



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master in de toegepaste economische
wetenschappen

Masterthesis

Het nut van gouden parachutes in beursgenoteerde bedrijven

Quinten Remijsen

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VOORDECKERS



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

Het nut van gouden parachutes in beursgenoteerde bedrijven

Quinten Remijns

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

PROMOTOR :

Prof. dr. Wim VOORDECKERS

Woord vooraf

Dit eindwerk stelt het laatste onderdeel van mijn masteropleiding "Toegepaste economische wetenschappen" aan de Universiteit Hasselt te Diepenbeek.

Voor mij was de opleiding een verkort traject via het voorbereidingsprogramma, hierdoor heeft mijn opleiding twee jaar geduurd. Bij het schrijven van dit werk wordt verwacht om al de kennis van de opleiding te gebruiken tot een bevorderlijk resultaat.

Echter heeft dit werk de nodige inzet gevraagd en was het geen sinecure om het tot stand te brengen, daarom zou ik graag enkele personen willen bedanken voor de begeleiding van dit werk.

Als eerste zou ik mijn ouders willen bedanken die het mogelijk maken, om na mijn eerste masteropleiding industrieel ingenieur, nog een tweede masteropleiding te volgen. Zij maakten het financieel mogelijk om in totaal zes jaar verder te studeren.

Als laatste zou ik graag Prof. dr. Wim Voordeckers, de promotor van mijn eindwerk, willen bedanken voor zijn tijd en de raad die hij mij heeft gegeven.

Samenvatting

Hoofdstuk 1 begint met een inleiding van de Belgische beurs waarop 178 bedrijven zijn genoteerd, die vervolgens worden onderverdeeld in drie verschillende indices. Voor de bedrijfsleiders van deze bedrijven is er wettelijk bepaald dat hun opzegvergoeding, de gouden parachute, maximum 12 maanden loon mag bedragen (Euronext, 2016) (KLD, 2008). Daarna gaat het hoofdstuk verder met de probleemstelling. Deze wordt geformuleerd vanuit de principaal-agent theorie, waarin de problemen in de relatie tussen de aandeelhouder (principaal) en management (agent) verduidelijkt worden. Verder wordt er beschreven dat het opportunistisch handelen van een groep geconcentreerde aandeelhouders dient worden te beperkt. Dit zou mogelijk zijn door het implementeren van kost verhogende middelen zoals gouden parachutes (Small, Smith, & Yildirim, 2007). Vervolgens wordt er ook nog een blik op de moral hazard theorie geworpen, ook hier dienen er beperkende middelen te worden geïmplementeerd om opportunistisch gedrag van de geconcentreerde externe aandeelhouder te vermijden. Hierdoor zouden gouden parachutes meer voorkomen bij geconcentreerd aandeelhouderschap (Falaschetti, 2002). Maar volgens de principaal-agent theorie zijn gouden parachutes extralegale voordelen en zouden deze dus meer voorkomen bij bedrijven met verspreid aandeelhouderschap (Falaschetti, 2002). Door dit opportunistisch handelen is het management en de CEO niet meer bereid om mee te werken aangezien zij zich bedreigd voelen. Daardoor daalt de efficiëntie in het bedrijf en zou er gesteld kunnen worden dat gouden parachutes de efficiëntie verbeteren. Hierna is de centrale onderzoeksvraag opgesteld: **“Hebben gouden parachutes een effectief nut in bedrijven of zijn zij een verrijking voor de CEO?”** en zijn de twee deelvragen opgesteld. In de onderzoeksopzet wordt beschreven hoe getracht wordt om een antwoord te vinden op de onderzoeksvragen. Hiervoor worden onder andere Bel-first, de jaarverslagen van de bedrijven en SPSS gebruikt.

In **hoofdstuk 2** wordt er gestart met de literatuurstudie. Eerst zal er begonnen worden met het team productieproces kort uit te leggen omdat dit van belang is om het vervolg van het werk te kunnen volgen. Vervolgens wordt er dieper ingegaan op de agency theory, hierin wordt toegelicht dat de agent en principaal elk hun eigen belangen willen maximaliseren (Jensen & Meckling, 1976). Daarna worden er oplossingen gegeven om dit gedrag te limiteren. Dit kan door middel van een monitoring cost waarbij er controle uitgevoerd wordt op de agent en doormiddel van bonding cost. Deze bonding cost gaat de agent zelf maken om zo een garantie te geven aan de principaal dat hij niet zijn eigen belangen gaan na streven. Daarnaast treedt er ook nog een residual loss op (Jensen & Meckling, 1976). Om shirking tegen te gaan kan er een gecentraliseerde agent worden geïmplementeerd die een controlefunctie uitoefent op het team (Alchian & Demsetz, 1972). Vervolgens worden er oplossingen gegeven die het moral hazard probleem in team productieprocessen tegen gaan. Een eerste oplossing is door middel van toezicht. Hier zal de gecentraliseerde agent gemotiveerd worden door aandelen van het bedrijf. Daarmee zal hij een deel van de winsten verkrijgen en de efficiëntie verhogen. Maar dit zou niet voldoende zijn om een ondergeschikt Pareto equilibrium te vermijden en dient er een credible commitment overeenkomst te worden gebruikt (Alchian & Demsetz, 1972) (Falaschetti, 2002) (Holmstrom, The Firm as a Subeconomy, 1999). Een andere oplossing is via budget-breaking, hierin wordt het controlerende van het eigenaarschap gescheiden. Daardoor kunnen de leden van het team productieproces zichzelf op de vingers wijzen als zij zich onttrekken aan hun plicht. Omdat de output van het gehele team wordt bekeken zal het gehele team gestraft worden als er team leden aan shirking doen (Holmstrom, Moral Hazard in Teams, 1982) (Falaschetti, 2002). Maar de gezamenlijke output is pas na

enige tijd zichtbaar, daardoor heeft de eigenaar de mogelijkheid om producten te onttrekken van zijn werknemers en zo hun betaling naar geleverde output te verminderen. Daardoor willen de werknemers niet meer in een team werken en vermindert de totale output en dus ook de winst voor de eigenaar. Hierdoor zal de externe agent aan credible commitment moeten doen om een inferieur evenwicht te vermijden (Falaschetti, 2002). Daarnaast zal er ook een geloofwaardige verbintenis gemaakt moeten worden in het team productieproces. Aangezien in een groter team de drang om te freeriden groter wordt, is het voor de verspreide externe agent moeilijker om opportunistisch te handelen. Verspreid aandeelhouderschap zou dus de efficiëntie in het team productieproces verbeteren. De geconcentreerde aandeelhouders gaan instituties toevoegen die kost verhogend zijn als zij opportunistisch gaan handelen. Dit kan doormiddel van gouden parachutes waardoor de managers een geconcentreerde aandeelhouder als een mindere bedreiging gaan zien omdat de kost voor opportunistisch te handelen van deze aandeelhouder verhoogd is (Falaschetti, 2002). Ook kan er door de aandeelhouder opportunistisch worden gehandeld door het aanvaarden van vijandige overnamebieden. Doormiddel van die overnames is het voor de aandeelhouder mogelijk om de rijkdommen van de belanghebbenden te onttrekken naar zichzelf. Daardoor zou er inefficiëntie in het bedrijf kunnen optreden. Ook is het voor de eigenaar mogelijk om zijn management te ontslaan en als deze dan pas betaald wordt na de prestatie, kan het zijn aan deze betalingsplicht niet meer voldaan wordt. Daardoor zouden de contractuele relaties tussen aandeelhouder en management verbroken worden. Bij een verspreid aandeelhouderschap zou dit minder optreden doordat zij een meer verspreide agent hebben. Waardoor het management meer vertrouwen zal hebben dat er geen opportunistisch gedrag plaats gaat vinden. Indien het aandeelhouderschap geconcentreerd is zal de mogelijkheid voor opportunistisch gedrag groter zijn en leidt dit tot wantrouwen van het management. Dit zou kunnen worden opgelost door het implementeren van gouden parachutes, die de kost verhogen bij een vijandige overnamen (Agrawal & Knoeber, 1996) (Knoeber, 1986) (Falaschetti, 2002) (Shleifer & Summers, Breach of Trust in Hostile Takeovers, 1988). Vervolgens wordt er vanuit een ander standpunt op overnames gekeken, namelijk deze van de incentive alignment theorie. Deze stelt dat aandeelhouders en management op dezelfde lijn kunnen zitten door het implementeren van gouden parachutes, aangezien beide een waarde verhoging willen bekomen bij overnames (Small, Smith, & Yildirim, 2007). Als laatste zijn ook nog de ethische aspecten omtrent gouden parachutes bekeken. Hierin wordt gesteld dat gouden ethisch verantwoord zijn indien de CEO van buiten het bedrijf komt en indien er openlijk over gecommuniceerd wordt (Evans & Hefner, 2009).

Vervolgens wordt er in **hoofdstuk 3** de hypothese voor het empirisch deel afgeleid. Eerst worden de oplossingen voor de efficiëntie te verbeteren besproken via het team productieproces en vijandige overnames. Waarna twee hypothese zijn beschreven namelijk de "credible commitment hypothese" en de "shirking hypothese". Deze gaan testen of gouden parachutes meer voorkomen bij geconcentreerd extern aandeelhouderschap en de efficiëntie verbeteren. Dan wel voorkomen bij verspreid extern aandeelhouderschap en de efficiëntie verslechteren. Vervolgens wordt er nog langs de andere kant bekeken of het intern of het extern aandeelhouderschap van primair belang is op het voorkomen van gouden parachutes. Dit leidt tot de "incentive alignment hypothese" die ook getest wordt.

Bij het empirisch onderzoek in **hoofdstuk 4** wordt eerst gekeken naar de Belgische wetgeving omtrent het aandeelhouderschap in beursgenoteerde bedrijven. Daarna wordt het gebruikte logit regressiemodel opgesteld en worden de soorten variabelen toegelicht. Deze variabelen zijn de volgende: "gouden parachute, 5% eigenaarschap, aandeel

grootste, som 4 grootste, CEO-aandeel, management aandeel, Ln activa, KW-verhouding en Ln capex". Vervolgens wordt besproken hoe de data van de 124 geteste bedrijven is verzameld. Dit is gebeurd met behulp van de jaarverslagen van de beursgenoteerde bedrijven en de databank van Bel-first. Voor de verwerking van de data is het programma SPSS gebruikt. Op de data is een beschrijvende statistiek, correlatie tussen de variabelen en logistische regressie uitgevoerd. Hiervan worden de resultaten ook besproken in dit hoofdstuk.

Als laatste is er **hoofdstuk 5** waar er eerste de beperkingen van het onderzoek besproken worden. Waarbij één van de grootste beperkingen de omvang van de steekproef was, deze bedroeg maar 124 bedrijven en is er slechts gewerkt met de jaarverslagen van één jaar. Daarna gaat het verder met aanbevelingen voor verder onderzoek naar gouden parachutes bij beursgenoteerde bedrijven. Vervolgens is er in dit hoofdstuk nog het algemene besluit van dit werk. Met betrekking tot de hypothese was het niet mogelijk om een passend besluit te formuleren aangezien er niet voldoende significantie was. Om af te sluiten zijn er nog suggesties gegeven voor de implicaties in de praktijk.

Inhoudsopgave

Woord vooraf	1
Samenvatting	3
Lijst van Tabellen	9
1 Inleiding	11
1.1 Probleemstelling.....	11
1.2 Onderzoeksvraag	13
1.3 Onderzoeksopzet.....	14
2 Literatuurstudie	15
2.1 Team productie.....	15
2.2 Principaal-agent theorie (agency theory)	15
2.3 Mogelijke oplossing voor moral hazard in team productieprocessen	16
2.3.1 Doormiddel van toezicht	16
2.3.2 Doormiddel van budget-breaking	17
2.4 Geloofwaardige verbintenis in een team productieproces.....	18
2.5 Opportunistisch gedrag doormiddel van vijandige overnames	18
2.6 Management en aandeelhouders op één lijn krijgen	20
2.7 Ethische aspecten van gouden parachutes.....	21
3 Afleiden van de hypotheses	23
4 Empirisch onderzoek	25
4.1 Toezichthouders en verplichtingen.....	25
4.1.1 Financial Services and Markets Authority.....	25
4.1.2 Aandeelhouderschap en wetgeving hieromtrent	25
4.2 Model	26
4.3 Variabelen	27
4.3.1 Afhankelijke variabele.....	27
4.3.2 Onafhankelijke variabelen	27
4.3.3 Controle variabelen	28
4.4 Dataverzameling	29
4.5 Methode.....	30
4.6 Empirisch resultaat.....	31
4.6.1 Beschrijvende statistiek	31
4.6.2 Correlatie van de variabelen	34
4.6.3 Regressieanalyse	39
5 Conclusie en beperkingen	49
5.1 Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek	49
5.2 Besluit	49

5.3	Praktische implicaties.....	51
6	Bibliografie.....	53
	Bijlagen.....	57
	Lijst gebruikte bedrijven	57
	Jaarlijks financieel verslag van een beursgenoteerd bedrijf.....	58

Lijst van Tabellen

Tabel 1: Afhankelijke variabele, lege cellen, n=41	31
Tabel 2: Onafhankelijke variabelen, lege cellen, n=41	31
Tabel 3: Controle variabelen, lege cellen, n=41	31
Tabel 4: Afhankelijke variabele, 0%, n=124	31
Tabel 5: Onafhankelijke variabelen, 0%, n=124	32
Tabel 6: Controle variabelen, 0%, n=124	32
Tabel 7: Afhankelijke variabele, 3%, n=124	32
Tabel 8: Onafhankelijke variabelen, 3%, n=124	32
Tabel 9: Controle variabelen, 3%, n=124	32
Tabel 10: Afhankelijke variabele, 4.99%, n=124	33
Tabel 11: Onafhankelijke variabelen, 4.99%, n=124	33
Tabel 12: Controle variabelen, 4.99%, n=124	33
Tabel 13: Significantie test datasets, n=124	33
Tabel 14: Pearson correlatiematrix, lege cellen	36
Tabel 15: Pearson correlatiematrix, met 0%, 3% en 4.99%	38
Tabel 16: Logit regressiemodel, lege cellen, n=41	41
Tabel 17: Logit regressiemodel, lege cellen vervolg, n=41	42
Tabel 18: Probabiliteit gouden parachute overeenkomst	43
Tabel 19: Probabiliteit gouden parachute overeenkomst	44
Tabel 20: Logit regressiemodel, met 0%, 3% en 4.99%, n=124	46
Tabel 21: Logit regressiemodel, met 0%, 3% en 4.99% vervolg, n=124	47

1 Inleiding

België telt 178 bedrijven die op de Brusselse beurs, Euronext, noteren. Deze zijn op Euronext verder onderverdeeld naargelang hun beurswaarde in Euronext, Euronext Growth en Euronext Acces. In de Euronext groep noteren bedrijven die een beurskapitalisatie van 50 miljoen euro of meer hebben. Euronext Growth en Acces zijn in het leven geroepen om ook de kleinere bedrijven een toegang te bieden tot de beurs met een free-float vanaf één miljoen euro. Verder maakt de Brusselse beurs ook nog het onderscheid tussen drie indexen met de sterindex Bel-20 en daarnaast Bel Mid en Bel Small. Van al de genoteerde bedrijven op Brussel heeft één vierde van de genoteerde bedrijven een beurskapitalisatie van meer dan één miljard euro (Euronext, 2016).

Voor bedrijfsleiders van deze beursgenoteerde bedrijven is er een wettelijke bepaling voor de opzegvergoeding, ook wel gouden parachutes genoemd. Deze bedraagt volgens de Belgische wetgeving maximaal 12 maanden loon, indien deze hoger is moet deze worden voorgelegd op de algemene vergadering en goedgekeurd worden door de aandeelhouders die dus in grote lijnen beslissen over welke gouden parachute de bedrijfsleiders meekrijgen bij ontslag of opstap (KLD, 2008).

In België is er rond deze gouden parachutes regelmatig ophef ontstaan bij het vertrek van CEO's (chief executive officer) in overheidsbedrijven. Zo zijn er het ontslag van Didier Bellens bij Belgacom, Pierre Mariani en Pierre Richard bij Dexia die alle drie een gouden parachute wensten maar deze niet kregen doordat zij grote fouten zouden hebben begaan in het bedrijf. Deze gebeurtenissen hebben toen veel stof doen opwaaien in de politiek en waren ook een aanleiding voor de nieuwe wetgeving rond de gouden parachutes (Paul De Grauwe, 2012) (KLD, 2008) (KVDA, 2013).

1.1 Probleemstelling

De meeste theorieën gaan in op het feit dat de CEO of het uitvoerend management beperkt dient te worden in zijn handelen of uitvoerig dient gecontroleerd te worden zodat het de belangen van het bedrijf nastreeft in plaats van zijn eigen belang. Maar als er langs de andere kant op gekeken wordt, zodat de aandeelhouder een controlerende functie gaat uitvoeren. Waarop Alchian en Demsetz (1972) zich afvroegen wie dan deze waarnemer zou controleren. Indien deze aandeelhouder geconcentreerd is zal hij meer moeite moeten doen om de CEO en het uitvoerend management te overtuigen dat ook hij niet voor zijn eigen belang zou gaan handelen.

Bij gouden parachutes voor de CEO en eventueel het uitvoerend management kan er afgevraagd worden of dit niet enkel een verrijking is voor hen bij ontslag? Daarbij dient er ook afgevraagd te worden of er niet meer achter die vertrekbonussen zit en zij dus bijdragen tot een goede werking van het bedrijf?

Vaak zal de relatie tussen managers en eigenaars in een bedrijf beschreven worden door de principaal-agent theorie. Hierin zullen de managers de rol van agent verwerven en de eigenaars de rol van principaal. De eigenaars zullen trachten om de handelswijze van managers voor eigenbelang tegen te gaan. Daartegenover staat dat de eigenaars zullen proberen om producten te onttrekken aan hun werknemers en om deze reden zullen de managers niet meer geneigd zijn om individueel te investeren in het team

productieproces¹. Hierdoor zal het ondergeschikt Pareto² equilibrium voortduren als de eigenaren geen actie ondernemen tegen hun opportunistisch handelen doormiddel van geloofwaardige zelfbinding, "credible commitment". Falaschetti (2002) heeft in zijn onderzoek daarop de volgende vraag gesteld: "Hoe kunnen eigenaars zulk engagement creëren?" Daarop zouden gouden parachutes een belangrijke factor kunnen spelen (Falaschetti, 2002).

Jensen en Meckling (1976) stellen dat de relatie tussen de aandeelhouders (eigenaars) en managers past in de definitie van de principaal-agent theorie. Als een firma volledig gemanaged wordt door de eigenaar en hij alle aandelen heeft zal hij beslissingen maken die zichzelf ten goede komen. Dat kan betrekking hebben op bijvoorbeeld zijn kantoor, want immers wil iedereen wel een groot en mooi kantoor. Daarnaast kan het ook betrekking hebben op de relaties die hij onderhoudt met zijn werknemers. Hij wil zoveel mogelijk van hen gedaan krijgen zonder hiervoor veel te moeten betalen. Echter als de eigenaar aandelen verkoopt die gelijk zijn met zijn aandelen, dan zullen er agency kosten ontstaan. Doordat er een afwijking is in interesse tussen hem en de externe aandeelhouders en hij nog steeds zijn eigen belangen zal willen nastreven. Zulke zaken kunnen beperkt worden door het invoeren van monitoring services door de externe aandeelhouders (Jensen & Meckling, 1976). Hierop gaan Small, Smith & Yildirim (2007) verder met te zeggen dat er conflicten kunnen optreden als het eigenaarschap wisselt van intern naar extern aandeelhouderschap. Hierbij wordt het volgende voorbeeld gegeven: als er een overnamebod komt om de controle van het bedrijf over te nemen, dan kan het zijn dat de interesses tussen management en aandeelhouders verschillen. Hiermee wordt bedoeld dat dit een probleem oplevert als het management er geen voordeel van ondervindt zoals de aandeelhouders doen bij een overname. Daarop zou het management zich kunnen verzetten bij vijandige overnames, omdat zij na de overname hun job kunnen verliezen en geen voordeel hebben bij deze overname. Hierop zouden gouden parachutes een antwoord kunnen bieden als een extra exit compensatie voor het management dat wijzigingen ondervindt doormiddel van de overname (Small, Smith, & Yildirim, 2007).

