraag zal er eerst een literatuurstudie gedaan worden, hierna zal een eigen empirisch onderzoek volgen. De combinatie van de bevindingen uit beide onderzoeksmethode zullen ervoor zorgen dat er antwoord kan gegeven worden op de centrale onderzoeksvraag.

Wat is de relatie tussen de carrièrevverwachtingen van de CEO en bedrijfsinvesteringen?

2.2.2 Deelvragen

Via het opstellen en beantwoorden van de deelvragen wordt het mogelijk om een goed onderbouwd antwoord te geven op de centrale onderzoeksvraag.

Deelvraag 1:

Wat zijn de carrièrevverwachtingen die een impact kunnen hebben op de beslissingen van een CEO?

Om te weten wat de impact van carrièrevverwachtingen is op de investeringsbeslissingen is het natuurlijk belangrijk om eerst te weten welke variabelen met betrekking tot carrièrevverwachtingen relevant zijn voor dit onderzoek. Via een literatuurstudie zal er onderzocht worden welke de belangrijkste variabelen zijn met betrekking tot de carrièrevverwachtingen. Het antwoord op deze deelvraag zal de basis vormen van het empirisch gedeelte.

Deelvraag 2:

Kunnen carrièrevverwachtingen zorgen voor een principaal-agent probleem?

Na het definiëren van de mogelijke carrièreverwachtingen die een invloed kunnen hebben op de beslissingen wordt er onderzocht wat de invloed van deze carrièreverwachtingen is op het principaal-agent probleem. Door een grondige literatuurstudie zal er worden nagegaan of carrièreverwachtingen zorgen voor een eventuele asymmetrie tussen de aandeelhouders van een bedrijf en de CEO. Als er een verschil zou zijn tussen de doelstellingen van de aandeelhouders en die van de CEO dan heeft dit een belangrijke impact op de investeringsbeslissingen.

2.2 Onderzoeksopzet

Deze masterproef zal bestaan uit twee delen namelijk het literatuuronderzoek en het empirisch onderzoek. Eerst zal er dus een grondige literatuurstudie gedaan worden om een duidelijk overzicht te geven over de bestaande literatuur over dit onderwerp, daarnaast zal er aan de hand van deze literatuur een antwoord gegeven worden op de verschillende deelvragen. In het empirisch onderzoek zal er gekeken worden of we tot dezelfde conclusies komen als in de literatuurstudie, daarnaast zal ook de precieze impact van de carrièreverwachtingen op de bedrijfsinvesteringen onderzocht en besproken worden.

In de literatuurstudie zal er naast een overzicht van de literatuur ook een duidelijke omschrijving gedaan worden over de kernbegrippen van deze masterproef. Het beschrijven van de belangrijkste begrippen en variabelen zal de basis vormen van deze thesis. Hierna wordt het principaal-agent probleem besproken omdat het een belangrijke rol speelt in het begrijpen van de problematiek die kan voorkomen tussen de verschillende partijen, het zal een antwoord geven op de vraag waarom de doelstellingen van managers en aandeelhouders niet altijd op één lijn liggen. Hiervoor zullen de belangrijkste economische theorieën omtrent dit onderwerp besproken worden in de literatuurstudie. Ten slotte zal er in dit deel verder de basis worden gelegd voor het empirisch gedeelte door te kijken wat de bevindingen zijn van eerdere onderzoeken over dit onderwerp.

Het tweede grote deel van deze masterproef is het empirisch onderzoek. Dit gedeelte zal gebeuren op basis van gegevens die zullen worden geraadpleegd uit de Bel-First database, deze gegevens zullen aangevuld worden met de informatie uit de jaarverslagen. In deze masterproef gaan we de impact van carrièreverwachtingen op de bedrijfsinvesteringen onderzoeken voor de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Deze database zal gebruikt worden omdat er niet alleen de financiële gegevens van de bedrijven in kwestie staat maar ook de informatie die we nodig hebben over de CEO's zelf. Deze data zal worden verzameld

en met behulp van het statistisch programma *Stata* zal het empirisch gedeelte uitgevoerd worden, met dit programma kunnen de correlaties tussen de verschillende variabelen onderzocht worden en zullen de nodige regressies uitgevoerd worden. Onder de titel data en methodologie wordt er verder uitgelegd hoe het empirisch gedeelte zal uitgewerkt worden.

Door de bevindingen uit de beide gedeelten te combineren zal er een duidelijk antwoord kunnen gegeven worden op de centrale onderzoeksvraag. Hierdoor wordt de relatie tussen de carrièreverwachtingen van de CEO en de bedrijfsinvesteringen bij Belgische beursgenoteerde bedrijven duidelijk.

3. Literatuurstudie

1. Basisbegrippen

Voordat we in de literatuur op zoek gaan naar antwoorden op onze centrale onderzoeksvraag is het belangrijk om eerst duidelijk te maken wat de belangrijkste begrippen omtrent dit onderwerp zijn voornamelijk de CEO en corporate governance. Daarnaast wordt de Belgische corporate governance code ook besproken die van toepassing is op de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Ten slotte gaan we door middel van de bestaande literatuur na of er belangenconflicten zijn tussen managers en aandeelhouders en hoe deze kunnen worden opgelost. Dit is een belangrijk inzicht omdat het de verklaring geeft waarom de carrièreverwachtingen van een CEO een invloed kunnen hebben op de bedrijfsinvesteringen.

1.1 CEO

1.1.1 Definitie

De Chief Executive Officer is de persoon die de leiding heeft over het bedrijf wat betreft de operationele activiteiten, de CEO is de enige persoon die verantwoordelijk is voor de prestaties van het bedrijf en zal daarom ook verantwoording moeten afleggen ten opzichte van de raad van bestuur. De CEO zal in samenspraak met de raad van bestuur de doelstellingen opstellen die binnen een vooraf afgesproken tijd behaald moeten worden. Volgens Lafley (2009) is de CEO de link tussen de externe wereld en de interne bedrijfswereld, het is de enige persoon die deze taak kan uitvoeren omdat de andere medewerkers van het bedrijf gefocust zijn op één richting namelijk de interne doelstellingen. Doordat hij rekening houden met zowel de interne als de externe wereld kan de CEO belangrijke opportuniteiten zien voor het bedrijf en kunnen ze ook moeilijke beslissingen nemen. Deze functie wordt toegewezen door de raad van bestuur van een bedrijf.

1.1.2 Rollen en taken van de CEO

De leider van een organisatie, een CEO, heeft verschillende rollen en taken te vervullen. Een CEO wordt klassiek afgebeeld als een persoon die aan een groot bureau zit en die zich bezighoudt met plannen, organiseren, coördineren, commanderen en controleren (Fayol, 1949).

CEO's werken op de grens tussen hun organisatie en de externe omgeving, ze verzamelen informatie over de buitenwereld en ze brengen niet alleen informatie over naar de buitenwereld maar ze zorgen er ook voor dat de externe omgeving het juiste beeld heeft over de organisatie. Ook houden ze hun medewerkers op de hoogte over extern nieuws en ontwikkelingen, ze nemen acties om ervoor te zorgen dat de organisatie op één lijn ligt met de externe omgeving op vlak van onder andere technologie en initiatieven van concurrenten. Op sommige momenten zullen ze zelfs proberen om de omgeving te beïnvloeden door lobbying en joint ventures (Thompson, 1967). CEO's formuleren daarnaast ook de bedrijfsstrategie, deze strategie gaat over de productkeuze, marktkeuze en hoe ze de concurrenten kunnen overtreffen. Daarnaast hebben ze ook een rol in de strategieimplementatie en het toewijzen van middelen (Finkelstein et al., 2009).

Mintzberg (1973) bestudeerde een week lang de dagelijkse activiteiten van vijf ervaren CEO's. Hij stelde in zijn onderzoek vast dat het gedrag van managers bepaald wordt door hun omgeving, ze handelen heel actiegericht en hun gedrag is niet altijd geordend en systematisch. Managers worden vaak geconfronteerd met heel uiteenlopende taken en activiteiten daarnaast staan ze meestal ook onder tijdsdruk om deze juist uit te voeren. Hij kwam ook tot de conclusie dat managers zich niet alleen bezighouden met reflectieve planning en beslissingen nemen, een groot deel van hun tijd spenderen ze namelijk aan interacties met een groot aantal partijen binnen en buiten de organisatie (Finkelstein et al., 2009). Hij stelde tien managementrollen en verdeelde deze eerst in drie categorieën: de interpersoonlijke rol, de informatierol en de besluitvormingsrol.

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

Figuur 1: Managementrollen (Mintzberg, 1973)

Volgens verschillende studies zijn de managementrollen van Mintzberg soms moeilijk te onderscheiden wanneer je de activiteiten van managers observeert (Kurke & Aldrich, 1983; McCall & Segrist, 1980). Andere studies bevestigen de gedragingen die Mintzberg geobserveerd heeft, maar komen tot de conclusie dat de rollen verder uitgewerkt kunnen worden. Volgens een ander onderzoek kan het aantal rollen worden verminderd tot zes rollen namelijk: leider, woordvoerder, middelentoewijzer, ondernemer, waarnemer en tussenpersoon (Tsui, 1984).

In zijn artikel '*What only the CEO can do*' onderscheidt Lafley (2009) vier taken die CEO's volgens hem hebben met betrekking tot de link die ze vormen met de buitenwereld. Volgens Lafley is de belangrijkste taak van de CEO om een link te vormen met de buitenwereld, de CEO is hiervoor de geknipte persoon omdat hij in contact staat met zowel de interne als de externe wereld. Om deze rol te vervullen heeft de CEO volgens hem vier taken:

1) *Defining the Meaningful Outside*

Een bedrijf heeft verschillende stakeholders zowel interne als externe en het is aan de CEO om te bepalen welke de belangrijkste stakeholders zijn voor een bedrijf, andere medewerkers van de onderneming zullen dit probleem altijd bekijken vanuit hun eigen perspectief waardoor hun acties niet objectief zijn. Een CEO kan deze taak wel vervullen omdat hij een duidelijk zicht heeft van zowel de interne als de externe wereld (Lafley, 2009).

