



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master handelsingenieur

Masterthesis

***De invloed van CEO betrokkenheid op de relatie tussen beslissingshorizon en
bedrijfsprestaties***

Matice Verbeek

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master handelsingenieur, afstudeerrichting accountancy en
financiering

PROMOTOR :

Prof. dr. Ine UMANS



UHASSELT

KNOWLEDGE IN ACTION

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

2023
2024



Faculteit Bedrijfseconomische Wetenschappen

master handelsingenieur

Masterthesis

De invloed van CEO betrokkenheid op de relatie tussen beslissingshorizon en bedrijfsprestaties

Matice Verbeek

Scriptie ingediend tot het behalen van de graad van master handelsingenieur, afstudeerrichting accountancy en financiering

PROMOTOR :

Prof. dr. Ine UMANS

Woord vooraf

Deze masterproef werd geschreven in het kader van mijn masteropleiding 'Handelsingenieur' met als afstudeerrichting 'accountancy' aan de Universiteit Hasselt. In deze masterproef heb ik onderzoek gedaan naar het opportunistisch gedrag van CEO's met een korte carrièrehorizon en hoe dit varieert in bepaalde contexten. Zo heb ik onderzocht of dit opportunistisch gedrag ook aanwezig is bij familiebedrijven en of dit gedrag afhankelijk is van de toekomstintenties van de CEO.

Corporate governance, ook bekend als 'goed bestuur' is een onderwerp binnen de bedrijfswereld, dat mij al lange tijd bijzonder interesseert. Het belang van zo een goed bestuur mag niet worden onderschat. Het is van vitaal belang voor het waarborgen van transparantie, verantwoording, integriteit en het beschermen van de belangen van alle stakeholders. In het tijdperk van media en internet is er een groeiende vraag naar die transparantie en openheid van bedrijven. Als Handelsingenieur Accountancy heb ik tijdens mijn opleiding de kans gekregen om me te verdiepen in dit belangrijke domein van beleidsvoering.

Allereerst zou ik voor het voltooien van deze thesis, mijn promotor prof dr. Ine Umans willen bedanken. Bedankt voor de nieuwe inzichten in het vak rond Corporate governance en de toffe samenwerking gedurende dit hele traject. Vervolgens wil ik mijn ouders van harte bedanken voor de kansen en steun waar ik steeds op kon rekenen. Het was dankzij mijn vader dat ik aan deze afstudeerrichting ben gestart en door wie de passie voor economie en beleidsvoering is gegroeid. Ook mijn vrienden en familie mogen niet onbenoemd blijven. Zonder hen zou ik niet hebben gestaan waar ik nu sta.

Met deze thesis sluit ik mijn vijfjarige studie aan deze Universiteit af. Een tijd waar ik nog vaak met plezier op zal terugkijken. Dankzij de Universiteit, maar ook dankzij mijn medestudenten ben ik als persoon, ondanks de COVID-19 periode, op enkele jaren tijd enorm kunnen groeien. De studententijd was een fantastische ervaring.

Matice Verbeek

Hasselt, juni 2024

1 Inleiding

In de hedendaagse bedrijfswereld is waardecreatie op financieel vlak een essentiële doelstelling voor bedrijven. Om tot die waardecreatie te komen, ontwikkelen bedrijven langetermijnstrategieën en stellen ze doelstellingen vast op het gebied van productiviteit, marktaandeel, duurzaamheid en continuïteit. Het bereiken van deze langetermijndoelen vereist echter dat het kortetermijnbeleid consistent is met deze doelen en voortdurend wordt aangepast aan de dynamische marktomstandigheden en wereldwijde ontwikkelingen.

Productiviteit is cruciaal voor elke werknemer, maar in het bijzonder ook voor de CEO, die aan het hoofd staat van het bedrijf en de belangrijkste beslissingen neemt. De CEO is verantwoordelijk voor het beleid dat is afgestemd op de doelstellingen die zijn overeengekomen met de Raad van Bestuur en de aandeelhouders (Finkelstein et al., 2009). CEO's nemen beslissingen op korte termijn, die ervoor moeten zorgen dat de lange termijn doelen bereikt worden. Doch, het komt vaak voor dat de CEO en het bedrijf niet altijd de meest optimale keuzes maken op lange termijn (Handler, 1994). CEO's zijn vaak geneigd om snel winstmaximalisatie na te streven, wat hun eigen beloningen verhoogt, maar niet altijd in het belang is van het bedrijf op lange termijn (Davidson et al., 2007). Er ontstaat een belangenconflict tussen de aandeelhouders en de managers van het bedrijf, die ook eerder in de literatuur door Smith (1776) als het agency probleem werd gedefinieerd. De theorie rond dit agency probleem stelt dat er een contractuele relatie bestaat tussen de principaal (aandeelhouder) en de agent (managers). Beide partijen streven eigen nutsmaximalisatie na, wat ertoe kan leiden dat de agent niet altijd de belangen van de principaal volgt (Jensen & Meckling, 1976).