Indien het bedrijf een structuur heeft waarbij een groep geconcentreerde aandeelhouders veel aandelen heeft en er zich nog enkele individuele aandeelhouders bevinden in de aandeelhoudersstructuur. Waarbij er ook nog eens weinig waarborgen of controlemechanisme in het bedrijf zijn om het management of de geconcentreerde aandeelhouder te controleren. Dan bestaat er een kans dat de geconcentreerde groep aandeelhouders tracht om de rijkdommen en voordelen van het bedrijf naar zich toe te trekken en zo opportunistisch te gaan handelen. Het opportunistisch handelen van deze groep zou beperkt kunnen worden door het implementeren van gouden parachutes dat de kost voor hun handelen zal verhogen indien de CEO of uitvoerend management afgevoerd wordt. Daardoor zou de geconcentreerde externe aandeelhouder zichzelf met het bedrijf verbinden en niet enkel voor zijn eigen belang optreden (Small, Smith, & Yildirim, 2007).

De moral hazard³ theorie bekijkt deze geconcentreerde aandeelhouders in de vorm van externe managers. Volgens deze theorie zouden firma's externe managers moeten hebben om het probleem van moral hazard aan te pakken, maar zegt dit niets over hoe de

¹ Team productieproces: Dit is een proces waar verschillende bijdragen van verschillende partijen nodig zijn. Hierin is het niet altijd mogelijk om elke bijdrage aan de juiste partij te linken en zo ieders inzet te bepalen (Alchian & Demsetz, 1972).

² Pareto equilibrium: Dit vindt plaats als er geen mogelijkheid is voor een partij om zijn positie te verbeteren zonder dat de andere partij daaronder lijdt (Ingham, 2016).

³ Moral hazard: Verwijst naar het probleem als agents niet de juiste input gaan leveren omdat hun daden niet waarneembaar zijn en voor zichzelf geen gevolg hebben (Holmstrom, Moral Hazard in Teams, 1982).

bedrijven moeten controleren dat deze 'agents' niet opportunistisch gaan handelen. Hiervoor zouden bedrijven met een geconcentreerd eigenaarschap geprikkeld worden voor het gebruiken van plaatsvervangende beperkingen. Deze beperkingen kunnen plaats vinden door 'hand-tying' (gouden parachutes), die de kost verhogen voor het gebruik van opportunistische gedrag zoals vijandige overnames. Dan moeten gouden parachutes meer voorkomen in een onderneming met geconcentreerd aandeelhouderschap. Hierdoor zouden gouden parachutes de efficiëntie moeten verhogen doordat de eigenaars hun geloofwaardigheid kunnen versterken tegen opportunistisch gedrag (Falaschetti, 2002).

Falaschetti (2002) gaat hierop verder door te stellen dat volgens de principaal-agent theorie, gouden parachutes extralegale voordelen zijn voor het management. Daarom stelt hij dat deze meer zouden moeten voorkomen als de mogelijkheid van de eigenaar om te controleren daalt. Indien de eigenaars een team productieprobleem dienen op te lossen rond deze controle en de teams meer verspreid geraken dan stelt de principaal-agent theorie dat gouden parachutes meer zouden moeten voorkomen in bedrijven waar het eigenaarschap verspreid is (Falaschetti, 2002).

Doordat de aandeelhouder geconfronteerd wordt om te gaan handelen in zijn eigen belang en zich zo opportunistisch gaat gedragen, voelt het management en de CEO zich bedreigd in het bedrijf. De CEO en het management kunnen niet mee profiteren van de rijkdommen die de aandeelhouder gaat onttrekken uit het bedrijf, dit kan bijvoorbeeld door een rijkelijk dividend aan de aandeelhouders. Omdat enkel de aandeelhouder hier voordeel van zal ondervinden, is de CEO niet meer geneigd om zich voor het bedrijf in te spannen. Omdat hij geen inspanning meer levert zal ook de waarde van het bedrijf verminderen alsook de aandeelhouderswaarde. Nog harder zal dit optreden indien er een overnamebod komt waarbij er een mogelijk ontslag van de CEO plaats vindt na de overname. De CEO is er niet bij gebaat om mee te werken aan deze overname en zal zich hierbij verzetten, wat de overname kan doen mislukken en zo een vermindering in aandeelhouderswaarde oplevert. Gouden parachutes zouden hierop een mogelijke oplossing bieden voor de aandeelhouder om zo de efficiëntie van het bedrijf te verbeteren en zijn aandeelhouderswaarde te vergroten.

In dit werk zal eerst bekeken worden wat een team productieproces is en hoe de eigenaars van het bedrijf deze problemen kunnen oplossen door het implementeren van gouden parachutes. Vervolgens wordt via de agency theorie het probleem bekeken. Verder zullen er verschillende methoden besproken worden hoe het moral hazard probleem in bedrijven beperkt kan worden. Daarna gaat het verder met te bespreken hoe er in het team productieproces een geloofwaardigheid kan gevormd worden naar de tegenpartij toe. Dan zal er verdergegaan worden met te bespreken hoe vijandige overnames kunnen leiden tot opportunistisch gedrag. Vervolgens zullen er nog de ethische problemen van de gouden parachutes besproken worden. Verder is er nog een stuk dat gaat over de toezichhouders en wetgeving met betrekking tot de beursgenoteerde bedrijven. Gevolgd door de hypothese die wordt afgeleid en in het empirisch deel getest zal worden, om verder te gaan met de bespreking van de resultaten en af te sluiten met een discussie.

1.2 Onderzoeksvraag

Uit de probleemstelling kan afgeleid worden dat er enkele vragen zijn over deze gouden parachutes en daarvan is de onderzoeksvraag afgeleid.

Hebben gouden parachutes een effectief nut in bedrijven of zijn zij een loutere verrijking voor de CEO?

Deelvraag:

Komen gouden parachutes meer voor bij geconcentreerd aandeelhouderschap waardoor de aandeelhouders geloofwaardiger kunnen optreden tegen hun opportunistisch handelen en daardoor de efficiëntie verbeteren?

Heeft intern management aandeelhouderschap een primaire invloed op de gouden parachutes en zijn de externe aandeelhouders van ondergeschikt belang op de gouden parachutes? Of hebben de externe aandeelhouders de primaire invloed op het voorkomen van gouden parachutes en is het intern management aandeelhouderschap van ondergeschikt belang op het voorkomen van gouden parachutes?

1.3 Onderzoeksopzet

Als eerste is er een literatuurstudie gemaakt om inzichten te verkrijgen in de bestaande theorieën over het onderwerp. Deze studie zal zich onder andere focussen op de werken die onderzoek hebben gedaan naar gouden parachutes in bedrijven. Zoals Falaschetti, "Golden parachutes: credible commitments or evidence of shirking?" en Small, Smith & Yildirim, "Ownership structure and golden parachutes: evidence of credible commitment or incentive alignment?"

Daarna zal bekeken worden welke methode een goede mogelijkheid biedt om op de bedrijven genoteerd op Euronext Brussel te testen. Deze methode zal dan worden toegepast op al deze bedrijven.

Met de verkregen resultaten van het uitgevoerd onderzoek zal dan een passend besluit gevormd worden voor de Belgische markt.

De gegevens die nodig zijn met betrekking tot die gouden parachutes zijn te vinden in de remuneratieverslagen die onderdeel uitmaken van het jaarlijks financieel verslag. Deze verslagen zijn terug te vinden op de websites van de beursgenoteerde bedrijven of kunnen bij hen worden opgevraagd aangezien zij verplicht zijn om deze openbaar te maken.

Om te bepalen of het aandeelhouderschap geconcentreerd is, of sterk verspreid, kan er gekeken worden naar de percentages van de aandelen dat personen of organisaties in handen hebben. Vanaf de wettelijke drempel van 5% of anders bepaald in het beleid van het bedrijf zelf, dient dit gemeld te worden door de aandeelhouder aan het bedrijf en aan de FSMA (Financial Services and Markets Authority). Deze gegevens zullen dus ook te vinden zijn bij het bedrijf zelf of de FSMA. Verder is er ook nog Bel-first van Bureau van Dijk dat financiële gegevens van bedrijven in België en Luxemburg bijhoudt waaronder hun aandeelhouders en financiële gegevens.

2 Literatuurstudie

2.1 Team productie

In dit stuk zal eerst worden uitgelegd wat het team productieproces is. Hierin wordt nog geen directe link gelegd met de gouden parachutes. Maar het team productieproces is noodzakelijk om het vervolg van dit werk te kunnen volgen.

Bij een team productieproces is het niet mogelijk om de bijdrage van elke afzonderlijk persoon waar te nemen. Bijvoorbeeld twee personen heffen elke dag zware materialen, die onmogelijk alleen op te heffen zijn, in een vrachtwagen. Het is onmogelijk door enkel naar het totaalgewicht in de vrachtwagen te kijken, te weten wat de bijdrage is van elke individu en zo de onafhankelijke marginale productie waar te nemen. De team productie zal gebruikt worden wanneer de opbrengst groter is dan de som van de onafhankelijke invoeren (Alchian & Demsetz, 1972).

Het vaststellen van de marginale input van elk teamlid heeft zijn prijs. Indien het vaststellen van afwijkend gedrag op het team kosteloos was dan zou er geen shirking optreden. Maar omdat er kosten aan verbonden zijn zal elk teamlid de verleiding hebben om aan shirking te doen. Als de marginale invoer van elk individu niet kan worden waargenomen, dan kan elke persoon uit het team zijn ongeoorloofde actie verbergen achter het gegeven dat het niet mogelijk is om te achterhalen wie het was. Doordat het onmogelijk is om het gehele team op hun vingers te wijzen zullen er altijd individuen zijn die zullen profiteren van deze tekortkoming op controle. Dit kan leiden tot het freerider probleem. Hierdoor profiteren enkele individuen van de inspanningen van het hele team, zonder hiervoor zelf slechts beperkte inbreng aan te geven (Alchian & Demsetz, 1972) (Holmstrom, Moral Hazard in Teams, 1982).

2.2 Principaal-agent theorie (agency theory)

Deze theorie stelt een relatie tussen een principaal (opdrachtgever) en een agent (opdrachtnemer), hierbij zal de principaal enkele bevoegdheden aan de agent toevertrouwen zoals het nemen van beslissingen. Echter zal het in deze relaties voorkomen dat beiden partijen hun nut willen maximaliseren, daardoor is het mogelijk dat de agent de belangen van de principaal niet op zijn best zal nastreven om zo zijn eigen belang te primeren (Jensen & Meckling, 1976).

Voor de principaal is het mogelijk om dit gedrag te limiteren door de agent te stimuleren en door gebruik te maken van controlemiddelen en toezicht (monitoring cost) te houden op de agent. Monitoring cost omvat niet enkel het controleren en toezicht houden op agent maar kan ook verder gaan door het beperken van budgetten, opleggen van werkingsregels en toepassen van een beloningsbeleid (Jensen & Meckling, 1976).

Daarnaast is het ook mogelijk dat de agent zelf kosten gaat maken (bonding cost). Door het maken van deze kosten gaat hij een garantie geven aan de principaal dat hij geen acties ten nadele van de principaal uitvoert. Indien de agent wel acties onderneemt die nadelig zijn voor de principaal dan zal de principaal hiervoor gecompenseerd moeten worden. Niettemin zal er zo goed als altijd een agency cost optreden doordat er kosten optreden als de principaal er zeker van wil zijn, dat de agent optimale beslissingen zal nemen vanuit het standpunt van de principaal. Hierdoor zullen bij bonding cost zowel immateriële als geldelijke kosten voorkomen en daarnaast zal er ook een afwijking zijn

tussen de beslissing van de agent en de beslissing die de principaal het grootste nut oplevert (residual loss). Al deze kosten, monitoring cost door de principaal, bonding cost door de agent en de residual loss beschrijven samen de agency kosten (Jensen & Meckling, 1976).

Een mogelijkheid om shirking⁴ tegen te gaan in een team productieprobleem is het implementeren van een gecentraliseerde contractuele agent die een controlerende functie op het team uitvoert. Zo zal de werknemer enkel betaald worden als aan zijn inbreng is voldaan. Dan blijft wel de vraag wie controleert de waarnemer? Hiervoor hebben Alchian en Demsetz (1972) gesuggereerd om deze het zogenaamde overschot te geven dat het team produceert bij vooraf bepaalde barema's. Daardoor zal de waarnemer aangespoord worden om zelf ook niet in shirking te belanden. De waarnemer zal extra beloningen krijgen die zijn bekomen door het tegen gaan van shirking waardoor er een grotere productie opbrengst is (Alchian & Demsetz, 1972).

2.3 Mogelijke oplossing voor moral hazard in team productieprocessen

2.3.1 Doormiddel van toezicht

Zoals reeds eerder vermeld kan het moral hazard probleem verzacht worden door het actief controleren van de werknemers door de eigenaars. Dit kan gebeuren door de gecentraliseerde contractuele agent die ervoor kan zorgen dat bedrijven meer winst verkrijgen uit het team productieproces (Alchian & Demsetz, 1972) (Falaschetti, 2002).

De gecentraliseerde agent kan een comparatief voordeel⁵ hebben en zo de correlatie tussen de teamleden verbeteren waardoor er een betere productiviteit ontstaat en de efficiëntie verhoogd wordt. Daardoor kan het bedrijf meer beloningen aan het team geven (Alchian & Demsetz, 1972) (Falaschetti, 2002).

De gecentraliseerde contractuele agent zal gemotiveerd worden door het toekennen van aandelen in het bedrijf. Deze wordt dan aandeelhouder en heeft een motief om een controlerende functie te vervullen aangezien dit de efficiëntie winsten zal verhogen. Waardoor ook zijn deel in de winst verhoogd wordt. De agent kan echter proberen om de verdeling van de efficiëntie winsten strategisch te gaan veranderen in zijn voordeel, zo zal zijn deel van de winst nog groter worden ten nadele van iemand anders zijn deel. Maar zoals eerder gesteld is er dus eigenlijk niemand die de gecentraliseerde contractuele agent controleert. Holmstrom (1999) geeft nog mee dat de reputatie van de waarnemer er wel voor kan zorgen dat deze niet zijn eigenbelang gaat vooropstellen, door onder andere meer winst naar zich toe te trekken. Echter als de waarnemer een aandeelhouder is, kan zijn reputatie van minder belang zijn doordat een aandeelhouder vaak redelijk anoniem is. Daarom zouden enkel de waarnemers optimaal hun doelstellingen nastreven, die altijd een vast deel zullen verkrijgen van de extra bekomen winsten door de extra verkregen efficiëntie. Maar Falaschetti (2002) vult dit verder aan door te zeggen dat als de mogelijkheid om de verdeling van de efficiëntie winsten wordt weggenomen en die methode van stimulans algemeen bekend is. Dan zouden er geen leden meer deel willen nemen omdat hun extra winsten door de inspanningen worden ontnomen. Daarom is het belonen van de gecentraliseerde contractuele agent met de extra winsten onvoldoende om

⁴ Shirking: "Iemand die zich aan zijn plicht e.d. onttrekt" (Van Dale Uitgevers, 2016)

⁵ Comparatief voordeel: Iets of iemand heeft een comparatief voordeel als het een product met een lagere opportuniteitskost kan maken dan iets of iemand anders (Suranovic, 2010).

een ondergeschikt Pareto equilibrium te vermijden. Voor de waarnemers is er een mechanisme nodig dat hun opportunistisch gedrag zal beperken doormiddel van een credible commitment overeenkomst (Alchian & Demsetz, 1972) (Holmstrom, The Firm as a Subeconomy, 1999) (Falaschetti, 2002).

2.3.2 Doormiddel van budget-breaking

In het vorige deel, 2.3.1 Doormiddel van toezicht, is de aandacht besteed aan de theorie die Alchian en Demsetz (1972) hebben ontwikkeld. Het is onmogelijk om het moral hazard probleem in een team productieproces volledig uit te sluiten. Doordat zelfs de gecentraliseerde contractuele agent dit niet kan vermijden en het veel te kostelijk zou zijn om elke inspanning van het individu in het team te bekijken.

Holmstrom (1982) vraagt zich af of het mogelijk is om elk lid van het team te betalen naar ieders eigen input, waardoor er een Pareto efficiënt equilibrium zou optreden en er budget-balancing is. Dit zou niet mogelijk zijn doordat er geen regel is die zowel zou voldoen het Nash⁶- en Pareto equilibrium. Indien er een regel zou geïmplementeerd worden die een Nash equilibrium bekomt, dan zou het ervoor moeten zorgen dat er geen enkel lid nog wil ontkomen aan zijn inspanningen. Daardoor zou die regel rekening moeten houden met enkel de marginale productie van elk lid. Maar doordat het onmogelijk is om elk lid zijn input te bekijken en doordat dit veel te kostelijk is, kunnen zij zich verbergen achter hun collega's. Waardoor niet elke onregelmatigheid wordt opgemerkt, kan er gebruik gemaakt worden van het feit dat de controle te kort schiet. Daarom zal een regel die voor een gelijk equilibrium gaat een breaking the budget opleveren (Holmstrom, Moral Hazard in Teams, 1982) (Falaschetti, 2002).

Via dat budget-breaking mechanisme voert Holmstrom (1982) een externe agent in die geloofwaardig kan overkomen tegen opportunistisch gedrag. Holmstrom (1982) stelt dat de principaal niet noodzakelijk een functie heeft om te controleren. In plaats daarvan wordt een externe-agent of budget-breaker gevormd door het eigenaarschap van het controlerende te scheiden. Hierdoor is het mogelijk de leden van het team te straffen indien zij zichzelf niet aansporen om zichzelf op de vinger te wijzen bij opportunistisch gedrag. Dit wordt mogelijk gesteld doordat Holmstrom (1982) niet de individuele invoeren die geleverd worden aan het team gaat bekijken, maar hun gezamenlijk verwezenlijkte output. Door het budget-breaking mechanisme zal het gehele team worden gestraft indien er teamleden zich onttrekken aan hun plicht (shirking) (Holmstrom, Moral Hazard in Teams, 1982) (Falaschetti, 2002).

De gezamenlijke output is pas waarneembaar na een soms lange en variabele vertraging. Daarom concludeert Falaschetti (2002) dat budget-breaking mechanismes moeten vertrouwen op uitgestelde betalingscontracten, hierbij zal de betaling pas gebeuren nadat het product is waargenomen (Falaschetti, 2002).