2) *Deciding What Business You Are In*

Het is belangrijk voor een bedrijf om te bepalen in welke markten men moet opereren en welke ze moeten vermijden. Hiervoor dient een grondige analyse gemaakt te worden over de markten en de positie die het bedrijf heeft in de desbetreffende markt om zo de juiste strategie te kunnen bepalen. De CEO heeft als taak om de uiteindelijke beslissing te nemen omdat hij een uitgebreid perspectief heeft om deze moeilijke keuzes te maken (Lafley, 2009).

3) *Balancing Present and Future*

De derde taak van de CEO is het balanceren tussen het heden en de toekomst, de juiste balans vinden tussen korte en lange termijn is meer een gevolg van inschatting en ervaring dan van het interpreteren van feiten. De CEO is de enige persoon die de optimale balans kan vinden doordat hij als enige in contact komt met zowel de interne als externe belangen. De meeste aandacht zal altijd liggen op de korte termijn beslissingen omdat de belangen van de

meeste stakeholders kortetermijnbelangen zijn. Tijdens een financiële crisis en globale recessie zal een CEO nog meer onder druk gezet worden om zich te focussen op de korte termijn, dit kan leiden tot een significante vermindering van investeren op lange termijn (Lafley, 2009).

4) *Shaping Values and Standards*

Het is belangrijk voor een bedrijf dat er duidelijke bedrijfswaarden en standaarden opgesteld worden, het zijn namelijk deze waarden die gezien worden door mensen buiten het bedrijf. De CEO moet bepalen wat de belangrijkste waarden zijn voor het bedrijf en vervolgens ervoor zorgen dat deze over heel het bedrijf gesteund en gedragen worden. De externe omgeving verandert voortdurend en onvoorspelbaar, de CEO moet ervoor zorgen dat de bedrijfswaarden up to date blijven en dat ze niet verloren gaan door de vele veranderingen (Lafley, 2009).

1.1.3 Eigenschappen van een CEO

Het doel van deze thesis is om na te gaan wat de relatie is tussen de carrièreverwachtingen van een CEO en de bedrijfsinvesteringen. In dit deel wordt er in de bestaande literatuur een antwoord gezocht op de eerste deelvraag. De efficiëntie van investeringen is heel belangrijk voor bedrijven, er wordt verwacht dat de financiële middelen van een bedrijf optimaal worden verdeeld over de projecten die het meeste waarde opleveren voor het bedrijf. Er zijn echter verschillende factoren die een invloed kunnen hebben op de investeringskeuzes (Xie, 2015). Er is een scala aan redenen waarom managers ervoor kiezen om hun eigen doelstellingen na te streven zoals status, beloning, jobbehoud (Weir, Laing, & McKnight, 2002). Eerder onderzoek heeft al uitgewezen dat de eigenschappen van de CEO een invloed kunnen hebben op de bedrijfsprestaties en investeringen, de meeste onderzoeken richten zich echter enkel op het effect van één eigenschap. In dit deel zal ik daarom dan ook de conclusies van eerdere onderzoeken met betrekking tot de invloed van de verschillende eigenschappen op de bedrijfsprestaties bespreken.

Als eerste is er het verschil in geslacht, vrouwelijke CEO's gaan meer als hun mannelijke collega's kiezen voor minder risicovolle investeringen. Ook zullen bedrijven die gemanaged worden door vrouwelijke CEO's hogere abnormale returns verwezenlijken (Khan & Vieito, 2013).

De leeftijd en ervaring van de CEO zijn nog zo'n veelbesproken eigenschappen, er zijn ook onderzoeken die concluderen dat de leeftijd geen invloed heeft op de bedrijfsprestaties. De meeste onderzoeken vinden echter wel een link tussen deze beide factoren. Oudere en meer ervaren CEO's zijn algemeen gezien conservatiever en dit heeft een impact op de bedrijfsprestaties, deze prestaties kunnen zowel positief als negatief zijn (Bertrand & Schoar, 2003). Deze conclusie wordt gesteund door het werk van Li (2017), volgens dit onderzoek gaan jongere CEO's meer geneigd zijn om risicovolle investeringen aan te gaan terwijl oudere CEO's verkiezen om hun bedrijf status quo te houden. Jongere CEO's zijn bereid om deze risico's te nemen omdat hun talen en vaardigheden willen tonen aan de markt, oudere CEO's willen hun aanpak niet veranderen en worden dus conservatiever omdat een verandering in aanpak kan ervaren worden als een signaal dat zijn vroegere beslissingen verkeerd waren (Li, Low, & Makhija, 2017). Jongere CEO's die hun competentie willen laten zien, zullen zich ook vooral richten op korte termijn opbrengsten wat natuurlijk een negatieve impact heeft op de efficiëntie van de investeringen. Oudere CEO's of CEO's met veel ervaring kunnen ook de neiging hebben om inefficiënt te investeringen door andere factoren zoals *empire building* (Xie, 2015).

Het toenemende conservatisme van CEO's is te verklaren door te kijken hoe men reageert op nieuwe informatie. In een ideale wereld handelt elk individu rationeel door nieuwe informatie te koppelen aan de kennis die men al heeft en dan deze informatie te gebruiken om beslissingen te nemen die de bedrijfswaarde maximaliseren. Er zijn twee mogelijke factoren die dit proces kunnen verstoren namelijk overdreven reageren op nieuwe informatie en conservatisme. Zoals eerder vermeld zal naar verloop van tijd het conservatisme de bovenhand nemen doordat het veranderen van aanpak gezien kan worden als het toegeven dat eerdere investeringsbeslissingen foutief waren (Prendergast & Stole, 1996).

Naast leeftijd heeft de aandacht voor reputatie ook een belangrijke invloed, deze twee factoren zijn met elkaar verbonden want jongere CEO's moeten een reputatie opbouwen terwijl oudere CEO's bij hun beslissingen ook rekening houden met de impact van deze beslissingen op hun reputatie. Door de gevoeligheid over hun reputatie nemen managers investeringsbeslissingen die goed zijn voor de manager maar nadelig voor de aandeelhouders. Managers zijn in staat om deze beslissingen te nemen doordat ze meer informatie hebben over opportuniteiten en omdat de aandeelhouders de beslissingen van de managers niet altijd goed kunnen observeren. Het is belangrijk voor managers om aandacht te hebben voor hun reputatie omdat het niet alleen zorgt voor prestige en aanzien maar het geeft de manager ook een betere en sterkere onderhandelingspositie met betrekking tot zijn loon (Hirshleifer, 1993).

Ook het vertrouwen dat een CEO heeft over zijn vaardigheden en kennis heeft ook een invloed op de bedrijfsprestaties. Zo zal de CEO meestal zijn eigen vaardigheden en kennis hoger inschatten dan die van anderen, het zogenaamde *better than average* effect. Dit komt tot stand door het feit dat het moeilijk is voor CEO's om hun beslissingen te vergelijken met die van anderen, grootschalige investeringen zijn van nature complex en dus is de vergelijking over de bedrijven heen van deze investeringen niet vanzelfsprekend. Een te hoog zelfvertrouwen in eigen kunnen heeft als gevolg dat managers de returns van hun beslissingen gaan overschatten (Malmendier & Tate, 2005).

1.2 Corporate governance

1.2.1 Inleiding

De schandalen zoals Enron en Worldcom benadrukken de belangenverschillen tussen de verschillende stakeholders van het bedrijf, vooral het probleem van de scheiding van eigendom en controle komt hierdoor aan het licht. Dit probleem zal verder in deze paper behandeld worden. De belangenverschillen tussen de verschillende partijen samen met de kosten die gepaard gaan met het opstellen van contracten en de controle van de naleving ervan zorgen voor een daling van de bedrijfswaarde, het oplossen van deze problemen is de basis van corporate governance.

Doorheen dit werk zal er altijd gebruik gemaakt worden van de engelse term corporate governance omdat er in het Nederlands niet echt een term is die dit concept voldoende beschrijft. Deugdelijk bestuur is de vertaling die er het dichtstbij in de buurt komt.

Corporate governance is de verzameling van alle mechanismen, zowel institutionele als markt gebaseerde, die het eigenbelang van degene die de beslissingen nemen over hoe het bedrijf functioneert verminderen om zo beslissingen te nemen die zorgen voor een maximale waarde voor de eigenaars van het bedrijf (Denis & McConnell, 2003).

Governance structuren in de vorm van een governance code zouden duidelijk moeten maken wat de rechten en verantwoordelijkheden zijn van de verschillende stakeholders van een bedrijf zoals de raad van bestuur, het management, aandeelhouders, schuldeisers en anderen. Ze zouden ook regels en procedures moeten bevatten voor het maken van belangrijke bedrijfsbeslissingen. Aangezien deze masterproef gaat over Belgische

beursgenoteerde bedrijven is hier dus de Belgische corporate governance code van toepassing, deze code wordt ook wel de code Daems genoemd.