De trend waarbij het pensioen van de CEO gebaseerd is op de prestaties van de laatste jaren van de CEO doet zo een belangenconflict ontstaan. CEO's kunnen profiteren van kortetermijnresultaten door hogere bonussen te ontvangen, waarna ze vertrekken en de langetermijngevolgen van hun beslissingen niet langer hun verantwoordelijkheid zijn. Dit verschijnsel wordt in de literatuur beschreven als het horizonprobleem. De gevolgen van het horizonprobleem werden eerder door onderzoekers aangetoond. Ze tonen aan dat de neiging tot positief earnings management toeneemt naarmate de carrièrehorizon van een CEO korter wordt (Chen et al., 2018; Dechow & Sloan, 1991). Zo dalen de investeringen en R&D uitgaves aanzienlijk wanneer de CEO plant het bedrijf te verlaten (Henry et al., 2009). Ook Brickley et al. (1999) bevestigen voorgaand onderzoek, maar beperken zich niet enkel tot CEO's die het bedrijf vroegtijdig willen verlaten. Zij concluderen namelijk dat het horizonprobleem zich ook voordoet bij CEO's die in een korte tijd met pensioen plannen te gaan.

Na een grondige analyse van het horizonprobleem, gaat deze masterproef in op twee specifieke situaties waarbij de CEO sterker verbonden is tot het bedrijf. Enerzijds bekijk ik de situatie van het horizonprobleem in familiebedrijven. De sociaal-emotionele welvaartstheorie van Gómez-Mejía et al. (2007) stelt namelijk dat in familiebedrijven de financiële resultaten niet zozeer een drijvende factor zijn, maar dat familiebedrijven eerder gericht zijn op het behoud van de reputatie en de welvaart van de familie. Bijgevolg verwacht ik dat het horizonprobleem zich niet zozeer zal stellen bij familiebedrijven dan bij andere bedrijven.

Anderzijds bekijk ik de verbondenheid van de CEO tot het bedrijf door te onderzoeken wat de toekomstintenties zijn van deze CEO. Zoals Brickley et al. (1999) vaststellen, blijven heel wat bedrijfsleiders actief gedurende hun pensioen. Ze hebben de mogelijkheid om elders advies te verlenen, maar krijgen vaak ook de optie om verbonden te blijven aan het bedrijf waar ze altijd CEO zijn geweest. Het zetelen in de raad van advies, het oppakken van een mentor rol of een PR functie zijn allemaal mogelijkheden. Dit brengt heel wat voordelen met zich mee voor het bedrijf (Andres et al., 2014; Chen et al., 2018) en zo houdt men de CEO verbonden tot het bedrijf. Ik onderzoek of het verbinden van de CEO tot het bedrijf een vermindering van het horizonprobleem ook als voordeel kan hebben. Aan de hand van een vragenlijst komen we te weten wat de toekomstplannen van de CEO zijn en onderzoek ik de modererende rol van deze plannen op het effect van carrièrehorizon op prestaties (horizonprobleem).

Deze masterproef levert een bijdrage aan de academische literatuur door een grondige analyse van het horizonprobleem binnen verschillende bedrijfscontexten. Het onderzoek richt zich op de rol van CEO's en hun invloed op korte- en langetermijnwaardecreatie in bedrijven. Door twee specifieke situaties te onderzoeken, biedt de studie nieuwe inzichten in hoe de verbondenheid van een CEO met een bedrijf het horizonprobleem kan beïnvloeden. Door deze twee situaties te analyseren, biedt de masterproef niet alleen een theoretische uitbreiding van bestaande kennis over het horizonprobleem, maar ook praktische inzichten voor bedrijven en beleidsmakers. De bevindingen helpen bij het ontwikkelen van strategieën die de langetermijnbelangen van bedrijven en aandeelhouders beter beschermen tegen kortetermijngericht gedrag van CEO's.

Deze paper begint met een omschrijving van de bestaande literatuur omtrent het horizonprobleem en de nadelen hiervan. Vanuit het horizonprobleem komen we vervolgens terecht in de literatuur rond familiebedrijven. Op basis van allerlei inzichten uit de literatuur formuleer ik de hypothese die in dit onderzoek getest zullen worden. Om de verschillende effecten empirisch te onderzoeken, maak ik gebruik van een vragenlijst aangereikt door het Research Center for Entrepreneurship and Family Firms. Na het testen van onze hypotheses worden de resultaten neergeschreven, gevolgd door een discussie, beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek.