Dit werd reeds door Knoeber (1986) beschreven door te zeggen dat optimale contracten tussen managers en aandeelhouders, via de raad van bestuur, vaak gebruik maken van uitgestelde betaling van het loon via een stilzwijgende of uitdrukkelijke overeenkomst. Daardoor krijgen zij een deel van hun loon direct en het ander deel krijgen zij pas na de analyse van de geleverde resultaten. Zoals een vast en variabel loon, waarbij vast direct

⁶ Nash equilibrium: Is een concept van de game theorie waar de uitkomst zo is dat geen enkele deelnemer wil afwijken van zijn keuze na het kennen van de andere hun keuze en een individu kan geen betere positie krijgen als het zijn strategie wijzigt als die van de andere constant blijft (Nash Equilibrium, sd).

wordt betaald en het variabele pas na het behalen van de doelstellingen. Dit zou ervoor zorgen dat de manager minder opportunistisch zal handelen (Knoeber, 1986).

De budget-breakers zullen erop moeten vertrouwen dat zij de vergoedingen door uitgestelde betalingen ontvangen. Want nadat de eigenaar het output level weet, zal de eigenaar een strategie hebben, om zoveel mogelijk van het product aan zijn werknemers te kunnen onttrekken. Aangezien een uitgestelde betaling niet afhankelijk is van de tijd maar van de output, kan hij zo de betaling verminderen als hij bij hen de output wegneemt zonder dat zij dit merken. Indien deze strategie bekend wordt, dan zullen rationele werknemers niet meer in dit team willen werken, hierdoor zullen de eigenaar en de werknemers minder uitbetaald krijgen. De externe agent zal zich moeten beperken tot een vooraf besproken plan om zo het inferieur evenwicht te vermijden. Om deze opportunistische actie te vermijden zal er door de externe agent aan credible commitment moeten gedaan worden om zo te voorkomen dat het team productieproces in dit inferieur evenwicht belandt (Falaschetti, 2002).

2.4 Geloofwaardige verbintenis in een team productieproces

Als de agent zelf verondersteld wordt als een team te zijn, zo zal een aandeelhouder die als externe agent optreedt ook met het freerider geconfronteerd worden om rijkdommen van zijn werknemers te onttrekken. En indien de drang om te freeriden groter wordt als het team groter wordt, dan zou er gesteld kunnen worden dat het voor de verspreide externe agent moeilijker zal zijn om opportunistisch te handelen en producten van de werknemers te onttrekken. Hierdoor zal verspreid eigenaarschap ervoor zorgen dat de efficiëntie in het team productieproces verbeterd wordt doordat de aandeelhouders geloofwaardiger overkomen om het opportunistisch handelen te beperken, aangezien er minder mogelijkheid is om te freeriden door het kleinere team. Zo krijgen de werknemers de zekerheid om bij te dragen aan het team productieproces (Falaschetti, 2002).

Geconcentreerde eigenaars gaan formele of informele instituties⁷ toevoegen zodat er een extra kost optreedt indien zij hun eigen opportunistisch gedrag willen gaan nastreven en zo een ondergeschikt Pareto equilibrium veroorzaken. Dit kan gebeuren door hand-tying beperkingen in te voeren zoals gouden parachutes. Ook is het zo dat als het eigenaarschap meer geconcentreerd wordt, het voor de eigenaar makkelijker is om opportunistisch te handelen in een team productieproces. Daarom zullen rationele managers deze geconcentreerde eigenaars als bedreiging gaan zien en zullen middelen moeten komen die de kost voor opportunistisch gedrag gaan verhogen zoals een gouden parachute overeenkomst met de managers en CEO (Falaschetti, 2002).

2.5 Opportunistisch gedrag doormiddel van vijandige overnames

Bij bedrijven kan er een wisseling in het bestuur ontstaan door middel van fusies of overnames. Bij een fusie dient de raad van bestuur in het over te nemen bedrijf het bod goed te keuren alvorens dit aan de aandeelhouders voor te leggen. Indien er gesproken wordt van een overname en met name een vijandige overname waarbij het bod zich rechtstreeks gaat richten tot de aandeelhouders zal de raad van bestuur worden buitengesloten. Hierbij zal het bod dus geen goedkeuring nodig hebben van de raad van bestuur, ook is het niet nodig om de raad van bestuur in te lichten over het bod dat wordt uitgebracht op dat bedrijf. Wel dient eraan toegevoegd te worden dat beide manieren van

⁷ Institutie: "Formele regels en wetten, en informele gedragsnormen" (Nationale Wetenschaps Agenda, sd).

overname enkel plaatsvindt indien beide partijen hier beter van zouden kunnen worden (Knoeber, 1986).

Shleifer en Summers (1988) hebben beargumenteerd dat vijandige overnames als opportunistisch zou kunnen worden behandeld ten nadele van al de belanghebbenden. Dit zou komen doordat via vijandige overnames het voor de aandeelhouder mogelijk wordt om de rijkdommen van de belanghebbenden aan zichzelf toe te eigenen. Het verkregen resultaat stelt dat de herverdeling van de rijkdommen groot kan zijn en dat er soms zelfs inefficiënties op gaan treden in dat bedrijf. Daarom zou het niet correct zijn om via de stijging in aandeelhouderswaarde te kijken naar de efficiëntie verhoging die door de overname wordt verkregen. Verder zeggen zij dat het veel belangrijker is om te kijken naar de heel kleine verschillen in het onttrekken van de surpluswinst van de belanghebbenden voor de bepaling van de marktwaarde. Daarom wordt er gesuggereerd dat als de overname gebeurt met een beperking van de inspraak door het management, de marktwaarde vooral stijgt door het herverdelen van de rijkdommen van de belanghebbenden naar de aandeelhouders (Shleifer & Summers, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, 1988).

Via vijandige overnames hebben de aandeelhouders nog een andere manier verkregen om de rijkdommen van de belanghebbenden naar zichzelf toe te trekken en zo opportunistisch te gaan willen handelen. Want via een vijandige overname zal de raad van bestuur buiten spel gezet worden en richt het bod zich direct tot de aandeelhouders. Indien de aandeelhouders akkoord gaan om hun aandelen te verkopen en het bestuur veranderd is van eigenaar, wordt het mogelijk om het management op straat te zetten. Maar als de manager beschikt over uitgestelde betalingen in verhouding tot de prestatie wordt het voor de overnemer ook mogelijk om aan deze betaling niet te voldoen als de manager in het bedrijf mag blijven na de overname. Het niet betalen van deze premie kan ook een oorzaak zijn van de premie die betaald wordt boven op de huidige aandelenkoers aan de aandeelhouders omdat dit kapitaal in het bedrijf blijft zitten en niet wordt uitgekeerd (Knoeber, 1986).

Aandeelhouders zouden daardoor dus opportunistisch kunnen gaan handelen en de overnamebiedingen kunnen aanvaarden, dit kan leiden tot het verbreken van de contractuele relaties tussen de eigenaars en het management (Agrawal & Knoeber, 1996).

Bedrijven met een verspreid aandeelhouderschap zouden dus een voordeel hebben om moral hazard in het team productieproces te vermijden. Doordat zij vertrouwen hebben dat hun producten niet worden afgenomen omdat de externe agent meer verspreid is en zo een grotere mogelijkheid heeft om budget-breaking mechanisme te implementeren. Verder is het mogelijk dat opportunistisch gedrag minder gaat voorkomen doordat de beperkingen van het team productieproces gaan meespelen en zo het afnemen van de winstsurplus gaat beperken (Falaschetti, 2002).

Indien het bedrijf te maken heeft met een geconcentreerd aandeelhouderschap dan zal het dit voordeel niet hebben. Omdat de aandeelhouders aangespoord worden om dit opportunistisch overnamebod te aanvaarden, is het mogelijk dat dit de efficiëntie zal verstoren tussen contractuele relaties van de managers en de aandeelhouders. Een verhoogd risico op overnames zorgt ervoor dat de garanties van de aandeelhouders naar de managers minder geloofwaardig overkomen voor de managers omdat de aandeelhouders deze contracten dan makkelijker kunnen breken. Dus als er een geconcentreerd aandeelhouderschap is, zijn ze meer geneigd om gouden parachutes in te voeren om zo zichzelf te beperken in het aanvaarden van vijandige overnames. Zo maken

gouden parachutes het voor de manager geloofwaardiger dat de aandeelhouders de stilzwijgende uitgestelde compensatieregeling niet zullen verbreken. Want zonder de gouden parachute overeenkomst zal de manager niet akkoord gaan voor betaling na prestatie en wensen zij een directe betaling. Door de directe betaling is het moeilijker om de manager te vergoeden naar prestatie en kan er minder rijkdom naar de aandeelhouder gaan. Ook is het mogelijk dat als de manager niet betaald gaat worden naar prestatie, deze minder moeite gaat doen voor het bedrijf en zo in shirking beland. Het implementeren van gouden parachutes leidt dan tot een drempel die kost verhogend gaat werken bij vijandige overnames (Falaschetti, 2002) (Knoeber, 1986).

2.6 Management en aandeelhouders op één lijn krijgen

Als er vanuit een ander standpunt wordt gekeken naar de mogelijkheid tot overnames leidt dit tot volgende theorie.

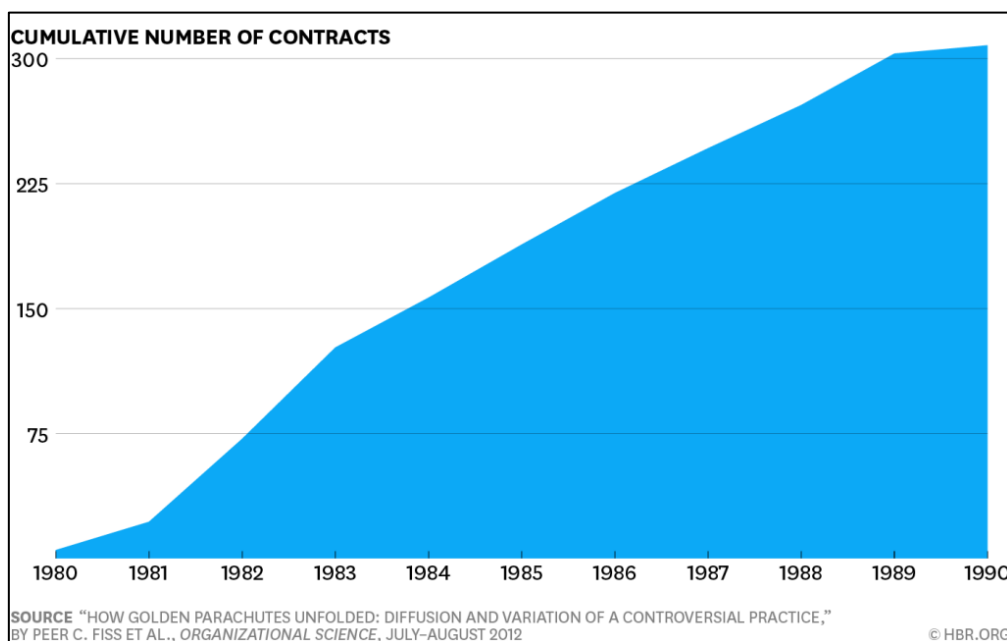
Bij bedrijven waar het aandeelhouderschap verspreid is kan het management zoals eerder vermeld overnames veel gemakkelijker tegen werken. De kleine aandeelhouder heeft veel minder overtuigingskracht om het management te overtuigen het bod toch te aanvaarden. Het management gaat deze overnames trachten tegen te werken omdat zij schrik hebben dat hun eigen welvaart zal verminder onder andere door ontslag, aangezien de overgenomen bedrijven meestal ondermaats presteren of ondergewaardeerd zijn. Doordat deze overnames tegen gewerkt worden kan dit tot een vermindering van waardevolle bedrijfsmiddelen lijden en zal de aandeelhouder hierdoor waarde gaan verliezen (Shleifer & Vishny, A Survey of Corporate Governance, 1997).

Om de weerstand van het management te beperken is het mogelijk voor de aandeelhouders om gouden parachute overeenkomsten af te sluiten met hun management indien het bestuur wisselt doormiddel van de overname. Dit zou de aandeelhouders en management toch op één lijn krijgen omdat zij beiden een waarde verhoging willen bekomen en zo ook de prestatie geleverd door het management verbeteren (Small, Smith, & Yildirim, 2007).

Small, Smith en Yildirim (2007) hebben hieruit hun "incentive alignment" theorie afgeleid. In deze theorie stellen zij in vraag of geconcentreerd extern aandeelhouderschap wel de hoofdoorzaak is voor het voorkomen van gouden parachutes. Zij gaan uit dat een gouden parachute gebruikt wordt om de belangen van zowel de aandeelhouder als het management op één lijn te krijgen indien er een overname bod komt. Verder stellen zij dat gouden parachutes minder zouden moeten voorkomen als het aandeelhouderschap bij het management toeneemt, omdat het dan moeilijker wordt om rijkdommen van de aandeelhouders af te nemen doordat het management zelf een groot aandeelhouder is. Daarna zeggen zij dat als de concentratie extern aandeelhouderschap stijgt, het goedkoper is om een gouden parachute overeenkomst te implementeren en zal het voordeel voor de externe aandeelhouder toenemen bij het accepteren van het overnamebod. Daaruit hebben zij gestest dat "leidinggevend aandeelhouderschap van primaire invloed zou zijn, terwijl geconcentreerd extern aandeelhouderschap een zwakkere invloed zou hebben op het voorkomen van gouden parachutes." Daarvoor hebben zij empirisch bewijs gevonden en besloten dat gouden parachutes minder voorkomen als er management geconcentreerd aandeelhouderschap voorkomt en dat geconcentreerd extern aandeelhouderschap van ondergeschikt belang is voor het voorkomen van deze overeenkomsten (Small, Smith, & Yildirim, 2007).

2.7 Ethische aspecten van gouden parachutes

Eind jaren '70 waren er slechts een handvol bedrijven in de Verenigde Staten dat gouden parachute contracten hadden met hun CEO's. Doordat in de jaren '80 er een grote golf van overnames plaats vond zijn er steeds meer van die contracten gekomen. In die jaren was er een hoge inflatie en waren de beurskursen serieus gezakt. Ook doordat de junk-bond⁸ markt in snel tempo groeide maakte dit het ook mogelijk om de grootste Fortune 500 bedrijven over te nemen. Hierdoor kregen zelfs topmanagers vrees voor hun posities doordat managers die het voorbije jaar goed hadden gepresteerd toch werden ontslagen bij overnames. Daarom is het aantal gouden parachute contracten toen in snel tempo gestegen. Toen waren deze parachutes voornamelijk contracten die de CEO's zouden vergoeden indien het bedrijf wordt overgenomen met een verandering van bestuur en de CEO de laan werd uitgestuurd. Via de gouden parachute zou de CEO gecompenseerd worden voor het verlies van zijn loon. De stijging van het aantal parachute overeenkomsten is ook te zien in Figuur 1 (Fiss, Kennedy, & Davis, 2012).



Figuur 1: Aantal gouden parachutes bij Fortune 500 bedrijven (HBR.org)

Verder waren deze contracten zeer uiteenlopend betreffende de inhoud, sommige betaalden een eenmalige vergoeding in cash uit, terwijl andere contracten ook niet alle daagse extra vergoedingen gaven zoals bijvoorbeeld levenslang gratis parking op luchthavens voor de betreffende persoon. Buiten de inhoud van het contract waren er ook de nodige verschillen op basis van welke gebeurtenissen de gouden parachute zou worden uitgekeerd. Enkele contracten hadden het enkel over een vijandige overname, terwijl bij andere contracten ook het vrijwillig vertrek van de CEO of zelfs heel het uitvoerend management werd gedekt (Fiss, Kennedy, & Davis, 2012).

Daarnaast zorgden de parachutes die toen uitbetaald werden ook voor de nodige discussie tussen aandeelhouders, publieke opinie en het Congres. Sommige vonden dat deze enkel ter verrijking van het management dienden of vonden het zelfs fraude naar het bedrijf toe.

⁸ Junk-bond: Ook wel high-yield obligaties. Obligatie met een hoge rentevergoeding, waar de kans bestaat dat de uitgever zijn verplichting niet kan nakomen (Test aankoop invest, 2016).

In 1984 heeft het Congres in de Verenigde Staten dan ook het taksvoordeel op deze parachutes afgeschaft (Fiss, Kennedy, & Davis, 2012).

Lambert en Larcker (1985) hebben in hun onderzoek naar de gouden parachutes het volgende geconcludeerd. Gouden parachutes zouden een positieve impact hebben op de aandeelhouderswaarden omdat een overnamebod makkelijker zou aanvaard worden. Ook stellen zij dat een grotere gouden parachute, een positief effect heeft op de marktwaarde van het bedrijf (Lambert & Larcker, 1985).

In 2009 hebben Evans en Hefner de gouden parachutes tegen het licht gehouden vanuit een ethisch perspectief. Zij hebben vanuit een utilitaristisch⁹ standpunt aangehaald dat gouden parachutes waardevol zijn voor alle belanghebbende. De contracten kunnen gebruikt worden om het voor een nieuw management of CEO aantrekkelijk te maken om voor een bedrijf te gaan werken dat een financieel risico draagt en mogelijk failliet gaat of overgenomen kan worden. Door de gouden parachute zouden deze personen meer geneigd zijn om in dit bedrijf te beginnen en zo het bedrijf terug naar een gezonde toestand brengen. Echter vinden zij het niet ethisch dat als het bedrijf wordt overgenomen, de veel te grote parachute wordt uitgekeerd maar daardoor er bespaart dient te worden op de werknemers met eventueel ontslagen tot gevolg. Terwijl als de parachute veel kleiner zou zijn, het mogelijk is om er een gezond bedrijf op na te houden zonder het gevolg van ontslag of besparingen (Evans & Hefner, 2009).

Verder stellen zij dat het mogelijk is om via de gouden parachute contracten nieuwe management leden te verkrijgen die een hoog aanzien hebben. Deze zouden het nieuwe management beschermen tegen de invloed van de aandeelhouders op de raad van bestuur. Dit is vooral van toepassing indien het bedrijf in financiële moeilijkheden verkeert en zo een mogelijke overname prooi wordt. Door die parachutes zijn deze management leden meer geneigd om toch bij het bedrijf aan de slag te gaan (Evans & Hefner, 2009).

Volgens hun onderzoek zou het ethisch verantwoord zijn om gouden parachutes toe te kennen aan het management en de CEO indien zij van buiten het bedrijf komen en dus niet verantwoordelijk zijn voor de moeilijkheden dat het bedrijf momenteel doormaakt. Verder zeggen zij dat gouden parachutes voor alle belanghebbenden van belang kunnen zijn, als zij ervoor zorgen dat de overname van het bedrijf vlotter en gemakkelijker verloopt. Doordat dit de mogelijkheid op proxy fights, financiële moeilijkheden en faillissement zou tegen gaan. Daarnaast suggereren zij ook dat het ethisch verantwoord is voor deze gouden parachutes toe te kennen, indien de raad van bestuur hier openlijk over communiceert met betrekking tot de voordelen voor alle belanghebbenden (Evans & Hefner, 2009).

⁹ Utilitarisme: Ethische waarde waarbij de handelingen worden afgewogen aan het morele en zijn bijdrage tot de maatschappij, zodat zoveel mogelijk mensen er voordeel uit halen (Utilitarisme, 2017).

3 Afleiden van de hypotheses

In dit deel zullen de deelvragen worden verduidelijkt en omgezet worden in een hypothese die vervolgens getest kan worden.

In de literatuur is er op verschillende manieren gekeken naar de mogelijkheden die een aandeelhouder heeft om rijkdommen uit het bedrijf naar zich toe te trekken en daardoor opportunistisch te gaan handelen. Bij een geconcentreerde groep eigenaars is het in een team productieprobleem veel eenvoudiger om rijkdommen uit het bedrijf te onttrekken aan zichzelf. Dit is echter niet mogelijk zonder het Pareto equilibrium te verstoren. Ook bij vijandige overnames gaat een groep geconcentreerde aandeelhouders veel eenvoudiger opportunistisch kunnen handelen in zijn eigen voordeel. Waardoor het management een groep geconcentreerde aandeelhouders als een bedreiging ziet en daardoor minder efficiënt zal werken. De geconcentreerde aandeelhouder kan die probleem oplossen door het implementeren van gouden parachutes.