1.2.2 Belgische corporate governance code 2009

Volgens de code Daems is corporate governance het geheel van regels en gedragingen die de manier waarop een vennootschap bestuurd en gecontroleerd zou moeten worden beschrijven. Goede governance moet terug te vinden zijn in de normen en waarden van de onderneming, het moet geaccepteerd en gedragen worden door alle leden van de onderneming. Corporate governance draagt niet alleen bij tot het kiezen van de optimale strategie en doelstellingen maar legt ook de manier uit hoe de doelstellingen moeten worden bereikt en gecontroleerd. Het is belangrijk dat de doelstellingen overeenkomen met de belangen van elke stakeholder zowel binnen als buiten de onderneming. Een ander belangrijk onderdeel van corporate governance is het juist inschatten van de kansen op potentiële risico's en de impact van deze gebeurtenissen op de bedrijfswerking. Dit kan bereikt worden door interne controlesystemen te gebruiken die van toepassing zijn op alle lagen en niveaus van de onderneming ("Belgische Corporate Governance Code 2009,").

Het doel van deze code is waardecreatie op lange termijn, eerdere onderzoeken hebben immers aangetoond dat een goed governance beleid kan leiden tot betere bedrijfsprestaties. Incorrect bedrijfsmanagement kan leiden tot een daling van de waarde voor de aandeelhouders maar ook kan dit tot verdere verliezen leiden. Door de vele schandalen doorheen de tijd is het voor bedrijven moeilijker om aan externe financieringsbronnen te komen, dit heeft alles te maken met het vertrouwen. Transparantie en openheid zijn daarom heel belangrijk binnen corporate governance omdat dit leidt tot vertrouwen bij mogelijke investeerders en alle andere stakeholders ("Belgische Corporate Governance Code 2009,").

Concreet is de Belgische corporate governance code 2009 opgebouwd rond negen pijlers, daarnaast zijn er ook bepalingen en richtlijnen. Bepalingen zijn de aanbevelingen die de code geeft over hoe de principes kunnen worden toegepast, deze zijn verplicht om te volgen maar hiervan kan afgeweken worden mits er een geaccepteerde uitleg voor is. De richtlijnen zijn in tegenstelling tot de bepalingen wel vrijblijvend ("Belgische Corporate Governance Code 2009,").

2. Agency theorie en stewardship theorie

2.1 Inleiding

Om een antwoord te kunnen geven op de tweede deelvraag zal er in dit deel onderzoek gedaan worden naar de asymmetrie tussen aandeelhouders en het management. Het principaal-agent probleem is de basis voor deze thesis omdat het verduidelijkt hoe carrièreverwachtingen van een CEO een invloed kunnen hebben op de bedrijfsinvesteringen. De twee in de literatuur meest gebruikte theorieën om het principaal-agent probleem te beschrijven zullen in dit deel aanbod komen, eerst zal er echter duidelijk uitgelegd worden hoe het principaal-agent probleem binnen een onderneming ontstaat.

Een organisatie is een verzameling van ongeschreven en geschreven contracten tussen de eigenaars van de productiefactoren en de klanten. Deze contracten specificeren de rechten van iedere agent in de organisatie, zijn prestatiecriteria en de beloningsstructuur (Jensen & Meckling, 1976). De belangrijkste contracten zijn de contracten die de residuele claims behandelen. Deze contracten verklaren waarom een bepaald bedrijf overleeft (Fama & Jensen, 1983).

De contractstructuren binnen de meeste organisaties zorgen dat het risico dat de agenten nemen gelimiteerd worden, dit doen ze door middel van een vaste vergoeding of door een *incentive* vergoeding die gekoppeld is met een prestatie maatstaf (Fama & Jensen, 1983).

Het belangenverschil tussen de verschillende agenten, het principaal-agent probleem, binnen een organisatie is een gevolg van de scheiding van eigendom en controle. Dit is het gevolg van het feit dat contracten niet kosteloos kunnen opgesteld en afgedwongen worden (Fama & Jensen, 1983). Een ondernemer haalt geld op bij investeerders om ze productief in te zetten of om zijn aandelen om te zetten in cash, investeerders hebben het gespecialiseerde *human capital* van managers nodig om de vereiste return op hun investeringen te behalen (Shleifer & Vishny, 1997). De vraag die hieruit voortkomt is hoe zorgen de investeerders ervoor dat hun investeringen niet verkeerd worden ingezet of zelfs volledig verspild? Op deze vraag zal een antwoord geformuleerd worden in het derde deel van deze literatuurstudie.

2.2 Agency theorie

De agency theorie probeert de belangenconflicten tussen de principaal en de agent binnen de onderneming te verklaren. Het vertrekt vanuit het hierboven geschreven standpunt dat een bedrijf een verzameling is van contracten tussen de eigenaars van productiefactoren en managers (Jensen & Meckling, 1976). Eigenaars van een onderneming worden principalen als ze contracten aangaan met managers die het bedrijf voor hun moeten leiden, managers zijn de enige stakeholders die een contractuele relatie aangaan met al de andere stakeholders. De managers accepteren echter de agent status omdat ze geloven dat ze hierdoor de mogelijkheid krijgen om hun eigen nut te maximaliseren. Beide partijen zijn dus gemotiveerd door de mogelijkheden om er persoonlijk op vooruit te gaan (Hill & Jones, 1992). Volgens deze theorie worden de problemen in de agent-principaal relatie opgelost door een combinatie van *incentives* en controle, managers worden meer beloofd naarmate ze de belangen van de aandeelhouders vervullen (Jensen & Meckling, 1976).

De agency theorie is een veel gebruikt raamwerk doordat ze een grote onderneming reduceert tot twee partijen namelijk aandeelhouders en managers. Daarnaast maakt het ook de assumptie dat ieder mens altijd eerst aan zijn eigen denkt. Managers zijn met andere woorden opportunisten en zullen vooral handelen vanuit het eigenbelang (Kultys, 2016).

Deze theorie heeft ook enkele beperkingen waaronder de simplistische manier waarop er gekeken wordt naar het gedrag van mensen. Het houdt met andere woorden geen rekening met de complexiteit van menselijke acties en beslissingen (Kultys, 2016). Controlemechanismen die gebaseerd zijn op de agency theorie zijn niet alleen duur maar ook economisch inefficiënt doordat mechanismen die enkel de belangen van de aandeelhouders beschermen ervoor kunnen zorgen dat de acties beperkt worden, investeringsplannen verstoord worden en ze houden geen rekening met de belangen van andere stakeholders wat kan leiden tot een daling van de bedrijfswaarde (Segrestin & Hatchuel, 2011).

2.3 Stewardship theorie

De stewardship theorie vindt zijn oorsprong in de psychologie en de sociologie. Net als de agency theorie gaat de stewardship theorie uit van de contractrelatie tussen de aandeelhouders en managers. Maar in tegenstelling tot de agency theorie stellen managers het belang van de organisatie voorop omdat ze geloven dat ze op die manier zelf het meer profijt hebben. Deze theorie is gebaseerd op de assumptie dat managers in veel situaties

ervan overtuigd zijn dat door het vervullen van de belangen van de aandeelhouders hun eigen doelen ook verwezenlijkt worden. Er zijn dus helemaal geen belangenconflicten tussen de investeerders en de managers (Davis et al., 1997).

2.4 Vergelijking

Comparison of Agency Theory and Stewardship Theory		
	Agency Theory	Stewardship Theory
<i>Model of Man Behavior</i>	Economic man Self-serving	Self-actualizing man Collective serving
Psychological Mechanisms		
<i>Motivation</i>	Lower order/economic needs (physiological, security, economic) Extrinsic	Higher order needs (growth, achievement, self-actualization) Intrinsic
<i>Social Comparison Identification</i>	Other managers Low value commitment	Principal High value commitment
<i>Power</i>	Institutional (legitimate, coercive, reward)	Personal (expert, referent)
Situational Mechanisms		
<i>Management Philosophy</i>	Control oriented	Involvement oriented
<i>Risk orientation</i>	Control mechanisms	Trust
<i>Time frame</i>	Short term	Long Term
<i>Objective</i>	Cost control	Performance Enhancement
<i>Cultural Differences</i>	Individualism High power distance	Collectivism Low power distance

Figuur 2: vergelijking van agency theorie en stewardship theorie (Davis et al., 1997)

Naast de het eerder vernoemde verschil tussen de beide theorieën met betrekking tot de manier waarop er gekeken wordt naar het gedrag van de manager zijn er nog meer verschillen die worden weergegeven in de bovenstaande figuur. Het grootste verschil tussen de twee theorieën heeft te maken met de focus op het soort van motivatie. Volgens de agency theorie kan de manager enkel extrinsiek worden gemotiveerd door bijvoorbeeld beloningen. Stewardship gaat uit van intrinsieke motivatie, dit wil zeggen dat managers gemotiveerd kunnen worden door ze kansen te geven om zich te ontwikkelen, ze vertrouwen en feedback te geven (Davis et al., 1997).

Volgens de bestaande literatuur is er dus een duidelijke asymmetrie tussen de aandeelhouders en het management binnen de onderneming. In het eerste deel van deze literatuurstudie werden de eigenschappen aangehaald die zorgen voor deze asymmetrie. In het tweede deel werd er vooral gefocust op het principaal-agent probleem omdat het verklaart waarom carrièrev verwachtingen een invloed hebben op de bedrijfsinvesteringen. Het is namelijk zo dat door carrièrev verwachtingen, die besproken zijn in het eerste gedeelte, een CEO beslissingen kan nemen die nadelig zijn voor deze investeringen. Er kan dus

geconcludeerd worden dat er een relatie is tussen de carrièreverwachtingen van de CEO en de bedrijfsinvesteringen, deze literatuurstudie heeft ervoor gezorgd dat we kunnen antwoorden op de beide deelvragen. In het empirisch gedeelte van dit onderzoek zal er onderzocht worden welke impact deze verwachtingen precies hebben op de bedrijfsinvesteringen.