In 2002 heeft Falaschetti hierop een onderzoek gedaan in de Verenigde staten gedaan waarbij hij in een selectie van 100 bedrijven uit de Standard & Poor's 500 (S&P 500) index (1998) gekeken heeft naar het voorkomen van gouden parachutes. Voor zijn onderzoek heeft hij twee theorieën ontwikkeld namelijk de "Credible commitment hypothese" en "Shirking hypothese".

- **Credible commitment hypothese** stelt dat in bedrijven met een geconcentreerd aandeelhouderschap meer gouden parachutes voorkomen. De kost om opportunistisch te handelen zou dalen als er een geconcentreerd aandeelhouderschap is en het accepteren van een vijandig overnamebod zou als opportunistisch kunnen worden bekeken. Dit zou stellen dat gouden parachutes efficiëntie verhogend zijn en de managers en CEO beschermen tegen opportunistisch gedrag van de referentieaandeelhouder. "Gouden parachutes komen meer voor bij geconcentreerd aandeelhouderschap" (Falaschetti, 2002).
- **Shirking hypothese** stelt dat in bedrijven met een sterk verspreid aandeelhouderschap meer gouden parachutes voorkomen. Het is kostelijk om controlerende mechanisme in te voeren en de agent zou daardoor zijn eigen strategie kunnen volgen wat zijn eigen belang vooropzet ook al is dit in tegenstrijd met de doelen opgesteld door de principaal. Ook zijn de problemen in het team productieproces groter en is een verspreid aandeelhouderschap inefficiënt voor de controle van de managementdiensten. Dit zou daarom stellen dat gouden parachutes een indicatie geven voor het opportunistisch gedrag van de agent (agent-principaal probleem) en de efficiëntie zouden verminderen. "Gouden parachutes komen minder voor bij geconcentreerd aandeelhouderschap" (Falaschetti, 2002).

Toen Falaschetti (2002) zijn onderzoek deed leidde dit tot de conclusie dat gouden parachutes bij de onderzochte bedrijven in 1998 meer voorkomen bij geconcentreerd aandeelhouderschap. In dit werk zal onderzocht worden of de bevindingen van Falaschetti (2002) ook geldig zijn voor de Belgische beurgenoteerde bedrijven. Voor dit onderzoek

worden de hypothesen die Falaschetti (2002) bedacht gebruikt en getest op de Belgische beursgenoteerde bedrijven.

Vervolgens is er nog een tweede punt dat zegt gouden parachutes minder voorkomen als het management een groot deel van de aandelen in bezit heeft. Dit zou komen doordat bij vijandige overnames, het zo moeilijker wordt voor de externe aandeelhouder om rijkdommen uit het bedrijf naar zich toe te trekken. Ook zou het management mee de voordelen ondervinden van de waardeverhoging op de aandelen bij overnames doordat zij zelf ook aandelen in bezit hebben. Indien er een grote groep externe aandeelhouders is, wordt het voor hen goedkoper om gouden parachutes te implementeren en neemt het voordeel voor de externe aandeelhouder toe bij een overname. Daarom zou intern aandeelhouderschap van primair belang zijn en extern aandeelhouderschap van secundair belang op het voorkomen van

Small, Smith, & Yildirim (2007) hebben dit in een uitbreiding op het onderzoek van Falaschetti (2002) getest bij de S&P 500 index van 30 juni 2002. In dit onderzoek hebben zij de hypothese getest waarvoor empirisch bewijs is gevonden door Falaschetti (2002), "Credible commitment hypothese", tegen de incentive alignment hypothese.

- **Incentive alignment hypothese** stelt dat gouden parachutes dienen om de belangen van het management en de aandeelhouders op één lijn te krijgen. Daardoor zou het management aandeel een veel grotere invloed uitoefenen en dus primair zijn op het voorkomen van gouden parachutes. Waardoor geconcentreerd extern eigenaarschap een zwakkere invloed heeft op het voorkomen van gouden parachutes in beursgenoteerde bedrijven (Small, Smith, & Yildirim, 2007).

Small, Smith, & Yildirim (2007) hebben deze hypothese getest tegenover de credible commitment hypothese en empirisch bewijs gevonden in de Verenigde Staten voor incentive alignment hypothese waarbij leidinggevend aandeelhouderschap van primaire invloed zou zijn, terwijl geconcentreerd extern aandeelhouderschap een zwakkere invloed zou hebben op het voorkomen van gouden parachutes. Waardoor gouden parachutes minder zouden voorkomen indien het management geconcentreerd aandeelhouderschap heeft. De incentive alignment hypothese zal bijkomend getest worden in dit werk voor de Belgische beursgenoteerde bedrijven.

4 Empirisch onderzoek

In dit deel zal het onderzoek plaats vinden en beschreven worden. Als eerste wordt informatie opgezocht over de toezichthouders en de verplichtingen op de financiële markten. Deze informatie is nodig om te weten te komen welke gegevens de beursgenoteerde bedrijven verplicht zijn om te publiceren. Daardoor kan er gekozen worden welke gegevens gebruikt worden voor het testen van de hypothese.

4.1 Toezichthouders en verplichtingen

4.1.1 Financial Services and Markets Authority

Op de Belgische financiële sector wordt er door twee autonome toezichthouders toezicht gehouden, zodat de stabiliteit en het vertrouwen in de financiële markten gewaarborgd blijft. Dit zorgt er eveneens voor dat beleggers en financiële consumenten van een loyale, billijke en professionele werking kunnen genieten. Het toezicht wordt uitgevoerd door de Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten ('Financial Services and Markets Authority' of kortweg FSMA) en de nationale bank met elk hun eigen doelstellingen. Voor beursgenoteerde bedrijven is voornamelijk de FSMA van toepassing (FSMA, 2016).

De wetgever zal instaan voor het geven van opdrachten voor algemeen belang aan de FSMA. Deze zullen daarna onafhankelijk worden uitgevoerd, aangezien de FSMA een autonome openbare instelling is. Met betrekking tot de bestuurders van de FSMA, deze worden benoemd voor zes jaar doormiddel van een koninklijk besluit.

4.1.2 Aandeelhouderschap en wetgeving hieromtrent

Het percentage aandelen in de hand van aandeelhouders bij beursgenoteerde bedrijven is continu in verandering door de talloze beustransacties die dagelijks plaats vinden op de beurs. Voor de meeste Belgische beursgenoteerde bedrijven is het aandeelhouderschap sterk verspreid of versnipperd en zijn het merendeel van de aandelen in handen van vele kleine beleggers. Daarnaast zijn er ook grotere- of institutionele spelers op de markt zoals beleggingsfondsen, verzekeringsmaatschappijen, holdings, welvarende individuen en andere. Nu kan het zo zijn dat sommige van de spelers een participatie verkrijgen van meer dan 5% van de aandelen, dan dienen zij dit te melden bij het desbetreffende bedrijf. Waarna het bedrijf dit zal meedelen in een participatiemelding. Ook is het mogelijk dat de beursgenoteerde bedrijven een andere meldingswaarde opnemen in hun eigen statuten. Als er gekeken wordt naar de FSMA die al deze meldingswaarde bijhoudt dan kan er besloten worden dat bedrijven met een eigendrempel van 3% gekozen hebben in plaats van de wettelijke 5% (lijst van afwijkende percentage <http://www.fsma.be/nl/Supervision/fm/gv/ah/Thresholds.aspx>) (TA Invest, 2011).

Hieronder staat de betreffende wetgeving conform artikel 18 van de wet van 2 mei 2007, statutaire kennisgevingsdrempels die aan de FSMA overgemaakt dienen te worden. Geciteerd uit "Praktijkids FSMA_2011_08 dd. 10 november 2011 (update 27 september 2016), Transparantiewetgeving (Titel II van de wet van 2 mei 2007 en koninklijk besluit van 14 februari 2008)" (FSMA, 2016):

"Er bestaan twee soorten drempels:

- *wettelijke drempels;*
- *statutair bepaalde drempels.*

Art. 6 W. § 1 De wettelijke drempels zijn bepaald op 5 % van het totaal der stemrechten, 10 %, 15 % enz., telkens per schijf van 5 procentpunten.

Art. 18 W. § 1 De statuten van emittenten naar Belgisch recht kunnen lagere drempels invoeren alsook drempels die gelegen zijn tussen de wettelijke

percentages. In de statuten kunnen evenwel enkel de (bijkomende) drempels 1 %, 2 %, 3 %, 4 % en 7,5 % worden opgenomen.”

Voor de geïnteresseerde lezer zijn er in bijlage de verplichtingen van een beursgenoteerd bedrijf met betrekking tot het jaarlijks financieel verslag terug te vinden.

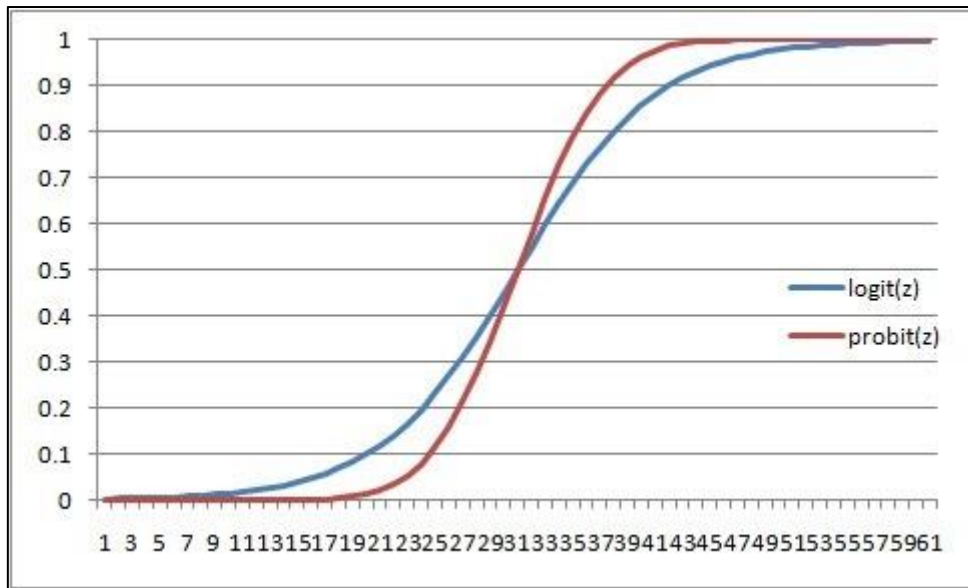
4.2 Model

Het gebruikte model dat hieronder beschreven wordt, heeft als basis het model van Falaschetti (2002). Eerst zal het model besproken worden. Vervolgens zal hierin worden uitgelegd wat een probit en logit model is en welke van de twee hierin gekozen is en waarom deze is gekozen. Daarna zullen de variabelen worden gedefinieerd en uitgelegd.

Als eerste wordt het vereenvoudigde basismodel gegeven en uitgelegd. $y_i = 1 - F(-\beta_0 - \beta_1 x_{1i} - \beta_2 x_{2i}) + \varepsilon_i$. Waarin: y_i gelijk is aan 1 als het bedrijf een remuneratie overeenkomst (gouden parachute of vertrekvergoeding) heeft met zijn gedelegeerd bestuurder (CEO) en 0 anderszins. F is een continue, strikt stijgende functie $F: R \rightarrow [0,1]$. x_{1i} beschrijft een vector, welke de concentratie van bedrijf i externe aandeelhouderschap weergeven. x_{2i} beschrijft een vector van controle variabelen. ε_i geeft de afwijking van het verwachte gemiddelde van y_i .

In de shirking hypothese wordt gesteld dat gouden parachutes minder voorkomen bij geconcentreerd aandeelhouderschap, hierdoor zal $\beta_1 < 0$. Terwijl de credible commitment hypothese stelt dat gouden parachutes meer voorkomen bij geconcentreerd aandeelhouderschap, hierdoor zal $\beta_1 > 0$ (Falaschetti, 2002).

De afhankelijke variabele y is een binaire variabele (in dit geval een dummy variabele) indien er dan gebruik zal gemaakt worden van een lineair regressiemodel is het mogelijk dat deze variabele waardes onder nul en boven één aangeeft. Doordat deze waarde is uitgedrukt in waarschijnlijkheid is het echter niet mogelijk om waardes onder nul en boven 100 procent te krijgen. Hierdoor is een lineair regressiemodel niet geschikt en zal er gebruik gemaakt worden van een niet-lineair regressie model namelijk het logit of probit model. Beide modellen maken gebruik van een cumulatieve distributiefunctie (cdf), een logit model gaat gebruik maken van een logistische cdf en een probit model maakt gebruik van de standaard normaal cdf. Zowel het logit als probit model zullen de waarden tussen nul en één houden. In beide modellen zal er een curve zijn die de vorm van een S heeft. Verder zullen beide modellen zo goed als hetzelfde resultaat geven met slechts minieme verschillen, voor een grafische voorstelling van beide modellen zie Figuur 2: Logit- en probit model. Indien er naar rekenkracht gekeken wordt, zal het logit model sneller berekend zijn dan het probit model. Vroeger was dit van belang maar met de huidige computers is dit van minder belang. Toch zal in deze studie gekozen worden voor het logit model (Stock & Watson, 2015).



Figuur 2: Logit- en probit model (Len)

Als het theoretisch model volledig wordt uitgeschreven, geeft dit het volgend model:

$$y_i = \frac{1}{1 + e^{-\beta_0 - \beta_1 x_{1i} - \beta_2 x_{2i}}} + \varepsilon_i \text{ (Stock \& Watson, 2015).}$$

4.3 Variabelen

Voor dit model worden er drie soorten variabelen gebruikt namelijk de afhankelijke variabele waar getracht zal worden om doormiddel van de onafhankelijke variabelen een antwoord te vinden op de gestelde hypothese. Als laatste worden er ook nog controle variabelen geïmplementeerd, deze zouden niet een direct verband hebben met de afhankelijke variabele maar kunnen wel van invloed zijn op de gouden parachutes. Al deze variabelen zullen hieronder besproken worden.

4.3.1 Afhankelijke variabele

De afhankelijk variabele "gouden parachute" (y) is een dummy variabele en zal 1 zijn indien de CEO beschikt over een gouden parachute of vertrekvergoeding en 0 indien deze er niet over beschikt.

4.3.2 Onafhankelijke variabelen

De onafhankelijke variabelen van dit model worden weergegeven door vector x_1 . Deze vector omvat variabelen die de concentratie extern eigenaarschap weergeven, externe aandeelhouders concentratie. Met extern aandeelhouderschap wordt er een aandeelhouder bedoeld die geen onderdeel uitmaakt van het uitvoerend management of raad van bestuur en dus niet belast wordt met het dagelijks bestuur van het bedrijf.

Een eerste onafhankelijke variabele is de dummy variabele "5% eigenaarschap", deze zal 1 zijn indien er 5% van de aandelen bij één externe aandeelhouder zit en 0 indien er geen enkele aandeelhouder is met 5% of meer van de aandelen. Deze dient om te kijken of er één geconcentreerde externe aandeelhouder is. De keuze voor om deze op 5% te zetten is gelijk lopend met de Belgische wetgeving waarboven men zich moet melden bij de FSMA en in lijn met de onderzoeken van Falaschetti (2002) en Small, Smith, & Yildirim (2007).

Er wordt ook rekening gehouden met de hoeveelheid aandelen die de grootste externe aandeelhouder heeft in percentage, dit is "aandeel grootste" genoemd. Hierdoor wordt er rekening gehouden met het aantal aandelen dat geconcentreerd zit bij één aandeelhouder die geen lid is van het management of de raad van bestuur. Deze variabele is ook gebruikt door Falaschetti (2002) en Small, Smith, & Yildirim (2007) in hun onderzoek.

Daarnaast zal er ook gekeken worden naar de vier grootste aandeelhouders en hun gezamenlijk percentage van de aandelen, "som 4 grootste". Hierbij worden de vier grootste externe aandeelhouders hun percentage aandelen samengeteld. Daardoor wordt er rekening gehouden met aandelen die zich geconcentreerd bevinden over een kleine groep aandeelhouders. Som 4 grootste is ook overgenomen uit de onderzoeken van Falaschetti (2002) en Small, Smith, & Yildirim (2007).

Hierbij dient wel op te worden opgemerkt dat deze variabelen enkel waarneembaar zijn boven de 5% grens of indien het betreffende bedrijf de grens voor meldingsplicht heeft verlaagd volgens de wetgeving van meldingsplicht aan de FSMA en het betreffende bedrijf. Daarnaast is het ook mogelijk dat de betreffende persoon onder de meldingsgrens zit maar toch waarneembaar is via de databank van bel-first.

Deze variabelen zouden allen een positieve correlatie moeten hebben met de afhankelijke variabelen. Omdat een geconcentreerde groep aandeelhouders vlugger instituties zoals gouden parachutes zou implementeren om hun eigen opportunistisch handelen tegen te gaan. Waardoor gouden parachutes meer zouden voorkomen bij geconcentreerd extern aandeelhouderschap. Voor de "incentive alignment hypothese" zouden de coëfficiënten van de externe aandeelhouders kleiner moeten zijn in vergelijking met het intern aandeelhouderschap. Omdat extern aandeelhouderschap van secundair belang en intern aandeelhouderschap van primair belang zou zijn op het voorkomen van gouden parachutes.

4.3.3 Controle variabelen

De controle variabelen van dit model worden weergegeven door vector x_2 . Hierin zitten variabelen die een onrechtstreeks verband hebben met de afhankelijke variabele.

Zo is er de eerste controle variabele "CEO-aandeel" dat weergeeft hoeveel percentage van de aandelen in de handen zijn van de CEO. Als de CEO een groot stuk van het aandelenbezit heeft dan kan hij via de aandeelhoudersstructuur ook onrechtstreeks inspraak verwerven op zijn verloning en het beleid van de raad van bestuur. En zo het opportunistisch handelen van de externe aandeelhouder tegen gaan. Deze variabelen wordt ook teruggevonden bij Falaschetti (2002) en Small, Smith, & Yildirim (2007).

Daarnaast is er ook nog het gezamenlijke aandeel uitgedrukt in percentage dat in handen is van het uitvoerend management namelijk "Management aandeel". Het aandeel van de CEO zit hier niet bij in. Dit is dus enkel de raad van bestuur en het uitvoerend management van het bedrijf. Ook hier geldt doordat zij een fractie van de aandelen bezitten het mogelijk wordt voor hen om het opportunistisch handelen van de externe aandeelhouder tegen te gaan. Ook hier werd deze variabelen waargenomen in de werken van Falaschetti (2002) en Small, Smith, & Yildirim (2007).

Bovenstaande variabelen zijn ook weer enkel waarneembaar als ze boven de 5% grens of indien het betreffende bedrijf de grens voor meldingsplicht heeft verlaagd volgens de wetgeving van meldingsplicht aan de FSMA en het betreffende bedrijf. Daarnaast is het ook mogelijk dat de betreffende persoon onder de meldingsgrens zit maar toch

waarneembaar is via de databank van bel-first. Deze variabelen zouden negatief gecorreleerd moeten zijn met de afhankelijke variabelen, doordat deze aandeelhouders het opportunistisch handelen van de externe aandeelhouders kan beperken volgens de "credible commitment" hypothese. Echter zou volgens de "shirking hypothese" hetzelfde teken opgemerkt moeten worden doordat de kosten om shirking te doen stijgen met het intern aandeelhouderschap. Via deze twee variabelen kan er dus geen onderscheid worden gemaakt tussen beide hypothese. Er dient wel bij opgemerkt te worden dat voor de "incentive alignment hypothese" de coëfficiënt van deze variabelen groter dient te zijn als die van het extern aandeelhouderschap, doordat deze van primaire invloed zouden zijn. Doordat de hoofd hypothese van dit werk het testen van de "credible commitment hypothese" en "shirking hypothese" is en de "incentive alignment hypothese" bijkomend getest werd. Staan de variabelen van intern aandeelhouderschap gecategoriseerd onder controle variabelen. Voor de "incentive alignment hypothese" zijn deze afhankelijke variabelen. Doch blijft hun verwachte teken hetzelfde, daar vooral de grote van de coëfficiënt hier belangrijk is.

Er wordt ook nog gekeken naar de "Activa" die het betreffende bedrijf in 2016 op de balans had staan. Des te hoger de activa van het bedrijf des te moeilijker een vijandige overname op dat bedrijf kan worden uitgevoerd. Hierdoor zouden gouden parachutes dus minder voorkomen bij bedrijven met een zeer grote activa.

Vervolgens zal ook nog de koers/winstverhouding, "KW" worden berekend via de aandelenkoers op einde boekjaar gedeeld door de winst per aandeel op het einde van het boekjaar. Beide hebben een onrechtstreeks verband met de gouden parachutes van de CEO, activa en koers/winstverhouding zijn van belang voor de waardering het bedrijf indien het een in aanmerking komt voor een vijandige overname. Een bedrijf met een grote activa zou minder gemakkelijk overgenomen worden. Dit geldt ook voor de koers/winstverhouding, een hoge koers/winstverhouding maakt het duur voor de overnemer om een overname te plannen op een ander bedrijf. Daardoor zouden in deze gevallen gouden parachutes minder voorkomen en zijn deze variabelen negatief gecorreleerd met de afhankelijke variabele (Falaschetti, 2002) (Small, Smith, & Yildirim, 2007) (Schwartz, 1982).

Als laatste is er ook nog "CAPEX", capital expenditures, kapitaaluitgaven, dit geeft weer wat de investeringen zijn, niet verbruikbare middelen zoals bijvoorbeeld gebouwen en research and development. Bij bedrijven met groot budget voor investeringen zijn bedrijven meer geneigd om te wachten op informatie voordat de prestatie van de CEO of manager wordt beoordeeld. Hierdoor zouden er dus meer gouden parachutes voorkomen bij bedrijven met een groot investeringsbudget (CAPEX). Daardoor zal deze variabele positief gecorreleerd zijn met de afhankelijke variabele (Knoeber, 1986) (Falaschetti, 2002).

4.4 Dataverzameling

Voor de bedrijven die genoteerd zijn op Euronext Brussel is de lijst gebruikt van <https://www.beurs.be/koersen/aandelen-brussel>, voor de gegevens van deze bedrijven is er gebruik gemaakt van bel-first waarop aandeelhouders en aandeelhoudersstructuren alsook jaarverslagen kunnen teruggevonden worden. Daarnaast is er ook gebruik gemaakt van de websites van deze bedrijven om hun jaarverslagen terug te vinden van 2016. In deze jaarverslagen is ook het remuneratieverslag opgenomen waaruit te halen is of de CEO een gouden parachute overeenkomst heeft of niet.

Als er wordt gekeken naar het aantal bedrijven dat genoteerd is op de beurs in Brussel Euronext (zowel in Euronext, Euronext Growth als Euronext Acces) dan worden er 178 bedrijven geteld. Van deze 178 noteringen zijn er 54 noteringen die niet meegenomen zijn voor het onderzoek.

Hiervan zijn 13 vastgoedcertificaten: dit zijn effecten die worden uitgegeven voor vastgoedprojecten te financieren, hierop krijgt de houder een deelname in de winst van het onderliggende onroerend goed. Echter zijn houders van deze certificaten nooit eigenaar van het goed (AXA Bank Belgium, 2017).

Vervolgens zijn er nog vier noteringen die een portefeuillemaatschappij (holding, zij controleert andere bedrijven doormiddel van het houden van aandelen en oefent zelf geen activiteit uit (Lycaeus BV, 2015)), beheervenootschap (dit treedt op bij een beleggingsvennootschap waar de beheertaken plaatsvinden door het beheervenootschap, deze zal het beheer van de portefeuille tot zich nemen (Belgian Asset Managers Association, 2017)) of commanditaire vennootschap (zij hebben één of meer vennoten waarvan een deel stille en een deel beherende vennoten (KBC, 2017)) zijn.

Dan zijn er nog drie noteringen die opgeschort zijn of geen activiteit hebben.

Twee noteringen zijn bevoorrechte aandelen en vallen dus niet onder de categorie bedrijven.

Eén notering heeft geen CEO of uitvoerend comité, deze functies worden door de raad van bestuur uitgevoerd.

Van 24 noteringen zijn geen gegevens teruggevonden in het jaarverslag.

Ook zijn er zes die nog geen jaarverslag hebben neergelegd voor 2016.

Als laatste is er nog één notering die pas sinds 2017 op de beurs noteert.

Daarom blijven er nog 124 bedrijven over waarvan gebruik is gemaakt voor dit empirisch onderzoek.

4.5 Methode

Deze studie wil onderzoeken of gouden parachutes meer voorkomen bij bedrijven met geconcentreerd aandeelhouderschap en zo de efficiënte gaan verbeteren. Daarnaast zal het ook testen welke aandeelhouderschap van primair belang is op gouden parachutes, namelijk het intern of extern aandeelhouderschap. Om het bovenstaande model te testen zal er gebruik gemaakt worden van het statistische programma SPSS van IBM. Hierin is het mogelijk om een logit regressie model op te stellen om zo de hypothese te toetsen.

De onderzochte hypothese zal getest worden voor de 124 bedrijven waarvan er gegevens zijn terug gevonden.

Voor dit onderzoek zijn er enkele veronderstellingen gemaakt. Voor de bedrijven waarvan er geen gegevens beschikbaar zijn met betrekking tot het aandeelhouderschap, doordat zij onder de wettelijke drempel vallen zoals beschreven in "4.1.2 Aandeelhouderschap en wetgeving hieromtrent". Zijn er vier verschillende logistische regressies gemaakt. Als eerste zijn deze ontbrekende gegevens ingegeven als lege cellen. Vervolgens is er verondersteld dat deze 0% aandeelhouderschap hebben. Bij de laatste twee regressies is gekozen voor respectievelijk 3% en 4.99% aandeelhouderschap. Deze keuzes voor percentages is gemaakt vanuit het oog dat als er geen gegevens beschikbaar zijn de aandeelhouder 0% aandelen zou hebben. Maar als gekeken wordt naar de Belgische wetgeving zijn er bepaalde drempels die de bedrijven kunnen implementeren, hiervan is 3% gekozen doordat deze zich in het midden van deze voorkomende drempels bevindt. En 4.99% is gekozen omdat aandeelhouders met 5% of meer van de aandelen zich altijd

moeten melden. Dus indien het bedrijf geen andere drempels instelt zal het aandeelhouderschap van de onbekende aandeelhouders tussen de 0% en 4.99% liggen. Daarnaast zijn er ook bedrijven die voor het jaar 2016 verliezen hebben geboekt, deze hebben dus een negatieve koers/winstverhouding. Zoals bijvoorbeeld biotechnologiebedrijven die volop onderzoek aan het doen zijn en daardoor dus een grote cashburn hebben zonder grote inkomsten te bekomen. Bij deze bedrijven is de koers/winstverhouding als zijnde nul geïmplementeerd.

4.6 Empirisch resultaat

4.6.1 Beschrijvende statistiek

Als eerste aanloop om op het einde van dit werk een conclusie te kunnen vormen is het analyseren van de variabelen doormiddel van beschrijvende statistiek.

Ten eerste de 124 bedrijven maar waar er zich lege cellen met betrekking tot het aandeelhouderschap bevinden. Door deze lege cellen heeft SPSS slechts met 41 bedrijven gewerkt. In tabel 1 tot en met 3 zijn de resultaten van minimum, maximum en gemiddelde met standaardafwijking terug te vinden voor de afhankelijke, onafhankelijk en controle variabelen.

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Afwijking
Parachute	0	1	0.71	0.46

Tabel 1: Afhankelijke variabele, lege cellen, n=41

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Afwijking
5 % eigenaar	0	1	0.70	0.46
Aandeel grootste	0.61%	80.54%	18.46%	22.52%
Som 4 grootste	1.07%	99.69%	28.04%	22.52%

Tabel 2: Onafhankelijke variabelen, lege cellen, n=41

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Afwijking
CEO-aandeel	0,00%	93.03%	21.74%	27.47%
Management aandeel	0.00%	84.22%	27.66%	25.86%
Ln Activa 2016 (EUR)	13.68	27.46	20.16	2.46
Ln Capex (EUR)	0.00	24.87	15.83	5.19
KW	0.00	236.06	18.62	26.53

Tabel 3: Controle variabelen, lege cellen, n=41

Vervolgens de 124 bedrijven maar met de assumptie dat voor het aandeelhouderschap geen gegevens zijn terug gevonden deze gelijk is aan 0%. Doordat er nu geen lege cellen meer zijn heeft SPSS dus met de 124 bedrijven gewerkt. De resultaten voor de beschrijvende analyse van minimum, maximum en gemiddelde met standaardafwijking terug te vinden voor de afhankelijke, onafhankelijk en controle variabelen in tabel 4 tot en met 6.

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Afwijking
Parachute	0	1	0.71	0.46

Tabel 4: Afhankelijke variabele, 0%, n=124

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Afwijking
5 % eigenaar	0	1	0.70	0.46
Aandeel grootste	0.00%	80.54%	15.63%	18.18%
Som 4 grootste	0.00%	99.69%	23.74%	23.06%

Tabel 5: Onafhankelijke variabelen, 0%, n=124

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Afwijking
CEO-aandeel	0,00%	93.03%	11.22%	22.48%
Management aandeel	0.00%	84.22%	19.41%	25.08%
Ln Activa 2016 (EUR)	13.68	27.46	20.16	2.46
Ln Capex (EUR)	0.00	24.87	15.83	5.19
KW	0.00	236.06	18.62	26.53

Tabel 6: Controle variabelen, 0%, n=124

Gevolgd door de 124 bedrijven met de assumptie dat voor het aandeelhouderschap waar geen gegevens van zijn terug gevonden deze gelijk is aan 3%. Ook hier zijn nu geen lege cellen meer en heeft SPSS met de 124 bedrijven gewerkt. Voor deze beschrijvende analyse zijn de resultaten voor minimum, maximum en gemiddelde met standaardafwijking terug te vinden voor de afhankelijke, onafhankelijk en controle variabelen in tabel 7 tot en met 6.

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Afwijking
Parachute	0	1	0.71	0.46

Tabel 7: Afhankelijke variabele, 3%, n=124

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Afwijking
5 % eigenaar	0	1	0.70	0.46
Aandeel grootste	0.61%	80.54%	16.09%	17.81%
Som 4 grootste	1.07%	99.69%	24.20%	22.60%

Tabel 8: Onafhankelijke variabelen, 3%, n=124

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Afwijking
CEO-aandeel	0,00%	93.03%	12.67%	21.79%
Management aandeel	0.00%	84.22%	20.30%	24.41%
Ln Activa 2016 (EUR)	13.68	27.46	20.16	2.46
Ln Capex (EUR)	0.00	24.87	15.83	5.19
KW	0.00	236.06	18.62	26.53

Tabel 9: Controle variabelen, 3%, n=124

Als laatste zijn er de 124 bedrijven waar de assumptie is gemaakt voor het aandeelhouderschap waarvan er geen gegevens teruggevonden zijn deze gelijk is aan 4.99%. Daarom zijn ook hier geen lege cellen meer en heeft SPSS met de 124 bedrijven gewerkt. Van deze beschrijvende analyse zijn de resultaten voor minimum, maximum en gemiddelde met standaardafwijking terug te vinden voor de afhankelijke, onafhankelijk en controle variabelen in tabel 10 tot en met 12.

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Afwijking
Parachute	0	1	0.71	0.46

Tabel 10: Afhankelijke variabele, 4.99%, n=124

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Afwijking
5 % eigenaar	0	1	0.70	0.46
Aandeel grootste	0.61%	80.54%	16.40%	17.60%
Som 4 grootste	1.07%	99.69%	24.51%	22.32%

Tabel 11: Onafhankelijke variabelen, 4.99%, n=124

Variabele	Minimum	Maximum	Gemiddelde	Std. Afwijking
CEO-aandeel	0,00%	93.03%	13.64%	21.38%
Management aandeel	0.00%	84.22%	20.90%	24.00%
Ln Activa 2016 (EUR)	13.68	27.46	20.16	2.46
Ln Capex (EUR)	0.00	24.87	15.83	5.19
KW	0.00	236.06	18.62	26.53

Tabel 12: Controle variabelen, 4.99%, n=124

Hierna is er getest of er een significant verschil is tussen de gemiddelde waarden van de onafhankelijke- en controle variabelen die een verband hebben met percentages aandeelhouderschap. Deze zijn dus "aandeel grootste", "som 4 grootste", "CEO-aandeel" en "management aandeel". Dit is uitgevoerd door een onafhankelijke tweezijdige t-toets.

Variabele	Sig. Lege - 0%	Sig. Lege - 3%	Sig. Lege - 4.99%	Sig. 0% - 3%	Sig. 0% - 4.99%	Sig. 3% - 4.99%
Aandeel grootste	0.244	0.324	0.387	0.841	0.737	0.892
Som 4 grootste	0.157	0.201	0.236	0.874	0.791	0.915
CEO-aandeel	0.009	0.024	0.042	0.606	0.387	0.726
MGMT-aandeel	0.021	0.037	0.052	0.776	0.633	0.847

Tabel 13: Significantie test datasets, n=124

Indien er hier gekeken wordt op het 5% niveau dan is het zichtbaar dat er geen significant verschil zit op de variabelen tussen de datasets met 0%, 3% of 4.99% aandeelhouderschap. Als er gekeken wordt naar de vergelijking tussen de oorspronkelijke dataset waar zich lege cellen bevinden dan is er een significant verschil bij volgende variabelen uit de datasets. Tussen de dataset met lege cellen is er een significant verschil voor CEO-aandeel en management aandeel bij de datasets met 0%, 3% en 4.99% aandeelhouderschap. Waarbij het CEO-aandeel zelfs op 1% niveau significant verschillend is tussen de lege cellen en het 0% aandeelhouderschap.

Doordat de variabelen uit de datasets 0%, 3% en 4.99% niet significant verschillend zijn verwacht ik hierdoor ook weinig verschil tussen deze datasets bij de logistische regressie.

Daarnaast is er voor die variabelen geen onderscheid gemaakt tussen de bespreken van de analyseresultaten van tabel 4 tot en met tabel 12.

Uit deze eerste analyse kan er gesteld worden dat 71% van de geteste Belgische beursgenoteerde bedrijven een gouden parachute overeenkomst hebben met hun CEO. Vervolgens hebben 70% van deze bedrijven één aandeelhouder die meer dan 5% procent van het aandelenbezit.

Indien er gekeken wordt naar de dataset met de lege cellen dan bezit de grootste externe aandeelhouder gemiddeld 18.46% van de aandelen en hebben de vier grootste externe aandeelhouders samen gemiddeld 28.04% van alle aandelen. Indien er gekeken wordt naar de interne aandelen, dus die betrekking hebben op de CEO en het management, dan bezit de CEO gemiddeld 21.74% van de aandelen en het management 27.66% van de uitstaande aandelen. Maken wij de som van de interne aandelen dan bezitten zij samen gemiddeld 49.40% van de aandelen. Worden de vier grootste externe aandeelhouders meegeteld hebben zij samen gemiddeld 77.44% van alle aandelen.

Als er daarnaast naar de datasets van 0%, 3% en 4.99% gekeken wordt waarop onderling geen significant verschil zit wordt hier de bespreking gemaakt voor de dataset met het 3% aandeelhouderschap. De grootste externe aandeelhouder bezit gemiddeld 16.09% van de aandelen en de vier grootste externe aandeelhouders bezitten samen gemiddeld 24.20% van de aandelen. Voor de interne aandeelhouders heeft de CEO gemiddeld 12.67% van de aandelen en het management van dat bedrijf gemiddeld 20.30% van de aandelen. Maken wij de som van de interne aandelen dan bezitten zij samen gemiddeld 32.97% van de aandelen. Worden de vier grootse externe aandeelhouders meegeteld hebben zij samen gemiddeld 57.17% van alle aandelen.

4.6.2 Correlatie van de variabelen

In dit stuk zal gekeken worden hoe de variabelen gecorreleerd zijn met de onafhankelijke variabelen. Daarnaast zal hier ook gekeken worden of de variabelen niet onderling gecorreleerd zijn wat zou kunnen wijzen op multicollineariteit.

Om te beginnen is de dataset genomen met de 124 bedrijven waar zich nog enkele lege cellen in bevinden. De resultaten van de correlatie is opgenomen in Tabel 14: Pearson correlatiematrix, lege cellen. Hieruit blijkt dat vier van de acht opgenomen variabelen gecorreleerd zijn met de afhankelijke variabele, het recht hebben op een gouden parachute, waarvan twee zelfs op het 1% niveau. Het teken van de correlatiecoëfficiënt kan een eerste indicatie geven voor het teken in de regressieanalyse die nog zal worden uitgevoerd.

In deze correlatie kunnen we reeds zien dat het 5% eigenaarschap een positieve correlatie heeft met de gouden parachutes en dus ook een positief teken bezit dat significant is op het 5% niveau. Dit geeft een eerste indicatie voor het bewijzen van de credible commitment hypothese. Echter zijn de twee andere onafhankelijke variabelen niet significant en kan er hier dus niets over vermeld worden.

Bij de controle variabelen is het intern aandeelhouderschap significant op het 1% niveau. Dit omvat het CEO-aandeel en het management aandeel. Voor beide is het teken ook negatief. Maar zoals eerder gesteld kan hier niet uit worden opgemaakt welke hypothese hierdoor geldig is. Wat hier wel reeds uit zichtbaar is, is dat deze beide een negatief teken bezitten en dus zoals in 4.3.24.3.3 Controle variabelen dit negatief teken voor beide

hypothese geldig is. Dit zou een controle voor het model kunnen zijn, doordat deze voor beide gestelde hypothesen negatief dient te zijn.

Als laatste is er nog één controle variabele Ln capex die significant is op het 5% niveau. Deze heeft een positieve correlatie met de gouden parachute en dus ook een positief teken. Door dat positieve teken is er een groter verband met de credible commitment hypothese.

Voor de "incentive alignment hypothese" zijn de tekens en groten van de coëfficiënt van belang voor het extern en intern aandeelhouderschap. Hier valt op dat het intern aandeelhouderschap (CEO-aandeel en management aandeel) een veel grotere coëfficiënt heeft en significant is op het 1% niveau. Terwijl bij extern aandeelhouderschap (5% eigenaar, aandeel grootste en som 4 grootste) enkel 5% eigenaar significant is op 5% niveau. Dit geeft een indicatie voor de "incentive alignment hypothese".