3. Oplossingen agency probleem

Door deze literatuurstudie is er een antwoord geformuleerd op de beide deelvragen, in dit laatste deel zal ik echter ook de mogelijke oplossingen voor het principaal agent probleem aanhalen. Zoals eerder besproken is corporate governance dus één van de oplossingen voor het agency probleem, corporate governance bestaat uit de verzameling van verschillende soorten controlemechanismen. Er zijn zowel interne als externe controlemechanismen. De interne mechanismen zijn de raad van bestuur en de eigendomsstructuur van het bedrijf. Bedrijven in de meeste landen hebben een raad van bestuur, de hoofdtaken van de raad van bestuur bestaan altijd uit het vertegenwoordigen van de belangen van de aandeelhouders en het controleren en belonen van het management. Wettelijk gezien heeft de raad van bestuur volheid van bevoegdheid, dit wil zeggen dat de raad over alles mag beslissen tenzij wettelijk anders bepaald.

Terwijl de taken van de raad van bestuur duidelijk afgebakend en in de wet beschreven zijn, zijn er nog veel vragen over hoe deze raad moet samengesteld zijn, mag de CEO ook voorzitter zijn en of er ook externe bestuurders moeten zetelen in de raad. Volgens onderzoek heeft de grootte van de raad van bestuur een negatieve impact op de bedrijfsprestaties en het beslissingsproces en heeft een hoger percentage van externe bestuurders geen significante impact op de bedrijfsprestaties (Conyon & Peck, 1998).

Als tweede interne controlemechanisme is er de eigendomsstructuur van een onderneming. Eigenschap en controle zijn meestal niet helemaal van elkaar gescheiden, zo hebben de managers vaak een deel van de aandelen en hebben de aandeelhouders ook deels controle over het bedrijf dat ze bezitten. Hoe groter de overlap tussen eigenschap en controle hoe minder belangenconflicten en hoe hoger dus de bedrijfswaarde, belangrijk hierbij is om rekening te houden met het soort aandeelhouderschap binnen het bedrijf. Een bedrijf met vele kleine aandeelhouders, verspreid aandeelhouderschap, kan geconfronteerd worden met een probleem omdat er veel aandeelhouders zijn die een klein deel van de aandelen bezitten, hierdoor hebben ze weinig tot geen stimulans om middelen te spenderen aan het controleren van de managers. (Denis & McConnell, 2003). Als de managers niet gecontroleerd worden is

de kans groter dat ze beslissingen nemen op basis van hun carrièreverwachtingen wat dus een negatieve invloed kan hebben op de bedrijfsprestaties.

De eerste externe controlemechanisme die we onderscheiden is de overnamemarkt, wanneer er een grote kloof is tussen de actuele en de potentiële waarde van een bedrijf kan dit een stimulans zijn voor externe partijen om de controle te verwerven over de onderneming. Dit zal ervoor zorgen dat de managers gemotiveerd zijn om de bedrijfswaarde hoog genoeg te houden. De dreiging om overgenomen te worden zorgt ervoor dat managers investeringen gaan doen die resulteren in een hogere bedrijfswaarde zonder overbodige risico's te nemen. Als tweede is er ook het wettelijk systeem, het wettelijk systeem in een land kan de rechten van de aandeelhouders beschermen indien ze natuurlijk afdwingbaar zijn. Wettelijke systemen variëren van land tot land (Denis & McConnell, 2003).

Een andere mogelijke oplossing voor het principaal agent probleem is het invoeren van lange termijn *incentive* contracten zodat de marginale waarde van de afhankelijke beloning groter is dan de marginale waarde van de persoonlijke voordelen van controle. Deze contracten zorgen er met andere woorden voor dat het voor de CEO voordeliger is om beslissingen te nemen in het belang van het bedrijf in plaats van beslissingen die de carrièreverwachtingen verwezenlijken. Het is hierbij noodzakelijk dat er een prestatie maatstaf wordt gecreëerd die sterk gecorreleerd is met de kwaliteit van de beslissingen van managers (Shleifer & Vishny, 1997). Er zijn verschillende vormen van dit soort contracten zoals aandelen en opties voor het management of de dreiging met ontslag als de vooropgestelde doelen niet worden gehaald (Jensen & Meckling, 1976). Deze contracten zijn echter niet de perfecte oplossing van het probleem omdat ze ook opportuniteiten creëren voor de zelf-bevoordeling door managers. Managers zullen onderhandelen over zulke contracten als ze weten dat de aandelenprijzen gaan stijgen of ze zullen zelfs de cijfers manipuleren om meer te kunnen verdienen (Shleifer & Vishny, 1997).

De contracten tussen de leveranciers van kapitaal en de managers specificeren wat managers mogen en hoe de return van de investeringen worden verdeeld. In een ideale wereld is dit een compleet contract waarbij ieder denkbaar scenario wordt vastgelegd, dit is natuurlijk niet mogelijk omdat niet alle toekomstige gebeurtenissen te beschrijven en te voorspellen zijn. Hierdoor moeten er contracten opgesteld worden waarin residuele controlerechten worden vastgelegd, dit is het recht om beslissingen te nemen in scenario's die niet voorzien zijn in het contract. Deze rechten zorgen ervoor dat elke keer dat er iets onverwacht gebeurt de managers mogen beslissen wat te doen, maar dit systeem werkt niet omwille van het feit dat de investeerders niet geschikt zijn en niet de nodige informatie hebben om beslissingen te

nemen waardoor de managers substantiële controlerechten krijgt en dus ook een grote vrijheid van handelen. Deze vrijheid van handelen kan ervoor zorgen dat het geld van de investeerders verkeerd gebruikt wordt, dit kan op verschillende manieren gebeuren. Zo kan de manager cash uit de onderneming halen of de activa van de onderneming verkopen onder de marktwaarde (Shleifer & Vishny, 1997).

4. Hypotheses

Deze literatuurstudie zorgt ervoor dat we in staat zijn om verschillende hypothesen op te stellen die getest worden in het empirisch gedeelte van deze thesis. Door de correctheid van de hypothesen na te gaan zullen er antwoorden kunnen gegeven worden op de verschillende deelvragen en uiteindelijk ook op de centrale onderzoeksvraag.

Als eerste carrièreverwachting is er de leeftijd van een CEO, hier is al veel onderzoek naar gedaan maar men is het niet eens of leeftijd nu een positieve of een negatieve invloed heeft op de bedrijfsinvesteringen. In de bestaande literatuur wordt wel duidelijk aangegeven dat jongere CEO's meer risicovolle investeringsbeslissingen nemen, op deze manier willen ze laten zien wat ze waard zijn. Jongere CEO's willen hun talenten en vaardigheden laten zien en richten zich daarom vooral op de korte termijn opbrengsten, dit heeft als gevolg dat ze geen of weinig rekening houden met de invloed van deze beslissingen op lange termijn (Li et al., 2017; Xie, 2015). Oudere CEO's zijn dus risicoaverser als jongere CEO's, zij zullen naarmate hun uittredingsdatum dichterbij komt meer en meer investeringen vermijden (Vroom & Pahl, 1971). Zoals er al in de literatuurstudie werd aangehaald hangen de variabelen leeftijd en ervaring nauw samen, ervaring wordt in deze thesis omschreven als het aantal jaar dat de persoon al CEO is van het bedrijf. Een oudere CEO heeft in de meeste gevallen meer ervaring en hiervoor zal de ervaring van de CEO gelijkaardige gevolgen hebben voor de investeringen en de bedrijfsprestaties in het algemeen. Pas aangestelde CEO's met minder werkervaring verkiezen kortetermijnwinsten, ze houden minder rekening met de efficiëntie van de investeringen omdat dit een lange termijn doel is. Dit korte termijn denken zal een positieve invloed hebben op hun huidige reputatie (Narayanan, 1985). Er kan dus verwacht worden dat een oudere CEO of een CEO met meer ervaring minder geneigd zijn om risicovolle investeringen aan te gaan, zij zullen alle opties openhouden en niet enkel rekening houden met de korte termijn effecten van hun beslissing.

De leeftijd en ervaring van een CEO zullen dus een gelijkaardig effect hebben op de bedrijfsinvesteringen. Toch is het belangrijk om ze apart te bekijken omdat een oudere CEO niet automatisch veel ervaring heeft als hij vanuit een andere positie is doorgegroeid naar de CEO-positie of als hij pas aangesteld is als CEO. Het wilt dus niet zeggen dat een jongere CEO altijd dezelfde invloed op de bedrijfsprestaties heeft als een minder ervaren maar oudere CEO.

Hypothese 1: Oudere CEO's hebben een positief effect op de bedrijfsinvesteringen

Hypothese 2: De ervaring van een CEO heeft een positieve invloed op de bedrijfsinvesteringen

De relatie tussen beloning en prestaties is afgeleid van de agency theorie, het beloningsbeleid zou zo ontworpen moeten zijn dat het de doelstellingen van de risico-averse en egoïstische managers verbindt met die van de aandeelhouders (Grossman & Hart, 1983). De beloning van een CEO is misschien wel de belangrijkste carrièreverwachting in de praktijk omdat dit de variabele is die het makkelijkst te controleren is voor het bedrijf. Een CEO wordt elk jaar ouder en krijgt ook elk jaar meer ervaring, dit zijn variabelen waar een bedrijf weinig aan kan doen. Het is voor bedrijven dus belangrijk om te weten of een hogere beloning zorgt betere bedrijfsprestaties. Er zal specifiek onderzocht worden wat de invloed is van de variabele beloning op de bedrijfsinvesteringen omdat deze soort van beloning een directe link heeft met de prestaties van het bedrijf. Volgens Leonard (1990) hebben bedrijven die hun management een variabele beloning geven op basis van het halen van vooraf bepaalde doelen een grotere stijging in hun *return on equity* dan bedrijven die enkel een vast remuneratiebeleid hebben. CEO's zullen harder werken wanneer ze een hogere variabele beloning beloofd wordt (Leonard, 1990).

Hypothese 3: Een hogere variabele beloning heeft een positief effect op de bedrijfsinvesteringen

5. Data en methodologie

1. Data

Om de conclusies en resultaten van de bestaande literatuur te testen werden de gegevens verzameld van alle Belgische beursgenoteerde bedrijven. Deze data werd verzameld met behulp van de Bel-First database van Bureau van Dijk en de jaarverslagen die geraadpleegd zijn via de websites van de ondernemingen. Omdat de recentste gegevens uit de database dateren van 2016 zal ons onderzoek gaan over de periode van 2012 tot en met 2016.

Deze database bevat informatie over alle Belgische en Luxemburgse bedrijven daarom zijn de Luxemburgse bedrijven er als eerste uitgefilterd, na het toevoegen van deze restrictie bleven er nog 580 117 bedrijven over. Omdat deze masterproef gaat over de Belgische beursgenoteerde bedrijven, worden de niet beursgenoteerde bedrijven geëlimineerd, dit is de volgende stap in het maken van de steekproef. Tenslotte werden de banken en kredietinstellingen verwijderd uit de lijst waardoor er een steekproef overbleef van 147 bedrijven.

Naast de Belfirst database is er ook informatie verzameld uit de jaarverslagen van de ondernemingen, deze verslagen waren in de meeste gevallen terug te vinden op de websites van de ondernemingen. Indien de verslagen ontbraken op de website is er gebruik gemaakt van de balanscentrale van de Nationale Bank van België. Door het verzamelen van de variabelen die nodig zijn voor dit onderzoek zijn er nog ondernemingen geschrapt uit de steekproef omdat er voor deze bedrijven niet de juiste informatie beschikbaar was. Uiteindelijk bleven er nog 81 ondernemingen over, de lijst van de gebruikte ondernemingen is terug te vinden in bijlage 1.

2. Methodologie

Hieronder worden de verschillende variabelen apart besproken, ook wordt er uitgelegd hoe de verschillende variabelen berekend zijn. In het empirisch onderzoek zullen als eerste de afhankelijke, onafhankelijke en controlevariabelen apart bekeken worden, hierbij zal er onder andere gekeken worden naar het gemiddelde en het minimum en maximum. Hierna zal de samenhang tussen de verschillende variabelen bekeken worden door het opstellen van een correlatietabel. Ten slotte zullen er verschillende regressies uitgevoerd worden.

Afhankelijke variabelen

Dit onderzoek spitst zich toe op het effect van carrièreverwachtingen op de bedrijfsinvesteringen en de bedrijfsprestaties in het algemeen. De belangrijkste afhankelijke variabelen in dit onderzoek zijn Tobin's Q, ROA, ROE en de *Capital expenditures* (Incapex) daarnaast zal ook de invloed van de carrièreverwachtingen op de groei van de omzet (gomzet), winst (gwinst) en de winstmarge (gwinstmarge) onderzocht worden.

$$\text{Winstmarge} = \frac{\text{nettowinst}}{\text{omzet}}$$

$$\text{ROA} = \frac{\text{nettowinst}}{\text{totaal vermogen}}$$

$$\text{ROE} = \frac{\text{nettowinst}}{\text{eigen vermogen}}$$

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{marktwaarde}}{\text{totaal vermogen}}$$

In de regressies in deze thesis heb ik ervoor gekozen om als eerste de Tobin's Q als maat voor de ondernemingsprestaties weer te geven. De doelstellingen van een bedrijf worden meestal omgezet in meetbare variabelen, op deze manier kan men nagaan of de doelstellingen werkelijk behaald zijn. In de studie van Antia, Pantzalis en Park (2010) wordt er gebruik gemaakt van het zogenaamde Tobin's Quotiënt als prestatie maatstaf, ook wel Tobin's Q genoemd (Antia, Pantzalis, & Park, 2010). Als tweede maatstaf is er de *Return On Assets*, ROA werd reeds gebruikt als proxy voor bedrijfsprestaties in verschillende empirische studies zoals (Antle & Smith, 1985; Mehran, 1995). Als derde is er de *Return On Equity*, de ROE of rentabiliteit van het eigen is een goede maatstaf voor de bedrijfsprestaties omdat het een indicatie geeft hoeveel rendement de managers kunnen halen met het geïnvesteerde geld van de aandeelhouders. *Capital expenditures* is een veel gebruikte maatstaf om de investeringen van een bedrijf te meten. Ze worden berekend door de materiële vaste activa van het huidige jaar te verminderen met die van het vorige jaar, hierbij worden dan de afschrijvingen van het huidige jaar bij opgeteld (Shroff, 2017). De groei van de winst, omzet en de winstmarge zijn de laatste variabelen die gebruikt worden, de invloed van de carrièreverwachtingen op deze variabelen worden getest omdat de investeringen natuurlijk maar een onderdeel zijn van bedrijfsprestaties. Door de invloed op deze variabelen te testen krijgen we een groter beeld van de impact van carrièreverwachtingen.

Onafhankelijke variabelen

Om de carrièreverwachtingen te benaderen is er gebruik gemaakt van 4 variabelen namelijk de leeftijd (LeeftijdCEO), CEOshare, de variabele beloning (Varbeloning) en de ervaring van de CEO. Als eerste is er dus de leeftijd, dit is de leeftijd van de CEO in 2016. Er is gebruik gemaakt van de leeftijd in 2016 omdat dit het laatste jaar is waar er gegevens over beschikbaar zijn. De tweede variabele is CEOshare, dit is een binaire variabele die de waarde 1 toegewezen krijgt als de CEO aandelen heeft van het bedrijf waar hij de leiding over heeft en 0 als de CEO geen aandelen had. De variabele beloning is het soort beloning dat het meest beïnvloedbaar is door het gedrag van de CEO. Tenslotte is er de ervaring van de CEO, met de ervaring wordt het aantal jaren dat de CEO de leiding heeft over het bedrijf.

Controlevariabelen

De eerste controlevariabele is de grootte van de onderneming, deze is berekend door het natuurlijk logaritme te nemen van de totale activa. Grotere ondernemingen kunnen genieten van schaalvoordelen en dus lagere kosten die kunnen leiden tot hogere mate van winstgevendheid (Nunes, Serrasqueiro, & Sequeira, 2009). Grotere ondernemingen hebben echter niet enkel voordelen dankzij hun grootte. Zo is een grotere onderneming vaak bureaucratischer georganiseerd, er moeten veel regels gevolgd worden en beslissingen moeten ook gecontroleerd en goedgekeurd worden door meerdere personen wat kan leiden tot vertragingen. Hierdoor worden de grotere bedrijven minder efficiënt en kunnen zich ook steeds moeilijker aanpassen aan veranderende omstandigheden, dit heeft dan weer een invloed op de bedrijfsprestaties (Athanasoglou, Brissimis, & Delis, 2008). De tweede controlevariabele die gebruikt zal worden in de regressies is de leeftijd (Leeftijdond) van een onderneming. In dit model zal de leeftijd van de onderneming berekend worden het natuurlijke logaritme te nemen van het aantal jaren die verstreken zijn sinds de datum van oprichting. De schuld is de laatste controlevariabelen, deze is berekend door de schuld te delen door de totale activa. Dit is consistent met eerder onderzoek (Bhagat & Bolton, 2008; Graham, Lang, & Shackelford, 2004; Khanna & Tice, 2005).

6. Empirisch onderzoek

1. Beschrijvende statistiek

In het empirisch onderzoek is er eerst een deel beschrijvende statistiek waarin een samenvatting staat over de belangrijkste variabelen van de steekproef in de periode van 2012 tot 2016. In de tabellen staan het aantal observaties, het gemiddelde, de standaardafwijking, het minimum en het maximum gemeten over een periode van vijf jaar. In tabel 1 staan de gegevens over de afhankelijke variabelen, in tabel 2 en 3 staan dan de onafhankelijke variabelen, de inhoud van deze laatste twee tabellen zal ik kort bespreken. We zien dat het aantal observaties van de afhankelijke variabelen schommelt tussen 380 en 461 waarnemingen. De onafhankelijke variabelen zijn gesplitst in twee aparte delen. In de derde tabel is de totale beloning van de CEO opgesplitst in 3 delen namelijk de vaste beloning, de variabele beloning en de extra beloning. De extra beloning kan bestaan uit verschillende onderdelen zoals een auto, aandelenopties of andere soorten voordelen, niet in elk bedrijf krijgt de CEO dit soort voordelen. Tabel 4 geeft tenslotte informatie over de gebruikte controlevariabelen.

	Observaties	Gemiddelde	Standaardafwijking	Minimum	Maximum
Capex	387	150000000	8040000	-1670000000	1200000000
Winstmarge	461	0.18	10.73	-89.58	207.62
Gwinstmarge	380	0.57	29.37	-232.41	508.99
Gwinst	381	-0.32	7.88	-94.05	56.31
Gomzet	381	2.14	24.65	-1.78	359.98
ROA	384	0.01	0.21	-2.55	0.44
ROE	384	0.06	0.39	-2.76	3.12
Tobin's Q	383	1.07	1.35	0	13.22

Tabel 1: Beschrijvende statistieken afhankelijke variabelen

In onderstaande tabel is te zien dat de gemiddelde leeftijd van de CEO's van de Belgische beursgenoteerde bedrijven 54.54 jaar is, Immobel heeft met 35 jaar de jongste CEO tewerkgesteld. Als we kijken naar het aantal jaren dat de CEO van het bedrijf in 2016 al aan de macht is dan zien we dat het gemiddelde afgerond 9 jaar is, de meest ervaren CEO van de steekproef is Bernard Lescot van Softimat.