Wat ook nog opvalt in de Pearson correlatie matrix is de 1% significantie en grote onderlinge correlatie tussen aandeel grootste en som 4 grootste. Doordat voor de berekening van de vier grootste aandeelhouders ook het percentage van de grootste aandeelhouder mee is genomen in de berekening, is het plausibel dat deze zorgt voor de correlatie tussen deze variabelen. En zal er dus ook een aparte regressie worden uitgevoerd waar alle variabelen inzitten met respectievelijk uitgezonderd aandeel grootste en som 4 grootste.

	Parachute	5 % eigenaar	Aandeel grootste	Som 4 grootste	CEO-aandeel	MGMT-aandeel	Ln activa 2016	Ln capex	KW
Parachute	1								
5 % eigenaar	0.204*	1							
Aandeel grootste	0.033	0.380**	1						
Som 4 grootste	-0.002	0.448**	0.902**	1					
CEO-aandeel	-0.485**	-0.414**	-0.247	-0.376**	1				
MGMT-aandeel	-0.340**	-0.597**	-0.361**	-0.462**	0.355*	1			
Ln activa 2016	0.134	-0.020	0.118	-0.005	-0.226	-0.254*	1		
Ln capex	0.206*	-0.044	-0.095	-0.125	-0.308*	-0.125	0.382**	1	
KW	-0.019	-0.116	-0.136	-0.166	0.107	0.161	0.069	0.134	1
* Correlatie is significant op 5% niveau (0.05) ** Correlatie is significant op 1% niveau (0.01)									

Tabel 14: Pearson correlatiematrix, lege cellen

Vervolgens is de dataset met de veronderstellingen van 0%, 3% en 4.99% aandeelhouderschap genomen voor de 124 bedrijven waar ergens aandelen percentages ontbraken. Doordat deze datasets niet significant van elkaar verschillen zijn de resultaten in een en dezelfde tabel opgenomen, namelijk Tabel 15: Pearson correlatiematrix, met 0%, 3% en 4.99%. Wat in deze tabel direct opvalt is dat de correlatie getallen tussen de datasets onderling elkaar zeer dicht benaderen zoals te verwachten was door de significantietest die eerder is uitgevoerd. Voor deze drie datasets zijn er twee variabelen significant gecorreleerd op het 5% niveau en één op het 1% significantie niveau met de afhankelijke variabele. Hier zal telkens gesproken worden over de drie datasets gezamenlijk. Ook hier zal het teken van de correlatiecoëfficiënt een eerste indicatie geven voor het teken in de regressieanalyse die nog zal worden uitgevoerd.

Voor deze correlatiematrix is 5% eigenaarschap, zowel bij 0%, 3% en 4.99%, positief en significant op 5% niveau gecorreleerd met de gouden parachute. Ook hier geeft dit een eerste indicatie voor het bewijzen van de credible commitment hypothese. Voor de andere twee onafhankelijke variabelen is er geen significante correlatie maar bezitten zij beide en positief teken wat op de credible commitment hypothese kan wijzen.

Voor het intern aandeelhouderschap is nu enkel het CEO-aandeel gecorreleerd op 1% significantie niveau. Met een negatieve relatie met de gouden parachute. Maar zoals eerder gesteld kan hier niet uit worden opgemaakt welke hypothese hierdoor geldig is. Maar door dit negatief teken is dit voor beide hypothese geldig. Dit zou een controle voor het model kunnen zijn, doordat deze voor beide gestelde hypothese negatief dient te zijn. Als er gekeken wordt naar het management aandeel is ook hier een negatief teken terug te vinden maar geen significantie maar het zou wel op de credible commitment hypothese kunnen wijzen.

Als laatste is er nog één controle variabelen Ln capex die significant is op het 5% niveau. Deze heeft een positieve correlatie met de gouden parachute en dus ook een positief teken. Door dat positieve teken is er een groter verband met de credible commitment hypothese.

Voor de "incentive alignment hypothese" zijn de tekens en grote van de coëfficiënt van belang voor het extern en intern aandeelhouderschap. Hier valt op dat het intern aandeelhouderschap (CEO-aandeel en management aandeel), het CEO-aandeel een veel grotere coëfficiënt heeft en significant is op het 1% niveau. Maar het management aandeel heeft een kleiner coëfficiënt en is niet significant. Terwijl bij extern aandeelhouderschap (5% eigenaar, aandeel grootse en som 4 grootste) enkel 5% eigenaar significant is op 5% niveau. Dit zou op een ondersteuning voor de "incentive alignment hypothese" kunnen wijzen.

Wat ook hier terug opvalt is de 1% significantie en grote onderlinge correlatie tussen aandeel grootse en som 4 grootste. Doordat voor de berekening van de vier grootste aandeelhouders ook het percentage van de grootste aandeelhouder mee is genomen in de berekening, is het plausibel dat deze zorgt voor de correlatie tussen deze variabelen. En zal er dus ook een aparte regressie worden uitgevoerd waar alle variabelen inzitten met respectievelijk uitgezonderd aandeel grootse en som 4 grootste.

0%	Parachute	5 % eigenaar	Aandeel grootste	Som 4 grootste	CEO- aandeel	MGMT- aandeel	Ln activa 2016	Ln capex	KW
3%									
4.99%									
Parachute	1								
	1								
	1								
5 % eigenaar	0.204*	1							
	0.204*	1							
	0.204*	1							
Aandeel grootste	0.126	0.496**	1						
	0.112	0.469**	1						
	0.102	0.450**	1						
Som 4 grootste	0.117	0.577**	0.915**	1					
	0.107	0.560**	0.911**	1					
	0.099	0.547**	0.908**	1					
CEO- aandeel	-0.398**	-0.237**	-0.253**	-0.300**	1				
	-0.400**	-0.247**	-0.237**	-0.295**	1				
	-0.400**	-0.254**	-0.225*	-0.290**	1				
MGMT- aandeel	-0.100	-0.432**	-0.396**	-0.466**	-0.133	1			
	-0.117	-0.444**	-0.380**	-0.460**	-0.103	1			
	-0.128	-0.451**	-0.368**	-0.454**	-0.080	1			
Ln activa 2016	0.134	-0.020	0.115	0.007	-0.220*	-0.118	1		
	0.134	-0.020	0.116	0.006	-0.218*	-0.129	1		
	0.134	-0.020	0.116	0.006	-0.217*	-0.136	1		
Ln capex	0.206*	-0.044	-0.085	-0.108	-0.182*	0.013	0.382**	1	
	0.206*	-0.044	-0.087	-0.110	-0.188*	0.002	0.382**	1	
	0.206*	-0.044	-0.088	-0.111	-0.192*	-0.005	0.382**	1	
KW	-0.019	-0.116	-0.099	-0.116	-0.032	0.163	0.069	0.134	1
	-0.019	-0.116	-0.105	-0.122	-0.024	0.164	0.069	0.134	1
	-0.019	-0.116	-0.109	-0.125	-0.017	0.165	0.069	0.134	1

* Correlatie is significant op 5% niveau (0.05)

** Correlatie is significant op 1% niveau (0.01)

Tabel 15: Pearson correlatiematrix, met 0%, 3% en 4.99%

4.6.3 Regressieanalyse

In dit deel dat het afsluitende deel van het empirisch onderzoek zal zijn is de hypothese getest doormiddel van het logit model. Ook bij dit onderdeel is er terug de opsplitsing gemaakt tussen de dataset met de lege cellen en respectievelijk 0%, 3% en 4.99% aandeelhouderschap als veronderstelling waar deze gegevens ontbraken. Ook in dit geval zijn de datasets met veronderstelling terug weergegeven in één en dezelfde tabel doordat de datasets niet significant verschillend zijn. Voor deze logistische regressie is er telkens via de opbouw van acht modellen gewerkt om zo het laatste en uiteindelijke model te bekomen. Zo is het eenvoudiger om te bekijken welke veranderingen de wijzigingen in het model tot gevolg hebben. Als eerste zijn er drie modellen (model 1 tot en met 3) gemaakt waar elke onafhankelijke variabelen in terug te vinden is. Dan zijn de drie onafhankelijke variabelen samen in één model, model 4, opgenomen. Vervolgens zijn de controle variabelen toegevoegd aan het model, in de modellen 5 tot en met 7 is telkens één onafhankelijke variabelen genomen samen met de vijf controle variabelen. Om daarna model 8 te bekijken waarin al de drie onafhankelijke variabelen en vijf controle variabelen in terug te vinden zijn maar hier dient opgelet te worden voor multicollineariteit tussen aandeel grootste en som 4 grootste aandeelhouders. Daarom zal er nog een model 9 en 10 getest worden waarin alle variabelen zich bevinden in combinatie met respectievelijk aandeel grootste en som 4 grootste, zodat deze twee elkaar niet beïnvloeden.

Voor de kans op het voorkomen van een gouden parachute te kunnen berekenen, worden de β -coëfficiënten gebruikt in combinatie met de x waarden van de variabelen. Daarbij dient opgemerkt te worden dat als de x waarden niet specifiek worden gedefinieerd er met de gemiddelde x waarden is gewerkt die in de Tabel 1 tot en met Tabel 12 kunnen worden teruggevonden voor de overeenkomstige dataset en variabelen. Hieronder is de formule genoteerd die wordt gebruikt om de probabieliteit van het voorkomen van een gouden parachute overeenkomst met de CEO te berekenen.

Probabiliteit voorkomen gouden parachute overeenkomst met de CEO =

$$\frac{1}{1 + e^{(-\beta \text{Constante} - \beta 5\% \text{eigenaar} x_{5\% \text{eigenaar}} - \beta \text{Aandeel grootste} x_{\text{Aandeel grootste}} - \beta \text{Som 4 grootste} x_{\text{Som 4 grootste}} - \beta \text{CEO-aandeel} x_{\text{CEO-aandeel}} - \beta \text{MGMT-aandeel} x_{\text{MGMT-aandeel}} - \beta \text{Ln activa 2016} x_{\text{Ln activa 2016}} - \beta \text{Ln capex} x_{\text{Ln capex}} - \beta \text{KW} x_{\text{KW}})}$$

Om mee te starten zullen de resultaten besproken worden van de dataset waar enkele gegevens niet beschikbaar zijn en er zich dus lege cellen in de dataset bevonden. De resultaten hiervan zijn weergegeven in Tabel 16: Logit regressiemodel, lege cellen, n=41 en Tabel 17: Logit regressiemodel, lege cellen vervolg, n=41.

In het eerste model (model 1) waarin enkel de onafhankelijke variabelen 5% eigenaar is meegenomen, is de coëfficiënt significant op het 5% niveau. Als enkel deze variabele wordt genomen dan heeft de CEO een kans van 66.04% op een gouden parachute overeenkomst als er één aandeelhouder is met 5% of meer van de aandelen, indien dit niet zo is dan heeft de CEO 56.76% kans op een gouden parachute overeenkomst. Voor de eerste kans zal hier een voorbeeldberekening worden gemaakt.

$$\text{Probabiliteit voorkomen gouden parachute overeenkomst met de CEO} = \frac{1}{1 + e^{(-0.272 - 0.937 * 1)}} = 0.6604$$

Daarnaast wijst een positief teken van de coëfficiënt 5% eigenaar op de "credible commitment" hypothese. Als er verder gekeken wordt naar de bekomen coëfficiënten van de modellen zijn er nog maar twee variabelen en de constante significant. Voor de constante is dit model 2 en model 3. In deze twee modellen zijn de onafhankelijke

variabelen niet constant maar bezitten zij wel een positief teken, ook hier wijst dit in de richting van de "credible commitment" hypothese. De coëfficiënt van de eerste controle variabele die significant is, is management aandeel in model 5 waar het significant is op 5% niveau. Als er in dit model de probabilliteit op het voorkomen van een gouden parachute overeenkomst wordt berekend indien er een 5% eigenaar is dan geeft dit 96.80% kans op het voorkomen van een gouden parachute overeenkomst met de CEO, indien er geen 5% eigenaar is geeft dit een kans van 96.74%. Dit lijkt mij een zeer hoge kans maar is mogelijk als naar -2 Log likeliheid gekeken wordt. Deze geeft weer hoe slecht het model de resultaten voorspelt en des te lager deze waarde des te beter (Wuensch, 2013), deze is een serieus stuk lager dan de modellen 1 tot en met 3. Voor de R² zal er gekeken worden naar twee pseudo R² namelijk Cox and Snell R² en Nagelkerke R Square waarbij de eerste geïnterpreteerd kan worden zoals bij een multiple regressieanalyse maar nooit 1 kan bereiken, de andere kan echter wel tot 1 gaan en beide dienen zo hoog mogelijk te zijn (Wuensch, 2013). De pseudo R² zijn in dit model een stuk hoger als in de modellen 1 tot en met 3.

Als laatste is er nog de KW-verhouding waarvan de coëfficiënt significant is op het 10% niveau in model 6, 7, 8 en 9. Als hier de probabilliteit voor het voorkomen van een gouden parachute overeenkomst wordt uitgerekend krijgt men voor model 6 en 7 respectievelijk 76.22% en 73.03%. Deze waarden zijn mogelijk als naar de -2 Log likeliheid gekeken wordt in modellen 1 tot en met 3 en model 5 waar deze waardes een stuk hoger liggen dan bij 4 en 6 tot en met 10. De pseudo R² zijn dan weer lager dan in model 5. In model 8, het model met alle onafhankelijke en controle variabelen wordt een probabilliteit voor de gouden parachute overeenkomst verkregen indien er één 5% eigenaar is van 74.39%, is er geen 5% aandeelhouder dan is de kans 79.04%. Als voorbeeldberekening is hier model 8 genomen met een 5% eigenaar.

Probabiliteit voorkomen gouden parachute overeenkomst met de CEO

$$= \frac{1}{1 + e^{(-0.989 + 0.261 * 1 - 0.109 * 0.1846 - 0.009 * 0.2804 + 0.016 * 0.2174 + 0.022 * 0.2766 + 0.074 * 20.16 - 0.183 * 15.83 + 0.058 * 18.62)}}$$

$$= 0.7439$$

In model 9 en 10 wordt er als probabilliteit voor de gouden parachute bij één 5% eigenaar respectievelijk een kans van 75.35% en 79.76% gevonden. Indien er geen 5% aandeelhouder is dan is de kans respectievelijk 79.42% en 83.97% gevonden.

Voor de coëfficiënten is enkel de KW-verhouding significant in model 9, deze heeft een negatief teken. Kijken wij naar de andere tekens dan zien wij dat alle tekens overeenkomstig zijn met de "credible commitment" hypothese, enkel het teken van 5% eigenaarschap is negatief in plaats van positief zoals gesteld wordt door de hypothese. Maar er dient opgemerkt te worden dat de resultaten niet significant zijn. Echter als er naar model 8 en vooral 9 en 10 gekeken wordt dan valt erop dat de kans op een gouden parachute hoger is als er geen 5% eigenaar is. Wordt er gekeken naar de grote van de coëfficiënten bij intern aandeelhouderschap en extern aandeelhouderschap, dan zijn de coëfficiënten in model 9 en model 10 van het extern aandeelhouderschap groter dan deze van het intern aandeelhouderschap. Hierdoor wordt er geen ondersteuning voor de "incentive alignment hypothese" gevonden. Toch moet erbij opgemerkt worden dat er geen van deze coëfficiënten significant is.

	1		2		3		4		5	
Variabele	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.
5 % eigenaar	0.937* *	0.418					0.675	0.645	0.020	1.271
Aandeel grootste			0.004	0.013			0.026	0.030		
Som 4 grootste					0.000	0.010	-0.025	0.024		
CEO-aandeel									-0.041	0.028
MGMT-aandeel									- 0.065* *	0.029
Ln activa 2016									-0.237	0.219
Ln capex									0.084	0.129
KW									-0.040	0.032
Constant	0.272	0.332	1.084* **	0.324	1.169* **	0.367	0.844	0.502	7.610	5.513
* Correlatie is significant op 10% niveau (0.1) ** Correlatie is significant op 5% niveau (0.05) *** Correlatie is significant op 1% niveau (0.01)										
-2 Log likelihood	144.425		115.146		115.263		23.722		30.133	
Cox & Snell R Square	0.039		0.001		0.000		0.150		0.287	
Nagelkerke R Square	0.056		0.002		0.000		0.287		0.452	

Tabel 16: Logit regressiemodel, lege cellen, n=41

	6		7		8		9		10	
Variabele	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.
5 % eigenaar					-0.261	1,811	-0.233	1.771	-0.284	1.798
Aandeel grootste	0.119	0.144			0.109	0.197	0.123	0.148		
Som 4 grootste			0.052	0.061	0.009	0.094			0.054	0.063
CEO-aandeel	-0.018	0.033	-0.015	0.035	-0.016	0.036	-0.018	0.034	-0.014	0.035
MGMT-aandeel	-0.020	0.031	-0.019	0.032	-0.022	0.035	-0.023	0.035	-0.022	0.035
Ln activa 2016	-0.068	0.247	-0.049	0.249	-0.074	0.259	-0.077	0.257	-0.059	0.257
Ln capex	0.188	0.241	0.121	0.177	0.183	0.245	0.187	0.245	0.118	0.181
KW	-0.058*	0.034	-0.053*	0.033	-0.058*	0.035	-0.058*	0.035	-0.053	0.033
Constant	0.627	7.007	1.0492	6.150	0.989	7.556	1.010	7.640	1.958	6.787
* Correlatie is significant op 10% niveau (0.1) ** Correlatie is significant op 5% niveau (0.05) *** Correlatie is significant op 1% niveau (0.01)										
-2 Log likelihood	23.341		23.722		23.315		23.325		23.697	
Cox & Snell R Square	0.158		0.150		0.159		0.159		0.151	
Nagelkerke R Square	0.302		0.287		0.303		0.303		0.288	

Tabel 17: Logit regressiemodel, lege cellen vervolg, n=41

Vervolgens zal er verder onderzoek worden gedaan naar de drie modellen waar de veronderstellingen zijn gemaakt van 0%, 3% en 4.99% aandeelhouderschap indien er geen gegevens zijn terug gevonden. Om te beginnen wordt er naar model 1 tot en met 3 gekeken, wat hier opvalt is dat zij overeenkomstig met de dataset van de lege cellen significant is op 5% niveau voor 5% eigenaarschap. En in model 2 en 3 de constante significant is op 5% dit in tegenstelling tot model 2 en 3 van hierboven waar het significant was op 1%. Als er voor model 1 wordt uitgerekend wat de probabilliteit is op een gouden parachute overeenkomst met de CEO bij één eigenaar met 5% of meer van de aandelen dan geeft dit 77.01% (voor 0%, 3% en 4.99%) en indien er geen eigenaar is met 5% of meer van de aandelen geeft dit een kans van 56.76% (voor 0%, 3% en 4.99%). Het teken is in overeenkomst met de "credible commitment" hypothese.

Vervolgens wordt er naar model 4 gekeken waar alle onafhankelijke variabelen zijn opgenomen. Hier is voor 0%, 3% en 4.99%, het 5% eigenaarschap respectievelijk significant op 1%, 1% en 5% niveau met een positief teken. De andere twee tekens zijn positief voor aandeel grootse en negatief voor som 4 grootste. Hierbij is het positief teken in lijn met de hypothese. De probabilliteit voor het voorkomen van een gouden parachute overeenkomst bij 0%, 3%, 4.99% zijn respectievelijk 78.02%, 78.57% en 78.94% rekening houden dat er minstens één persoon 5% aandelen heeft, als er niemand 5% van de aandelen heeft zijn de kansen op een gouden parachute overeenkomst respectievelijk 57.09%, 57.01% en 57.03%.