	Observaties	Gemiddelde	Standaardafwijking	Minimum	Maximum
LeeftijdCEO	382	54.54	6.88	35	79
CEOshare	350	0.75	0.43	0	1
Ervaring	384	8.58	7.76	0	32

Tabel 2: Beschrijvende statistieken onafhankelijke variabelen

Als we dan het remuneratiepakket bekijken zien we dat de gemiddelde vaste beloning € 490 302 is, de maximum vaste beloning bedraagt € 3 475 045. Gemiddeld gezien keren de bedrijven € 265 705 aan hun CEO's. UCB beloond zijn CEO met de grootste extra beloning, deze bedraagt € 2 247 453.

	Observaties	Gemiddelde	Standaardafwijking	Minimum	Maximum
Vbeloning	372	490302	388187	72490	3475045
Varbeloning	371	265705	401488	0	3290000
Extra	372	115527	252542	0	2247453
Totbeloning	374	866163	784820	72490	4510000

Tabel 3: Beschrijvende statistieken onafhankelijke variabelen

	Observaties	Gemiddelde	Standaardafwijking	Minimum	Maximum
Leeftijdond	460	15.12	12.52	1	90
Schuld	472	0.56	0.62	0	12.29
Grootte	476	20.06	1.95	14.91	26.28

Tabel 4: Beschrijvende statistieken controlevariabelen

In tabel 5, die u kan vinden op de volgende pagina, zijn alle correlaties tussen de verschillende variabelen opgenomen. Ik zal enkele correlaties bespreken met betrekking tot de relatie tussen de carrièrerwachten en de bedrijfsinvesteringen. In de tabel is te zien dat de leeftijd van een CEO positief gecorreleerd is met de ROA op 5% significantieniveau, dit wil zeggen dat een oudere CEO zal leiden tot een hogere ROA. Als we verder kijken naar de ROA dan zien we dat deze ook positief significant gecorreleerd is met de variabele beloning en de ervaring van een CEO op respectievelijk 5% en 10% significantieniveau. De *capital expenditures* hebben een positieve relatie met verschillende carrièrerwachten, de correlatie met de variabele beloning bedraagt bijvoorbeeld 0.512 op 1% significantieniveau. Tobin's Q is tenslotte significant negatief gecorreleerd met drie van de vier carrièrerwachten.

Naast het onderzoeken van de relaties tussen de verschillende variabelen dient de correlatietabel ook om na te gaan of er sprake is van multicollineariteit in de steekproef. Zoals uit de tabel blijkt zijn de correlaties tussen de variabelen dusdanig laag dat het zeer onwaarschijnlijk is dat er sprake is van multicollineariteit. Om helemaal zeker te zijn dat er geen multicollineariteit heb ik ook nog een *variance inflation factor* test (VIF-test) uitgevoerd op de de verschillende regressies, hieruit blijkt dat er geen sprake is van multicollineariteit.

	LeeftijdCEO	CEOshare	Lnvarbel	Ervaring	Groote	Leeftijdond	Schuld	ROA	Lncapex	Gwinstmarge	Gwinst	Gomzet	ROE	TobinsQ
LeeftijdCEO	1													
CEOshare	-0,036	1												
Lnvarbel	-0,023	0,169**	1											
Ervaring	0,358***	0,062	-0,188***	1										
Groote	0,06	0,119	0,642***	-0,155***	1									
Leeftijdond	0,082	-0,072**	0,026	0,224***	0,032**	1								
Schuld	0,109	-0,049	0,2	-0,183*	0,257*	0,064	1							
ROA	0,125**	-0,189**	0,118**	0,078*	0,196***	0,225**	-0,054***	1						
Lncapex	0,044	0,169**	0,512***	-0,173***	0,727***	0,068	0,424***	0,203***	1					
Gwinstmarge	-0,042**	0,053	0,139*	0,005	0,021	0,194*	0,033	-0,083	-0,116*	1				
Gwinst	-0,073***	0,096*	-0,046	-0,087***	-0,087	-0,344	-0,056	-0,099	0,011	0,383***	1			
Gomzet	-0,018***	-0,106	0,012**	0,052***	-0,01	0,002	-0,027	0,005	-0,122*	-0,007	0,005	1		
ROE	-0,107	-0,118	0,109***	0,097	0,097	0,188***	-0,1**	0,612***	0,207***	-0,72	-0,064	0,004**	1	
TobinsQ	-0,102***	-0,128*	-0,119**	-0,101	-0,101	-0,1	-0,2	0,129	-0,156***	0,002	0,049	-0,01	0,04	1

Tabel 5: Correlatietabel

Noot. *** Correlatie significant op 1% (2-tailed)
 ** Correlatie significant op 5% (2-tailed)
 * Correlatie significant op 10% (2-tailed)

2. Regressies

De resultaten van de regressie-analyse zijn opgesomd in tabel 6 tot en met tabel 12, er is een *fixed effects* regressie uitgevoerd op basis van panel data over de periode van 2012-2016. In alle tabellen is gebruik gemaakt van *robust* standaardafwijkingen om ervoor te zorgen dat er geen heteroscedasticiteit is. In de tabellen staan de significante resultaten vetgedrukt, de asterisken geven aan op welk niveau de resultaten significant zijn. In tabel 6 tot en met tabel 8 bestaan de afhankelijke variabelen uit maatstaven om de effectiviteit en grootte van de investeringen te meten. De regressies in tabel 9 tot en met tabel 12 tonen het effect van de carrièreverwachtingen op algemene prestatie maatstaven.

In tabel 6 is de regressie weergegeven van de onafhankelijke en controlevariabelen op de afhankelijke variabele ROA. In de tabel is te zien dat LeeftijdCEO, Varbeloning en CEOshare een positieve relatie hebben met ROA op significantieniveaus 5% en 10% (LeeftijdCEO en Varbeloning $p < 0.05$; CEOshare $p < 0.1$). Ook de controlevariabelen Leeftijdond en schuld zijn significant (Leeftijdond $p < 0.1$; Schuld $p < 0.01$). De ervaring van een CEO heeft tegen mijn verwachting in een negatieve invloed op de ROA, deze tabel ondersteunt dus de tweede hypothese niet (Ervaring $p < 0.1$).

ROA	R ²	Coëfficiënt	Standaardafwijking
	0.0113***		
LeeftijdCEO		0.0015**	0.0007
CEOshare		0.0009*	0.0005
Varbeloning		0.0241**	0.0122
Ervaring		-0.0006*	0.0004
Grootte		-0.0041	0.0137
Leeftijdond		0.0203*	0.0121
Schuld		-0.1483***	0.0023
Constante		-0.1990	0.2206

Tabel 6: Regressieresultaten

Noot. *** Coëfficiënt significant op 1% (2-tailed)

** Coëfficiënt significant op 5% (2-tailed)

* Coëfficiënt significant op 10% (2-tailed)

In tabel 7 wordt de invloed gemeten op de *capital expenditures*, om deze variabele juist te kunnen inschatten heb ik het natuurlijk logaritme genomen. CEOshare, Varbeloning en Grootte hebben een positieve invloed op de *capital expenditures* (CEOshare $p < 0.01$; Varbeloning $p < 0.05$; Grootte $p < 0.1$). Ook kunnen we uit deze regressie afleiden dat de leeftijd van een onderneming een negatief effect heeft op de afhankelijke variabelen (Leeftijdond $p < 0.1$).

Lncapex	R ²	Coëfficiënt	Standaardafwijking
	0.1187**		
LeeftijdCEO		0.0088	0.0161
CEOshare		0.0144***	0.0054
Varbeloning		0.0152**	0.0038
Ervaring		-0.0186	0.0179
Grootte		0.6281*	0.3607
Leeftijdond		-0.0653*	0.0382
Schuld		3.362	1.045
Constate		6.052	5.656

Tabel 7: Regressieresultaten

Noot. *** Coëfficiënt significant op 1% (2-tailed)

** Coëfficiënt significant op 5% (2-tailed)

* Coëfficiënt significant op 10% (2-tailed)

In de volgende tabel zien we dat buiten Ervaring alle onafhankelijke variabelen een significante positieve invloed hebben op Tobin's Q (Varbeloning $p < 0.01$; LeeftijdCEO $p < 0.05$; CEOshare $p < 0.1$). Net als in de twee voorgaande tabellen wordt hier dus ook de derde hypothese ondersteund, volgens al deze cijfers heeft een hogere variabele beloning een positieve impact op de bedrijfsinvesteringen. Ook zien we dat net zoals in tabel 6 de leeftijd van een CEO een positief effect heeft op de bedrijfsinvesteringen. Van de controlevariabelen hebben zowel Leeftijdond als Schuld een positieve invloed ($p < 0.1$).

Tobin's Q	R ²	Coëfficiënt	Standaardafwijking
	0.0427**		
LeeftijdCEO		0.0259**	0.0124
CEOshare		0.2793*	0.1641
Varbeloning		0.0579***	0.0215
Ervaring		0.0095	0.0113
Grootte		-0.0093	0.0986
Leeftijdond		0.0538*	0.0289
Schuld		0.0877*	0.0480
Constate		-1.7115	2.3496

Tabel 8: Regressieresultaten

Noot. *** Coëfficiënt significant op 1% (2-tailed)

** Coëfficiënt significant op 5% (2-tailed)

* Coëfficiënt significant op 10% (2-tailed)

In onderstaande tabel zien we dat enkel LeeftijdCEO, Ervaring en Schuld een significante invloed hebben op de groei van de winstmarge (Schuld $p < 0.01$; LeeftijdCEO $p < 0.05$; Ervaring $p < 0.1$). De drie variabelen hebben echter wel allemaal een positieve invloed op deze groei. In de voorgaande tabellen is er geen bewijs gevonden dat de tweede hypothese

klopt, uit de resultaten van deze regressie kunnen we echter wel afleiden dat de ervaring van een CEO een positief effect heeft op de groei van de winstmarge.

Gwinstmarge	R ²	Coëfficiënt	Standaardafwijking
	0.0144**		
LeeftijdCEO		0.4233**	0.2159
CEOshare		0.0001	0.0001
Varbeloning		-10.073	6.9760
Ervaring		0.2610*	0.1483
Grootte		1.3935	1.2595
Leeftijdond		0.1207	0.5783
Schuld		1.4451***	0.2978
Constate		78.593	74.760

Tabel 9: Regressieresultaten

Noot. *** Coëfficiënt significant op 1% (2-tailed)

** Coëfficiënt significant op 5% (2-tailed)

* Coëfficiënt significant op 10% (2-tailed)

Tabel 10 geeft de invloed weer op de groei van de winst, LeeftijdCEO, Grootte, Schuld en de ervaring hebben allemaal een negatieve invloed (Ervaring en Schuld $p < 0.01$; LeeftijdCEO en Grootte $p < 0.05$). De Varbeloning heeft dan weer een positieve invloed op de groei van de winst ($p < 0.1$).

Gwinst	R ²	Coëfficiënt	Standaardafwijking
	0.0422***		
LeeftijdCEO		-0.0186**	0.0084
CEOshare		0.0066	0.9831
Varbeloning		2.0724*	1.2596
Ervaring		-0.0250***	0.0095
Grootte		0.5609**	0.3228
Leeftijdond		-0.1347	0.1528
Schuld		0.4534***	0.1074
Constate		16.358	29.613

Tabel 10: Regressieresultaten

Noot. *** Coëfficiënt significant op 1% (2-tailed)

** Coëfficiënt significant op 5% (2-tailed)

* Coëfficiënt significant op 10% (2-tailed)

In tabel 11 zien we dat de carrièreverwachtingen LeeftijdCEO, Ervaring en Varbeloning een significante positieve invloed hebben op groei van de omzet (LeeftijdCEO, Ervaring $p < 0.01$; Varbeloning $p < 0.05$). De invloed van de Varbeloning is echter veel groter dan die van de andere twee variabelen. Van de controlevariabelen is alleen Leeftijdond positief significant ($p < 0.1$).

Gomzet	R ²	Coëfficiënt	Standaardafwijking
	0.0207**		
LeeftijdCEO		0.0588***	0.0197
CEOshare		0.0212	0.1353
Varbeloning		11.192**	4.6883
Ervaring		0.0754***	0.0121
Grootte		-0.1522	0.8615
Leeftijdond		0.4116*	0.2470
Schuld		-0.2890	0.4149
Constante		-140.590	133.73

Tabel 11: Regressieresultaten

Noot. *** Coëfficiënt significant op 1% (2-tailed)

** Coëfficiënt significant op 5% (2-tailed)

* Coëfficiënt significant op 10% (2-tailed)

Ervaring, Grootte, Leeftijdond en Schuld hebben volgens tabel 12 een significante negatieve impact op ROE (Ervaring, Leeftijdond en Schuld $p < 0.01$; Grootte $p < 0.05$), de coëfficiënt van Ervaring is echter zeer laag. Varbeloning heeft in tegenstelling tot de andere variabelen een positieve invloed ($p < 0.01$), de coëfficiënt van Varbeloning (0.051) is ook groter als die van Ervaring.

ROE	R ²	Coëfficiënt	Standaardafwijking
	0.0021**		
LeeftijdCEO		0.0029	0.0037
CEOshare		0.0081	0.1290
Varbeloning		0.0511***	0.0193
Ervaring		-0.0021***	0.0002
Grootte		-0.0030**	0.0014
Leeftijdond		-0.0026***	0.0007
Schuld		-0.0185***	0.0061
Constante		-0.5303	0.6929

Tabel 12: Regressieresultaten

Noot. *** Coëfficiënt significant op 1% (2-tailed)

** Coëfficiënt significant op 5% (2-tailed)

* Coëfficiënt significant op 10% (2-tailed)

7. Discussie en conclusie

Deze masterproef onderzoekt de relatie tussen de carrièreverwachtingen van een CEO en de bedrijfsinvesteringen. Als eerste ben ik in de bestaande literatuur op zoek gegaan naar de antwoorden op de verschillende deelvragen. In het eerste deel van de literatuurstudie werden de belangrijkste eigenschappen van een CEO aangehaald die zouden kunnen leiden tot een principaal-agent probleem, in het tweede deel werd dan de focus gelegd op dit principaal-agent probleem omdat het verklaart waarom carrièreverwachtingen een invloed kunnen hebben op de bedrijfsinvesteringen. De doelstelling van het uitgevoerde empirisch onderzoek was om na te gaan of de carrièreverwachtingen uit het eerste deel van de literatuurstudie ook een invloed hebben op de bedrijfsinvesteringen. Ook werd er nagegaan wat nu de precieze invloed van deze verwachtingen is op de bedrijfsinvesteringen, er is met andere woorden nagegaan wat de impact is van iedere verwachting op de verschillende prestatie maatstaven. Naast de invloed op de bedrijfsinvesteringen heb ik ook de invloed van carrièreverwachtingen op de totale bedrijfsprestaties kort onderzocht, bedrijfsinvesteringen zijn namelijk maar een klein deel van de bedrijfsprestaties. Het is daarom belangrijk om te kijken of de invloed van de carrièreverwachtingen op de investeringen doorgetrokken wordt naar de algemene bedrijfsprestaties. Op deze manier worden de antwoorden op de deelvragen bevestigd en kan er uiteindelijk ook een antwoord worden geformuleerd op de centrale onderzoeksvraag.

Na het uitvoeren van de Hausmantest werd er in het empirisch deel gewerkt met *fixed effects panel data*, de resultaten van dit onderzoek zijn gebaseerd op een periode van 5 jaar namelijk van 2012 tot en met 2016. De resultaten van de regressies tonen aan dat de leeftijd van een CEO een positieve invloed heeft op de bedrijfsinvesteringen zoals verondersteld in de eerste hypothese. Zo heeft de leeftijd een licht positieve invloed op de ROA op 5% significantieniveau, daarnaast is er ook een positieve relatie tussen de leeftijd en Tobin's Q. Hieruit kunnen we concluderen dat volgens dit onderzoek oudere CEO's inderdaad een positief effect hebben op de bedrijfsinvesteringen, dit ligt in lijn met de bestaande literatuur zoals dat van Li (2017) en Xie (2015). Naast de impact op de bedrijfsinvesteringen is er ook onderzocht wat de invloed is van leeftijd op de bedrijfsprestaties in het algemeen, hieruit blijkt dat de leeftijd een positieve invloed heeft op zowel de groei van de winstmarge als op de groei van de omzet.

Een CEO met meer ervaring heeft een kleine negatieve significante invloed op de ROA, maar deze invloed is slechts significant op 10%. Er is dus geen ondersteuning gevonden voor de tweede hypothese. Als we dan kijken naar de andere bedrijfsprestaties heeft een meer

ervaren CEO een positieve invloed op zowel de groei van de omzet als op de groei van de winstmarge, daarnaast heeft de ervaring een zeer kleine negatieve invloed op de ROE.

De laatste hypothese heeft betrekking op de variabele beloning van een CEO. De variabele beloning heeft een positieve relatie met de ROA en de *capital expenditures* op 5% significantieniveau, ook heeft het een positieve impact op Tobin's Q maar dan op 1% significantieniveau. De resultaten suggereren dus dat een hogere variabele beloning leidt tot betere bedrijfsinvesteringen. De variabele beloning heeft buiten de groei van de winstmarge een positieve invloed op alle gebruikte bedrijfsprestatie maatstaven dus ook op de ROE. Dit bevestigt de conclusies uit het werk van Leonard (1990), volgens hem hebben bedrijven die een variabele beloning geven een hogere ROE. CEOshare is de laatste carrièreverwachting waarvan de invloed getest is, net als de variabele beloning heeft CEOshare een positieve impact op de ROA, *capital expenditures* en Tobin's Q.

Deze thesis draagt niet alleen bij aan de bestaande literatuur, in deze thesis zitten enkele belangrijke inzichten voor de praktijk. Zo geven de resultaten aan dat bedrijven waarvan de CEO aandelen bezit van het bedrijf hogere returns hebben op hun bedrijfsinvesteringen. Het is dus volgens dit onderzoek belangrijk om niet enkel aandelenopties toe te voegen aan het remuneratiepakket maar ook de CEO's aan te sporen en te motiveren om deze opties ook daadwerkelijk om te zetten in aandelen. Ook benadrukken de resultaten het belang van een goed beloningsbeleid binnen ondernemingen, het is namelijk zo dat wanneer bedrijven de variabele beloning van hun CEO koppelen aan het behalen van bepaalde doelstellingen dit een positief effect heeft op de bedrijfsprestaties. De carrièreverwachtingen leeftijd en ervaring zijn moeilijker te beïnvloeden voor de bedrijven, toch geeft deze thesis aan dat het belangrijk is voor bedrijven om hier ook rekening mee te houden. Dit probleem kan opgelost worden door de beslissingen van de managers goed te controleren en te monitoren of door ze verantwoording te laten afleggen voor hun investeringsbeslissingen.