Verder is CEO-aandeel in modellen 5 tot en met 10 significant op het 1% niveau, daarnaast is het management-aandeel significant op 10% niveau in model 5 en significant op het 5% niveau in model 6 tot en met 10 (bij 4.99% significant op 10% niveau), enkel in model 9 is er geen significantie. Als laatste is som 4 grootste significant op het 5% niveau met uitzondering van de 0% veronderstelling waar het significant is op het 10% niveau dit alles is in model 8. Som 4 grootste is ook nog significant op 10% niveau in model 10 bij de 4.99% veronderstelling.

Indien er tussen de modellen onderling wordt gekeken dan valt op dat de pseudo R² stijgt des te verder in de modellen met model 8 de grootste waarde. Voor de -2 log likelihood is er de omgekeerde beweging op te merken waar model 8 de laagste waarde heeft.

Voor het significantie van het negatieve teken van het CEO-aandeel is dit in lijn met beide hypothese zowel de "credible commitment" als de "shirking". Daarnaast zijn de probabilliteit voor de gouden parachute overeenkomst berekend bij de modellen waar CEO-aandeel significant is en er minstens een 5% aandeelhouder is. Deze probabilliteiten zijn weergegeven in Tabel 18 en voor model 5 is de linkse kant met 5% aandeelhouder en de rechterkant zonder 5% aandeelhouder.

	Model 5		Model 6	Model 7
0%	86.03%	81.33%	90.64%	96.29%
3%	87.25%	83.57%	91.66%	97.06%
4.99%	88.07%	84.98%	92.21%	97.39%

Tabel 18: Probabilliteit gouden parachute overeenkomst

Als laatste is de probabilliteit voor het voorkomen van een gouden parachute overeenkomst berekend in model 8, 9 en 10 hierin is de som 4 grootste CEO-aandeel en management-aandeel significant zoals eerder vermeld met uitzondering voor management aandeel dat niet significant is in model 9 en enkel bij de 4.99% veronderstelling in model 10. Als hierin de probabilliteit wordt berekend waar minstens 5% van de aandelen in handen zijn van één

persoon, voor respectievelijk 0%, 3% en 4.99% is links weergegeven in Tabel 19 en rechts voor deze indien er geen 5% aandeelhouder is.

	Model 8		Model 9		Model 10	
0%	97.40%	69.04%	88.84%	83.28%	93.81%	88.32%
3%	98.10%	67.14%	90.02%	85.59%	94.82%	90.67%
4.99%	98.43%	66.65%	91.03%	87.36%	95.11%	91.53%

Tabel 19: Probabiliteit gouden parachute overeenkomst

Voorbeeldberekening voor model 8, 0%, 5% eigenaar.

Probabiliteit voorkomen gouden parachute overeenkomst met de CEO

$$= \frac{1}{1 + e^{(-2.822 - 0.715 \cdot 1 - 0.046 \cdot 0.1563 + 0.057 \cdot 0.2374 + 0.054 \cdot 0.1122 + 0.027 \cdot 0.1941 + 0.073 \cdot 20.16 - 0.061 \cdot 15.83 + 0.001 \cdot 18.62)}}$$

$$= 0.9740$$

De -2 loglikelihood van model 8 is ook de laagste van alle modellen waar aandeelhouderschap assumpties zijn gemaakt. Indien de pseude R² mee worden bekeken zien wij dat deze de hoogste zijn van de geteste modellen waarin assumpties zijn gemaakt. Maar doordat er in model 8 multicollineariteit optreedt tussen aandeel grootste en som 4 grootste zal er vooral naar model 9 en 10 worden gekeken waar deze zijn opgesplitst. Als er in model 9 en 10 gekeken wordt naar de tekens van de significante variabelen dan wijst het teken van aandeel grootste en som 4 grootste op de "shirking" hypothese. Daarnaast hebben CEO- en management-aandeel ook beiden een negatief teken. Echter kan hier geen onderscheid mee worden gemaakt tussen de hypothese daar dit voor beide hypothese negatief dient te zijn. Wat verder opvalt is dat als er gekeken wordt naar de tekens van de andere variabelen deze in lijn zijn met de "credible commitment" hypothese. En dus wijken de tekens van aandeel grootste en som 4 grootste af van de "credible commitment" hypothese, ondanks dat de coëfficiënt van som 4 grootse significant is op het 10% niveau (4.99 % aandeelhouderschap) in model 10. Door naar het 5% eigenaarschap te kijken dat de meest onafhankelijke variabele is, valt erop dat deze altijd positief is en in model 1 significant is op het 5% niveau. In model 4 is dit op het 10% niveau (0% en 3% aandeelhouderschap) en het 5% niveau (4.99% aandeelhouderschap). In dit onderzoek wordt eerder een ondersteuning voor de "credible commitment" hypothese dan de "shirking" hypothese gevonden, maar dient er opgemerkt te worden dat de resultaten weinig significant zijn er met de nodige nuance naar gekeken dient te worden. Daarnaast valt er ook op als er gekeken wordt naar de probabiliteiten voor gouden parachutes in model 9 en 10, met zowel één 5% eigenaar als geen 5% eigenaar. Dan valt erop dat de kans op een gouden parachute bij beide maar lichtjes van elkaar verschillen en allemaal boven de 80% liggen. Hieruit zou kunnen afgeleid worden dat één geconcentreerde externe aandeelhouder niet van groot belang is voor de gouden parachute overeenkomst. Wordt er daarnaast nog gekeken naar de grote van de coëfficiënten bij intern aandeelhouderschap en extern aandeelhouderschap, dan zijn de coëfficiënten in model 9 en model 10 van het extern aandeelhouderschap groter of voor aandeel grootste en som 4 grootste van dezelfde grootorde als deze van het intern aandeelhouderschap. Echter zijn de coëfficiënten van CEO-aandeel wel significant op het 1% niveau in model 9 en model 10. Deze van het management aandeel zijn significant op het 5% en 10% in model 10. Maar doordat de coëfficiënten van het intern aandeelhouderschap kleiner zijn wordt er geen ondersteuning voor de "incentive alignment hypothese" gevonden. Toch moet erbij opgemerkt worden dat er geen van deze coëfficiënten significant is.

Om af te sluiten wordt er nog een reflectie gemaakt tussen de modellen waar assumpties zijn gemaakt en het model waarin zich nog lege cellen bevonden. Dit zal gebeuren door telkens model 9 en 10 met elkaar te vergelijken. Wat direct opvalt is dat in het model met de lege cellen, het 5% eigenaarschap een negatief teken heeft dit in tegenstelling met de andere modellen echter zijn beide coëfficiënten niet significant. Daarnaast wijkt onderling het teken van aandeel grootste en som 4 grootste af van elkaar, deze zijn positief voor de lege cellen en negatief bij de assumpties. Verder zijn er geen verschillen op te merken tussen de variabelen onderling. Voor de pseudo R^2 liggen deze bij beide modellen rond hetzelfde cijfer namelijk 0.2 en 0.3, als er nog naar de $-2\log$ likelihood wordt gekeken is deze een groot stuk lager voor het model met de lege cellen. Daardoor zou het model met de lege cellen beter geschikt zijn. Maar aangezien hier een bepaalde hoeveelheid data ontbreekt die niet is teruggevonden in de jaarverslagen van de bedrijven kon deze aangevuld worden door het maken van assumpties. Deze assumpties konden gemaakt worden doordat bedrijven verplicht zijn te melden wat hun CEO aan aandelen heeft volgens de Belgische wetgeving. Daarom is er gesteld dat deze percentages 0%, 3% of 4.99% waren. Deze zijn in lijn met de gestelde waarden in de corporate governance code van bedrijven waar vaak de volgende waardes worden opgenomen 1%, 2%, 3% of 5% (conform Belgische wetgeving) zodat de aandeelhouders zich moeten melden als zij deze drempels overschrijden. Kan er besloten worden dat model 9 en 10 met de assumpties beter geschikt was voor het testen van de gestelde hypothese.

0%	1		2		3		4		5	
3%										
4.99%										
Variabelen	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.
5 % eigenaar	0.937**	0.418					0.981*	0.537	0.346	0.555
	0.937**	0.418					1.017*	0.531	0.296	0.559
	0.937**	0.418					1.038**	0.527	0.266	0.560
Aandeel grootste			0.018	0.013			0.022	0.030		
			0.016	0.013			0.020	0.029		
			0.014	0.013			0.018	0.029		
Som 4 grootste					0.012	0.009	-0.016	0.024		
					0.011	0.010	-0.016	0.024		
					0.011	0.010	-0.015	0.024		
CEO-aandeel									-0.040***	0.012
									-0.041***	0.012
									-0.042***	0.013
MGMT-aandeel									-0.014	0.011
									-0.015	0.011
									-0.016	0.011
Ln activa 2016									-0.014	0.105
									-0.014	0.105
									-0.014	0.106
Ln capex									0.069	0.043
									0.067	0.043
									0.066	0.043
KW									-0.002	0.008
									-0.002	0.008
									-0.001	0.008
Constant	0.272	0.332	0.642**	0.260	0.620**	0.281	0.286	0.335	0.706	2.294
	0.272	0.332	0.658**	0.267	0.634**	0.288	0.283	0.337	0.894	2.322
	0.272	0.332	0.672**	0.271	0.646**	0.292	0.284	0.339	0.998	2.337
* Correlatie is significant op 10% niveau (0.1)										
** Correlatie is significant op 5% niveau (0.05)										
*** Correlatie is significant op 1% niveau (0.01)										
-2 Log likelikhoud	144.425		147.269		147.606		143.856		124.371	
	144.425		147.726		147.921		143.950		124.184	
	144.425		148.013		148.123		143.994		124.122	
Cox & Snell R Square	0.039		0.017		0.014		0.044		0.183	
	0.039		0.013		0.012		0.043		0.184	
	0.039		0.011		0.010		0.043		0.184	
Nagelkerke R Square	0.056		0.024		0.021		0.062		124.371	
	0.056		0.019		0.017		0.061		124.184	
	0.056		0.016		0.015		0.061		124.122	

Tabel 20: Logit regressiemodel, met 0%, 3% en 4.99%, n=124

0%	6		7		8		9		10	
3%										
4.99%										
Variabelen	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.	Coeff.	S.E.
5 % eigenaar					0.715	0.631	0.469	0.595	0.695	0.623
					0.659	0.629	0.418	0.595	0.632	0.620
					0.621	0.627	0.384	0.590	0.588	0.617
Aandeel grootste	-0.006	0.016			0.046	0.034	-0.010	0.016		
	-0.008	0.016			0.047	0.034	-0.011	0.016		
	-0.009	0.015			0.048	0.034	-0.012	0.016		
Som 4 grootste			-0.016	0.013	-0.057*	0.029			-0.021	0.014
			-0.018	0.014	-0.059**	0.014			-0.023	0.014
			-0.019	0.014	-0.060**	0.030			-0.023*	0.014
CEO-aandeel	-0.044***	0.012	-0.051***	0.014	-0.054***	0.015	-0.042***	0.013	-0.049***	0.014
	-0.046***	0.013	-0.053***	0.015	-0.057***	0.016	-0.044***	0.013	-0.051***	0.015
	-0.046***	0.013	-0.054***	0.015	-0.058***	0.016	-0.045***	0.013	-0.052***	0.015
MGMT- aandeel	-0.019*	0.011	-0.026**	0.013	-0.027**	0.014	-0.016	0.011	-0.023**	0.013
	-0.021*	0.011	-0.028**	0.013	-0.029**	0.014	-0.018	0.012	-0.025**	0.013
	-0.022*	0.011	-0.029**	0.013	-0.031**	0.014	-0.019	0.012	-0.26*	0.013
Ln activa 2016	-0.024	0.104	-0.043	0.105	-0.073	0.112	-0.008	0.106	-0.025	0.106
	-0.022	0.105	-0.042	0.106	-0.077	0.113	-0.007	0.106	-0.025	0.107
	-0.019	0.105	-0.040	0.106	-0.077	0.114	-0.005	0.107	-0.023	0.107
Ln capex	0.063	0.044	0.056	0.043	0.061	0.045	0.063	0.044	0.057	0.044
	0.060	0.044	0.052	0.044	0.057	0.45	0.060	0.044	0.053	0.044
	0.058	0.044	0.050	0.044	0.055	0.045	0.059	0.044	0.051	0.044
KW	-0.002	0.008	-0.002	0.008	-0.001	0.008	-0.002	0.008	-0.002	0.008
	-0.002	0.008	-0.002	0.008	-0.001	0.008	-0.002	0.008	-0.001	0.008
	-0.002	0.008	-0.001	0.008	0.000	0.008	-0.001	0.008	-0.001	0.008
Constant	1.506	2.154	2.494	2.349	2.822	2.619	0.816	2.315	1.679	2.441
	1.665	2.169	2.769	2.374	3.229	2.685	1.021	2.344	1.976	2.480
	1.738	2.174	2.890	2.382	3.446	2.719	1.131	2.358	2.122	2.497
* Correlatie is significant op 10% niveau (0.1)										
** Correlatie is significant op 5% niveau (0.05)										
*** Correlatie is significant op 1% niveau (0.01)										
-2 Log likelihood	124.607		123.395		120.218		123.985		122.136	
	124.206		122.714		119.630		123.709		121.667	
	124.027		122.395		119.372		123.605		121.480	
Cox & Snell R Square	0.181		0.189		0.210		0.185		0.197	
	0.184		0.194		0.213		0.187		0.200	
	0.185		0.196		0.215		0.188		0.202	
Nagelkerke R Square	0.259		0.270		0.299		0.265		0.282	
	0.263		0.277		0.305		0.267		0.286	
	0.264		0.280		0.307		0.268		0.288	

Tabel 21: Logit regressiemodel, met 0%, 3% en 4.99% vervolg, n=124

5 Conclusie en beperkingen

5.1 Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek

Dit onderzoek heeft zich enkel gericht op de beursgenoteerde bedrijven waarvan gegevens met betrekking tot de gouden parachutes zijn terug gevonden, 124 van de 178 bedrijven zijn gebruikt. Enkele redenen waarom er bij de overige bedrijven geen gegevens zijn terug gevonden ligt bijvoorbeeld aan volgende zaken: zo hebben niet alle bedrijven hun jaarverslag van 2016 gepubliceerd, waren het vastgoedcertificaten, hadden zij geen activiteit of zijn er simpelweg geen gegevens gevonden in de jaarverslagen.

Daarnaast heeft dit onderzoek slechts gewerkt met één jaarverslag van de bedrijven. Een aanvulling voor verder onderzoek zou kunnen door jaarverslagen van verschillende jaren te nemen van de deze bedrijven. Er moet dan wel een tijdspanne tussen de verslagen zitten aangezien de CEO bij sommige bedrijven al enkele jaren die positie bekleedt. Om dan het onderzoek met meerdere jaren uit te voeren zou dan mogelijk zijn door het gebruik van paneldata.

Een andere beperking van dit onderzoek is dat de Belgische wetgeving pas een meldingsplicht heeft vanaf dat iemand 5% van het aandelenbezit in een beursgenoteerd bedrijf. De bedrijven kunnen dan wel in hun statuten een lagere drempel opnemen, maar niet elk bedrijf doet dit. Daarom waren er ook enkele veronderstellingen gemaakt voor aandeelhouderschap indien er niets vermeld werd en deze onder de wettelijke of zelfs statutaire drempel zou vallen.

Nog een moeilijkheid van dit onderzoek waren de verschillende aandeelhouderstructuren bij familiebedrijven. Doordat deze bedrijven in handen zijn van de familiale aandeelhouder via verschillende andere bedrijven is het hier lastig geweest om te kijken of deze zich gedragen als een externe aandeelhouder of al dan niet zetelen in de raad van bestuur of het uitvoerend management. Hier is gekeken naar, indien mogelijk, wie het merendeel van de aandelen in handen heeft en of deze in de raad van bestuur of het management zetelde indien dit zo is, dan is deze als interne aandeelhouder geïnterpreteerd en anders als externe aandeelhouder. Daarnaast waren er ook bedrijven die een groot aandeelhouderschap hadden maar afgevaardigde naar de raad van bestuur of in het management hadden zetelen. Indien dit zo was is er aangenomen dat dit een interne aandeelhouder was.

Verder kan er ook nog onderzoek worden gedaan naar het voorkomen van gouden parachutes op het vlak van benchmarking. Doordat de gegevens van zo'n gouden parachute regeling openbaar worden gemaakt is het voor collega CEO's gemakkelijk om ook diezelfde regeling te vragen aan zijn remuneratie comité. En misschien zouden daarom de gouden parachutes meer voorkomen.

5.2 Besluit

Het doel van dit onderzoek was om na te gaan of gouden parachutes een nut hebben in de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Doormiddel van het testen van de "credible commitment" en "shirking" hypothese is er getracht om hier een sluitend antwoord op te vinden. De eerste hypothese stelde dat gouden parachutes meer zouden voorkomen bij een geconcentreerd aandeelhouderschap, waarop zij de efficiëntie in het bedrijf verhogen

en opportunistisch gedrag van de referentieaandeelhouder tegen gaan. De andere hypothese stelde dat gouden parachutes meer voorkomen bij een verspreid aandeelhouderschap en ook zouden deze parachutes de efficiëntie in het bedrijf verminderen doordat het management of de CEO opportunistisch gaat handelen als de controle op hen minder is door het verspreid aandeelhouderschap. (Falaschetti, 2002)

In dit werk is er gebruikt gemaakt van het model opgesteld door Falaschetti (2002) dat gebruikt is voor de Amerikaanse markt.

Bij het testen van de hypothese is er gewerkt met vier datasets namelijk de dataset waarin enkele percentages aandeelhouderschap ontbraken en de datasets waarin veronderstellingen waren gemaakt in de vorm van 0%, 3% en 4.99% aandeelhouderschap indien de gegevens ontbraken.

Voor de veronderstellingen is ook getest of deze datasets significant verschillen van elkaar. Een onafhankelijke tweezijdige t-toets bewees dat dit niet het geval was. Daardoor kan er aangenomen worden dat de datasets met de veronderstellingen in niet significant verschillend zijn van elkaar.

Een eerste indicatie voor de hypothese werd gegeven door de Pearson correlatie matrix. Bij de dataset met lege cellen voor 5% eigenaarschap en Ln capex zou de credible commitment hypothese aanvaard dienen te worden. Indien er gekeken wordt naar de matrix met de veronderstellingen in zou ook voor het 5% eigenaarschap en Ln capex de credible commitment hypothese aanvaard dienen te worden.

Bij de eigenlijke test van de hypothese is gebleken bij de dataset met lege cellen dat enkel de KW-verhouding significant is bij model 9, maar niet in model 10. Deze bezit een negatief teken zoals de credible commitment hypothese voorschrijft. De andere variabelen zijn in lijn met de credible commitment hypothese met uitzondering van 5% eigenaarschap dat een negatief teken bezit. Echter zijn de variabelen niet significant in model 9 en 10. Daardoor kan er niet met zekerheid besloten worden dat de credible commitment dan wel de shirking hypothese geldig is voor deze dataset. Ook werden er aanwijzingen gevonden dat de incentive alignment hypothese niet ondersteund kan worden, doordat de coëfficiënten van het extern aandeelhouderschap groter zijn dan deze van het intern aandeelhouderschap. Echter zijn de resultaten niet significant en kan er dus niet met zekerheid een conclusie genomen worden.

Daarna is de dataset met de veronderstellingen getest, hier is enkel som 4 grootste significant bij de assumptie van 4.99% in model 10 op het 10% niveau. Deze bezit een negatief teken zoals de shirking hypothese voorschrijft. Echter zijn een deel van de andere variabelen hun tekens (Ln activa 2016, Ln capex en KW-verhouding) in lijn met de credible commitment hypothese ondanks dat deze niet significant zijn. Voor aandeel grootste en som 4 grootste zijn de tekens negatief wat op de shirking hypothese wijst. Voor CEO en management aandeel zijn de tekens wel significant en zijn ze negatief. In model 9 is het management aandeel niet significant. Hierop kan niet besloten worden welke hypothese het is. Deze is voor beide hypothese negatief. Wat ook nog opviel is dat de kansen op een gouden parachute met of zonder één 5% aandeelhouder in model 9 en 10 zeer dicht bij elkaar liggen. Daardoor zou het niet uit kunnen maken of er één geconcentreerde externe aandeelhouder is, voor het toekennen van de gouden parachute overeenkomsten. Indien er dan verder werd gekeken naar de coëfficiënten van het extern aandeelhouderschap en deze van het intern aandeelhouderschap, werd er

waargenomen dat deze van het extern aandeelhouderschap groter of van dezelfde groot orde waren als deze van het intern aandeelhouderschap. Daardoor werd er geen ondersteuning voor de incentive alignment hypothese gevonden. Maar niet alle resultaten zijn significant en kan er dus niet met zekerheid een conclusie worden genomen.

Globaal kan er geen besluit worden genomen over welke hypothese van toepassing is op de Belgische beursgenoteerde bedrijven. Daardoor kan ook niet besloten worden of gouden parachutes de efficiëntie verbeteren of niet. Ook kan er niet met zekerheid besloten worden of het intern dan wel het extern aandeelhouderschap van primair belang is op het voorkomen van gouden parachutes.

In de literatuur werden er ondersteuning gevonden die betrekking hadden tot de credible commitment hypothese en de incentive alignment hypothese. Zo was er gesteld dat geconcentreerde aandeelhouders meer mogelijkheden om opportunistisch te handelen en daardoor kost verhogende middelen diende te implementeren zoals gouden parachutes. Dit zou efficiëntie van het management in het bedrijf verhogen. Verder werd er in de literatuur ondersteuning gevonden voor de incentive alignment hypothese die stelde dat intern aandeelhouderschap van primair belang zou zijn en extern aandeelhouderschap van secundair belang (Falaschetti, 2002) (Small, Smith, & Yildirim, 2007).

Met betrekking tot de ethische aspecten van gouden parachutes werd er ook ondersteuning in de literatuur gevonden. Deze zouden garanties geven om externe managers en CEO's aan te trekken in financieel instabiele bedrijven waar er een risico is om overgenomen te worden. Ook zou het verantwoord zijn om gouden parachutes toe te kennen als er openlijk over wordt gecommuniceerd door de raad van bestuur (Evans & Hefner, 2009).

5.3 Praktische implicaties

Vanuit de literatuurstudie was er ondersteuning gevonden voor de credible commitment hypothese en incentive alignment hypothese. Hierbij zouden gouden parachutes meer voorkomen bij geconcentreerd extern aandeelhouderschap. Echter zou intern aandeelhouderschap wel van primair belang zijn tegenover het extern aandeelhouderschap.

In dit onderzoek worden er aanwijzingen gevonden voor de credible commitment hypothese ondanks het ontbreken van enige significantie. Voor de incentive alignment hypothese wordt geen ondersteuning gevonden ondanks het ontbreken van significantie.

Als er gekeken wordt hoe de resultaten hiervan kunnen worden toegepast op de praktijk zou ik het volgende willen suggereren. Vanuit een ethisch standpunt is het logisch om gouden parachutes toe te kennen aan CEO's die van buiten het bedrijf worden aangeworven, omdat zij geen oorzaak zijn van de huidige problemen in dat bedrijf. Wil men echter deze CEO's aantrekken om het bedrijf terug naar betere tijden te brengen, zal het noodzakelijk zijn om deze een aantrekkelijke verloning te geven en een vangnet bij ontslag. Daar dient dan wel openlijk door de raad van bestuur over gecommuniceerd te worden naar de aandeelhouder. Alsook moet er een goede overeenkomst worden opgesteld in welke gevallen de CEO zijn ontslagvergoeding krijgt. Indien de CEO ontslagen wordt omwille van schandalen lijkt het mij niet ethisch om deze royale ontslagvergoeding uit te keren.

Bij een geconcentreerde aandeelhoudersgroep is het in mijn ogen ook niet onlogisch om de CEO een vangnet te geven om zo het opportunistisch gedrag van de aandeelhouder te beperken. Indien de CEO zelf een groot deel van de aandelen in bezit heeft, zou het niet nodig zijn om deze CEO een gouden parachute te geven. Want als er dan een overname van het bedrijf plaats vindt zou de CEO ook een vergoeding krijgen in de vorm van een verhoging van zijn aandelen waarde.

Een nadeel van de praktijk is de openbaarheid van de vergoeding voor het management en de CEO in beurgenoteerde bedrijven. Zo zal een CEO ongeveer hetzelfde willen krijgen als zijn collega waardoor er steeds meer gouden parachutes voorkomen.

Daarom zou het goed zijn om de ontslagvergoedingen te regelen via de Belgische wetgeving wat nu al het geval is. Daar staat deze op 12 maanden ontslagvergoeding. Dit is een royale vergoeding en geeft de CEO, tijd om een nieuwe baan te zoeken zonder daarbij de nodige financiële zorgen te moeten hebben.

6 Bibliografie

- (sd). Opgehaald van Nationale Wetenschaps Agenda:
<https://vragen.wetenschapsagenda.nl/vraag/welke-invloed-hebben-formele-en-informele-instituten-op-ongelijkheden-over-de-levensloop-in>
- Agrawal, A., & Knoeber, C. (1996). Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 377-397.
- Alchian, A. A., & Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review*, 777-795.
- AXA Bank Belgium. (2017, Januari 1). *vastgoedcertificaat verklarende fiche*. Opgehaald van axabank.be: <https://www.axabank.be/~media/axa/juridic-documents/mifid/realestatecertificate.pdf?dmc=1&la=nl&ts=20170227t0512291563>
- Belgian Asset Managers Association. (2017). *Beheervenootschap*. Opgehaald van beama.be: <http://www.beama.be/nl/financiele-vaardigheden/de-icb/partijen/beheervenootschap>
- Belgian Federal Government. (2013). *Economie*. Opgehaald van Economie fgov: http://economie.fgov.be/nl/ondernemingen/leven_onderneming/Formalites_Compables/Corporate_governance/#.WAI7sfmLRD8
- EDL. (2012, Mei 2). Mariani ontkent gouden parachute. *Het Nieuwsblad*.
- Euronext. (2016). Opgehaald van Beurs: <http://www.beurs.be/>
- Evans, J. D., & Hefner, F. (2009). Business ethics and the decision to adopt golden parachute contracts: Empirical evidence of concern for all stakeholders. *Journal of Business Ethics*, 65-79.
- Falascetti, D. (2002). Golden parachutes: credible commitments or evidence of shirking? *Journal of Corporate Finance*, 159-178.
- Federaal parlement België. (1999, Mei 7). WETBOEK VAN VENNOOTSCHAPPEN.
Opgehaald van http://www.ejustice.just.fgov.be/cgi_loi/change_lg.pl?language=nl&la=N&cn=1999050769&table_name=wet
- Fiss, P. C., Kennedy, M. T., & Davis, G. F. (2012). How Golden Parachutes Unfolded: Diffusion and Variation of a Controversial Practice. *Organization Science*, 1077-1099.
- FSMA. (2016). *Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten*. Opgehaald van FSMA: <http://www.fsma.be/nl/About%20FSMA.aspx>
- FSMA. (2016, September 27). *Autoriteit voor Financiële Diensten en Markten*. Opgehaald van http://www.fsma.be/~media/Files/fsmafiles/circ/nl/2011/fsma_2011_08.ashx?la=nl

- FSMA. (2016). Verplichtingen van op een gereguleerde markt genoteerde emittenten. *FSMA_2012_01 dd. 11 januari 2012 (update 27 september 2016)*. FSMA. Opgehaald van www.fsma.be/~media/Files/fsmafiles/circ/nl/2012/fsma_2012_01.ashx
- FSMA, J.-P. Servais. (2016). *FSMA brochure*. Opgehaald van FSMA: http://www.fsma.be/~media/Files/fsmafiles/pub/nl/FSMA_brochure.ashx
- HBR.org. (sd). *The rapid rise of golden parachute contracts in the 1980s*. Harvard Business Review. Opgehaald van <https://hbr.org/2016/10/a-short-history-of-golden-parachutes>
- Holmstrom, B. (1982). Moral Hazard in Teams. *The Bell Journal of Economics*, 324-340.
- Holmstrom, B. (1999). The Firm as a Subeconomy. *Journal of Law Economics & Organization*, 74-102.
- Ingham, S. (2016, April 4). *Pareto-optimality*. Opgehaald van Encyclopaedia Britannica: <https://www.britannica.com/topic/Pareto-optimality>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior. *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- KBC. (2017). *Wat is een commanditaire vennootschap?* Opgehaald van KBC.be: <https://www.kbc.be/ondernemen/nl/artikel/ondernemingsvormen/werking/beheer-commanditaire-vennootschap.html>
- KLD. (2008, November 7). Akkoord over gouden parachutes. *De Standaard*.
- Knoeber, C. R. (1986). Golden Parachutes, Shark Repellents, and Hostile Tender Offers. *The American Economic Review*, 155-167.
- KVDA. (2013, November 10). Geen gouden parachute voor Didier Bellens wegens onaanvaardbaar gedrag. *Knack*.
- Lambert, R. A., & Larcker, D. F. (1985). Golden parachutes, executive decision-making, and shareholder wealth. *Journal of Accounting and Economics*, 179-203.
- Len. (sd). *Graph of logit and probit curve*. blacklen.wordpress.com. Opgehaald van <https://blacklen.wordpress.com/2010/09/23/logistic-regression-for-probability-estimation/>
- Lycaeus BV. (2015). *Lycaeus*. Opgehaald van juridischwoordenboek.be: <http://www.juridischwoordenboek.be/woordenboekBe.html#2312>
- Nash Equilibrium*. (sd). Opgehaald van Investopedia: <http://www.investopedia.com/terms/n/nash-equilibrium.asp>
- Paul De Grauwe, K. S. (2012, April 23). De gouden parachute van Pierre Richard. *De Morgen*.
- Schwartz, S. (1982). Factors Affecting the Probability of Being Acquired: Evidence for the United States. *The Economic Journal*, 391-398.

- Shleifer, A., & Summers, L. (1988). Breach of Trust in Hostile Takeovers. In *Corporate Takeovers: Causes and Consequences* (pp. 33-68). University of Chicago Press.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *THE JOURNAL OF FINANCE*, 737-783.
- Small, K., Smith, J., & Yildirim, H. S. (2007). Ownership structure and golden parachutes: Evidence of credible commitment or incentive alignment? *Journal of economics and finance*, 368-382.
- Stock, J. H., & Watson, W. M. (2015). *Introduction to Econometrics*. Harlow: Pearson Education Limited.
- Suranovic, S. (2010). *International Trade: Theory and Policy*. George Washington University. Opgehaald van <https://catalog.flatworldknowledge.com/bookhub/reader/28?e=fwk-61960-chab#fwk-61960-chab>
- TA Invest. (2011, Juli 6). *Test Aankoop invest*. Opgehaald van Test Aankoop: <https://www.test-aankoop.be/invest/participatiemelding-s854674.htm>
- Test aankoop invest. (2016). *Test aankoop invest*. Opgehaald van test-aankoop.be: <https://www.test-aankoop.be/invest/lexicon/j/junk-bond>
- Utilitarisme*. (2017). Opgehaald van Ethische-dilemmas.nl: <http://www.ethische-dilemmas.nl/index.htm?algemeneinfoid=315>
- Van Dale Uitgevers. (2016). De Van Dale Online. België.
- WebFinance Inc. (sd). *Remuneration*. Opgehaald van BusinessDictionary: <http://www.businessdictionary.com/definition/remuneration.html>
- Wuensch, D. K. (2013, Februari). <http://core.ecu.edu>. Opgehaald van East Carolina University: <http://core.ecu.edu/psyc/wuenschk/MV/MultReg/Logistic-SPSS.pdf>

Bijlagen

Lijst gebruikte bedrijven

2Valorise/4 Energy	Engie	Option
invest	Envipco	Orange Belgium
AB Inbev	Euronav	Picanol
Ablynx	Euronext	Proximus
ABO-Group Environment	EVS BROADCAST.EQUIP.M.	QRF
Accentis	Exmar	RealDolmen
Ackermans & van Haaren	Fagron	Recticel
Aedifica	Floridienne	Resilux
Ageas	Fluxys Belgium	Retail estates
Agfa-Gevaert	Fountain	Roularta media group
Aperam	Galapagos	RTL Group
Argen x	GBL	Sabca
Ascencio	GENKYOTEX	Saint-Gobain
Asit Biotech	GIMV	Sapac
Atenor	Global Graphics	Scheerders van Kerchove
Avantium	Greenyard	Sioen industries
Banimmo	Hamon	Sipef
Barco	Home invest	Smartphoto group
Befimmo	IBA	Sofina
Bekaert	IEP invest	Solvac
Beluga	IMMO Moury	Solvay
Biocartis	Immobel	Spadel
Bone Therapeutics	ING group NV	Suez
Bpost	Intervest Offices & Warehouses	Telenet Group
BQUE NAT. BELGIQUE	Jensen Group	Ter Beke
BREDERODE	KBC	Tessengerlo group
Campine	KBC ancora	Texaf
Care property invest	Keyware Tech	Thrombogenics
Celyad	Kiadis Pharma	Tigenix
CFE	Kinopolis Group	Total
Cofinimmo	Leasinvest real estate	Tubize (Financière de)
Colruyt	Lotus Bakeries	UCB
Connect group	MDxHealth	Umicore
Curetis	Melexis	Van de Velde
D'ieteren	Miko	Vastned retail Belgium
Dalenys	Mithra Pharmaceuticals	VGP
Deceuninck	MONTEA C.V.A.	Viohalca
Dexia	Moury construct	Vranken-Pommery
ECKERT-ZIEGLER BG	Neufcour (Compagnie Financière de)	WDP
Econocom group	Nyrstar	Wereldhave Belgium
Elia	Ontex Group	Xior
Emakina group		Zenitel

Jaarlijks financieel verslag van een beursgenoteerd bedrijf

Beursgenoteerde bedrijven hebben ook een aantal verplichtingen zoals het jaarlijks neerleggen van het jaarlijkse financieel verslag. Dit verslag dient volgende te omvatten zoals "Verplichtingen van op een gereguleerde markt genoteerde emittenten." uitgegeven door de FSMA op basis van artikel 12 §2 koninklijk besluit van 14 november 2007 beschrijft:

1° de gecontroleerde jaarrekeningen;

2° het jaarverslag;

3° een verklaring van de bij de emittent ter zake verantwoordelijke personen, met duidelijke vermelding van naam en functie, dat, voor zover hen bekend:

a) de jaarrekeningen, die zijn opgesteld overeenkomstig de toepasselijke standaarden voor jaarrekeningen, een getrouw beeld geven van het vermogen, van de financiële toestand en van de resultaten van de emittent en de in de consolidatie opgenomen ondernemingen;

b) het jaarverslag een getrouw overzicht geeft van de ontwikkeling en de resultaten van het bedrijf en van de positie van de emittent en de in de consolidatie opgenomen ondernemingen, alsmede een beschrijving van de voornaamste risico's en onzekerheden waarmee zij geconfronteerd worden;

4° het ondertekende verslag van de commissaris of van de met de controle van de jaarrekeningen belaste persoon" (FSMA, 2016).

In het jaarverslag dienen de Belgische emittenten van aandelen een verklaring inzake deugdelijk bestuur op te nemen conform het wetboek van vennootschappen 7 mei 1999 artikel 96. Met daarin volgende informatie:

- Code inzake deugdelijk bestuur die door het vennootschap wordt toegepast en met een aanduiding waar de code openlijk kan geraadpleegd worden.
- Aanduiding voor de delen waarvan afgeweken wordt in de code inzake deugdelijk bestuur met daarvoor een goed onderbouwde reden.
- Voor interne controle- en risicobeheerssystemen van het vennootschap dienen de belangrijkste kenmerken beschreven te zijn.

Ook dient er sinds de wet van 6 april 2010 een remuneratieverslag opgenomen te worden in de verklaring inzake deugdelijk bestuur (Belgian Federal Government, 2013). Met daarin volgende informatie:

- Voor de bestuurders, de leden van het directiecomité, de andere leiders en de personen belast met het dagelijkse bestuur van de vennootschap een beschrijving van het remuneratiebeleid en hoe deze verschillende remuneraties¹⁰ worden bepaald.
- Een verklaring van het remuneratiebeleid van het afgelopen boekjaar met op zijn minst volgende gegevens:

¹⁰ Remuneratie: Beloning voor de werknemer in de vorm van salaris of andere voordelen, zowel geldelijke als niet geldelijke stimulansen (WebFinance Inc).

“a) de principes waarop de remuneratie was gebaseerd, met aanduiding van de relatie tussen remuneratie en prestaties;
b) het relatieve belang van de verschillende componenten van de vergoeding;
c) de kenmerken van prestatiepremies in aandelen, opties of andere rechten om aandelen te verwerven;
d) informatie over het remuneratiebeleid voor de komende twee boekjaren” (Federaal parlement België, 1999).

- Voor niet-uitvoerende bestuurders het bedrag van remuneratie en andere voordelen op individuele basis, die rechtstreeks of onrechtstreeks worden toegekend.
- Voor uitvoerende bestuurders, de leden van het directiecomité, de andere leiders of personen belast met het dagelijks bestuur die eventueel een vergoeding kunnen krijgen op basis van de prestaties van het vennootschap. Hiervoor dienen de criteria voor evaluatie van de prestaties ten opzichte van de doelstellingen met aanduiding van de evaluatieperiode en een beschrijving van de methoden die gebruikt worden om de prestatiecriteria te beoordelen.
- De remuneratie en andere rechtstreekse of onrechtstreekse voordelen dient onderverdeeld te worden tussen: basissalaris, variabele remuneratie, regeling van pensioenen en de overige componenten van de remuneratie.
- Voornaamste kenmerken van aandelen, aandelenopties en andere rechten om aandelen te verkrijgen.
- Op individuele basis de bepaling met betrekking tot de vertrekvergoedingen.
- Bij vertrek van uitvoerende bestuurders, de leden van het directiecomité, de andere leiders of personen belast met het dagelijks bestuur dient door de raad van bestuur de beslissing omtrent het al dan niet in aanmerking komen voor de vertrekvergoeding verantwoord te worden en de berekeningsbasis hiervoor.
- Een terugvorderingsrecht ten gunste van de vennootschap van variabele remuneratie als deze is toegekend door onjuiste financiële informatie (Federaal parlement België, 1999) (Belgian Federal Government, 2013) (FSMA, 2016).

Voor het jaarlijks financieel verslag geldt dat het openbaar gemaakt worden uiterlijk vier maanden na einde van het boekjaar. Verder dienen zij ook uiterlijk 30 dagen voor de algemene vergadering hun jaarlijks financieel verslag openbaar te maken indien zij aandelen tot verhandeling hebben op een gereguleerde markt¹¹. Voor andere emittenten dient het jaarlijks financieel verslag uiterlijk 15 dagen voor de algemene vergadering openbaar gemaakt te worden (FSMA, 2016).

¹¹ Gereguleerde markt: de markt "Euronext Brussels" en de markt voor afgeleide producten van Euronext Brussels NV. Conform artikel 3, §1, 3e lid van de wet van 2 augustus 2002 betreffende het toezicht op de financiële sector en de financiële diensten.