Elk onderzoek heeft zijn beperkingen, in deze masterproef is er gefocust op het korte termijn effect van carrièreverwachtingen. Het is dus niet zeker of deze resultaten ook gelden op een langere termijn, dit is een interessante piste die onderzocht kan worden in verder onderzoek. De relatie tussen carrièreverwachtingen van de CEO en de bedrijfsinvesteringen is hier onderzocht bij Belgische beursgenoteerde bedrijven, het kan nuttig zijn om deze steekproef te vergroten door bijvoorbeeld na te gaan of men dezelfde resultaten bekomt als men deze relatie onderzoekt bij niet-beursgenoteerde bedrijven. Ook de mogelijke aanwezigheid van endogeniteit is een belangrijk inzicht dat in de toekomst getest en opgelost kan worden, er is beslist om bijvoorbeeld geen *Generalized method of moments* test uit te voeren omdat te

complex is en te veel tijd in beslag zou nemen voor dit onderzoek. Een andere manier om endogeniteit te vermijden is gebruik te maken van instrumentele variabelen, dit is niet mogelijk in dit onderzoek omdat we simpelweg geen goede instrumentele variabelen gevonden hebben. De laatste aanbeveling gaat over de omvang van de steekproef, bij het verzamelen van de informatie zijn er veel bedrijven verwijderd omdat hierover niet de nodige informatie te vinden was. Verder onderzoek kan dit probleem oplossen door kwantitatief onderzoek te combineren met kwalitatief onderzoek, bijvoorbeeld door het afnemen van vragenlijsten bij CEO's.

Lijst van geraadpleegde werken

- Antia, M., Pantzalis, C., & Park, J. C. (2010). CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Corporate Finance*, 16(3), 288-301.
- Antle, R., & Smith, A. (1985). Measuring executive compensation: Methods and an application. *Journal of Accounting Research*, 296-325.
- Athanasoglou, P. P., Brissimis, S. N., & Delis, M. D. (2008). Bank-specific, industry-specific and macroeconomic determinants of bank profitability. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 18(2), 121-136.
- Belgische Corporate Governance Code 2009.
- Bertrand, M., & Schoar, A. (2003). Managing with style: The effect of managers on firm policies. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1169-1208.
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Chen, Y. (2015). Career Concerns and Excessive Risk Taking. *Journal of Economics & Management Strategy*, 24(1), 110-130. doi:10.1111/jems.12085
- Conyon, M. J., & Peck, S. I. (1998). BOARD CONTROL, REMUNERATION COMMITTEES, AND TOP MANAGEMENT COMPENSATION. *Academy of Management Journal*, 41(2), 146-157. doi:10.2307/257099
- Davis, J. H., Schoorman, F. D., & Donaldson, L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management Review*, 22(1), 20-47.
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1-36.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fayol, H. (1949). GENERAL AND INDUSTRIAL MANAGEMENT.
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*: Strategic Management (Oxford U).
- Graham, J. R., Lang, M. H., & Shackelford, D. A. (2004). Employee stock options, corporate taxes, and debt policy. *The Journal of Finance*, 59(4), 1585-1618.
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1983). An analysis of the principal-agent problem. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 7-45.
- Hirshleifer, D. (1993). Managerial Reputation and Corporate Investment Decisions. *Financial Management*, 22(2), 145-160. doi:10.2307/3665866
- Hu, C., & Liu, Y.-J. (2015). Valuing diversity: CEOs' career experiences and corporate investment. *Journal of Corporate Finance*, 30, 11-31. doi:10.1016/j.jcorpfin.2014.08.001
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. doi:[https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Khan, W. A., & Vieito, J. P. (2013). Ceo gender and firm performance. *Journal of Economics and Business*, 67, 55-66. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.01.003>
- Khanna, N., & Tice, S. (2005). Pricing, exit, and location decisions of firms: Evidence on the role of debt and operating efficiency. *Journal of Financial Economics*, 75(2), 397-427.
- Kultys, J. (2016). Controversies about Agency Theory as Theoretical Basis for Corporate Governance. *Oeconomia Copernicana*, 7(4), 613-634. doi:10.12775/OeC.2016.034
- Kurke, L. B., & Aldrich, H. E. (1983). MINTZBERG WAS RIGHT!: A REPLICATION AND EXTENSION OF THE NATURE OF MANAGERIAL WORK. *Management Science*, 29(8), 975-984.
- Lafley, A. (2009). What only the CEO can do. *Harvard Business Review*, 87(5), 54-62, 126.
- Leonard, J. S. (1990). Executive pay and firm performance. *ILR Review*, 43(3), 13-S-29-S.

- Li, X., Low, A., & Makhija, A. K. (2017). Career concerns and the busy life of the young CEO. *Journal of Corporate Finance*, 47(Supplement C), 88-109. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.006>
- Malmendier, U., & Tate, G. (2005). Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited. *European Financial Management*, 11(5), 649-659. doi:10.1111/j.1354-7798.2005.00302.x
- McCall, M. W., & Segrist, C. A. (1980). *In pursuit of the manager's job: Building on Mintzberg*. Center for Creative Leadership.
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 38(2), 163-184.
- Mintzberg, H. (1973). *The nature of managerial work*. New York: Harper and Row.
- Narayanan, M. (1985). Managerial incentives for short-term results. *The journal of finance*, 40(5), 1469-1484.
- Nunes, P. J. M., Serrasqueiro, Z. M., & Sequeira, T. N. (2009). Profitability in Portuguese service industries: a panel data approach. *The Service Industries Journal*, 29(5), 693-707.
- Prendergast, C., & Stole, L. (1996). Impetuous Youngsters and Jaded Old-Timers: Acquiring a Reputation for Learning. *Journal of Political Economy*, 104(6), 1105-1134. doi:10.1086/262055
- Saam, N. J. (2007). Asymmetry in information versus asymmetry in power: Implicit assumptions of agency theory? *The Journal of Socio-Economics*, 36(6), 825-840. doi:<https://doi.org/10.1016/j.socec.2007.01.018>
- Segrestin, B., & Hatchuel, A. (2011). Beyond agency theory, a post-crisis view of corporate law. *British Journal of Management*, 22(3), 484-499.
- Serfling, M. A. (2014). CEO age and the riskiness of corporate policies. *Journal of Corporate Finance*, 25(Supplement C), 251-273. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.013>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The journal of finance*, 52(2), 737-783.
- Shroff, N. (2017). Corporate investment and changes in GAAP. *Review of Accounting Studies*, 22(1), 1-63. doi:10.1007/s11142-016-9375-x
- Thompson, J. D. (1967). *Organizations in action: Social science bases of administrative theory*. Transaction publishers.
- Tsui, A. S. (1984). A role set analysis of managerial reputation. *Organizational behavior and human performance*, 34(1), 64-96.
- Vroom, V. H., & Pahl, B. (1971). Relationship between age and risk taking among managers. *Journal of applied psychology*, 55(5), 399.
- Weir, C., Laing, D., & McKnight, P. J. (2002). Internal and external governance mechanisms: their impact on the performance of large UK public companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(5-6), 579-611.
- Xie, J. (2015). CEO career concerns and investment efficiency: Evidence from China. *Emerging Markets Review*, 24, 149-159. doi:10.1016/j.ememar.2015.06.001
- Župerkienė, E., & Žilinskas, V. J. (2008). Analysis of Factors Motivating the Managers' Career. *Vadovų karjerą skatinančių veiksnių analizė.*, 57(2), 85-91.

Bijlagen

Bijlage 1: lijst van ondernemingen in steekproef

1. ABLYNX	2. ABO-GROUP ENVIRONMENT
3. ACCENTIS	4. ACKERMANS & VAN HAAREN
5. AGFA-GEVAERT	6. ANHEUSER-BUSCH INBEV
7. BARCO	8. BEFIMMO
9. BEKAERT	10. BIOCARTIS GROUP
11. BONE THERAPEUTICS	12. BPOST
13. CARE PROPERTY INVEST	14. CELYAD
15. CONNECT GROUP	16. D'IETEREN
17. ECKERT & ZIEGLER BEBIG	18. ELIA SYSTEM OPERATOR
19. ETABLISSEMENTEN FR. COLRUYT	20. EURONAV
21. EVS BROADCAST EQUIPMENT	22. EXMAR
23. FAGRON	24. FLORIDIENNE
25. FLUXYS BELGIUM	26. FOUNTAIN
27. GALAPAGOS	28. GIMV
29. GREENYARD	30. GROUPE BRUXELLES LAMBERT - GROEP BRUSSEL LAMBERT
31. HAMON & CIE (INTERNATIONAL)	32. HOME INVEST BELGIUM
33. IMMOBEL	34. INTERVEST OFFICES & WAREHOUSES
35. ION BEAM APPLICATIONS	36. JENSEN GROUP
37. KEYWARE TECHNOLOGIES	38. KINEPOLIS GROUP
39. LEASINVEST REAL ESTATE	40. LOTUS BAKERIES
41. MDXHEALTH	42. MELEXIS
43. MIKO	44. MITHRA PHARMACEUTICALS
45. MONTEA	46. MOURY CONSTRUCT
47. NYRSTAR	48. ONTEX GROUP
49. OPTION	50. ORANGE BELGIUM

51. PICANOL	52. PROXIMUS
53. REALDOLMEN	54. RECTICEL
55. RESILUX	56. RETAIL ESTATES
57. ROSIER	58. ROULARTA MEDIA GROUP
59. SAPEC	60. SIPEF
61. SMARTPHOTO GROUP	62. SPADEL
63. SOCIETE BELGE DE CONSTRUCTIONS AERONAUTIQUES (Sabca)	64. SOFINA
65. SOFTIMAT	66. SOLVAY
67. TELENET GROUP HOLDING	68. TER BEKE
69. TESSENDERLO GROUP	70. TEXAF
71. THROMBOGENICS	72. TIGENIX
73. TINC	74. UCB
75. UMICORE	76. VASTNED RETAIL BELGIUM
77. VGP	78. VIOHALCO
79. WAREHOUSES ESTATES BELGIUM	80. WERELDHAVE BELGIUM
81. ZENITEL	

Auteursrechtelijke overeenkomst

Ik/wij verlenen het wereldwijde auteursrecht voor de ingediende eindverhandeling:
Relatie tussen carrièreverwachtingen van de CEO en bedrijfsinvesteringen

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

Jaar: **2018**

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,

Geurts, Ruben

Datum: **22/08/2018**