2 Literatuur en hypothese ontwikkeling

2.1 Agency theory

Een bedrijf kan worden beschouwd als een sociale constructie waarin investeerders vrijwillig besluiten om een deel van hun vermogen toe te wijzen aan het leiderschap en het management van het bedrijf. Hoewel een goede dynamiek tussen de betrokken partijen essentieel is bij het behalen van de bedrijfsdoelstellingen, blijkt dit niet vanzelfsprekend te zijn (Jensen & Meckling, 1976). Het management, die de belangen van het bedrijf vertegenwoordigt, houdt vaak geen rekening met nadelen die de vennootschap niet rechtstreeks raken. Echter worden ook de belangen van het bedrijf en de aandeelhouders zelf niet goed opgevolgd. Het is zo dat de scheiding tussen controle en eigendom een loyaliteitsrisico veroorzaakt. Het management, dat geen direct financieel belang heeft met het bedrijf, zal hun taak onvoldoende grondig vervullen (Eisenhardt, 1989). Ook Adam Smith kwam tot deze conclusie en schreef het volgende in zijn werk 'The Wealth of Nations':

'The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private company frequently watch over their own.' (Smith, 1776)

Ook in de literatuur werd dit probleem al uitvoerig besproken door meerdere onderzoekers. Een van de kaders die deze relatie in organisaties onderzoekt is het principaal-agent probleem of "the Agency Theory" van Jensen and Meckling (1976). Deze theorie gaat uit van het feit dat er conflicten ontstaan tussen principaal en agenten als gevolg van de beslissingsbevoegdheid die overhandigd wordt aan de agent (Eisenhardt, 1989). Binnen de bedrijfscontext zijn de aandeelhouders de principalen terwijl het de managers, de agenten, zijn die de macht hebben om beslissingen te nemen in naam van de eigenaren. Het conflict doet zich voor wanneer elke partij een ander belang heeft waardoor belangenconflicten ontstaan (Yeoh & Hooy, 2022). Het komt erop neer dat de agent, het management in dit geval, van nature meer risico-avers gedrag zou kunnen vertonen dan de principaal, oftewel de aandeelhouder. Dit belangenconflict ontstaat, omdat het management belast is met de dagelijkse besluitvorming en operaties van het bedrijf, terwijl de aandeelhouder primair geïnteresseerd is in rendement op zijn investering (Heath, 2009).

Het principaal-agent probleem gaat uit van 2 basisideeën. Allereerst is er het verschil in verwachtingen en doelen tussen de verschillende partijen. Aan de ene kant zullen de managers trachten hun monetaire en niet-monetaire beloningen te maximaliseren (Jensen & Murphy, 1990). Aan de andere kant zullen aandeelhouders meer gericht zijn op dividenden en kapitaalmeerwaarden aangezien dit hun risico van de investering vergoedt. Ze zullen dus meer kijken naar wat er overschiet aan het einde van het jaar (Heath, 2009).

Het tweede basisidee is dat het voor de principaal niet mogelijk is om de activiteiten en doelen van de agent te achterhalen, omdat de principaal niet voldoende informatie tot zijn beschikking heeft. Dit wordt ook wel het probleem van informatie-asymmetrie genoemd (Saam, 2007). Dit probleem ontstaat wanneer een agent over meer informatie beschikt dan de aandeelhouder of wanneer de

agent bepaalde kwaliteiten heeft waarvan de principaal niet op de hoogte is (Eisenhardt, 1989). Deze tekortkomingen zijn in het voordeel van de agent aangezien de principaal niet in staat is om een juiste waardering te kunnen doen.

Een bijkomend nadeel van deze belangenconflicten is dat ze onnodige extra kosten met zich zullen meebrengen. Laveren et al. (2009) spreken over zowel opportuniteitskosten als reële kosten. Opportuniteitskosten kunnen gezien worden als kosten door het nemen van minder optimale keuzes. Reële kosten zijn kosten die gemaakt worden door de principaal om agenten te controleren.

2.1.1 Het horizonprobleem

Het agency probleem zoals hierboven besproken kan zich op verschillende manieren manifesteren. Denk daarbij aan het overmatig risico nemen van het management, het verbergen van informatie, enzovoort. Een ander voorbeeld hiervan is het horizonprobleem dat door Dechow and Sloan (1991) als eerste werd vastgesteld.

De carrièrehorizon van de CEO is de tijd die nodig is voor een CEO om zijn leeftijd van pensionering te halen (Kang, 2016). Een kortere carrièrehorizon staat voor een CEO die bijna met pensioen gaat of het bedrijf verlaat. Indien ervaren leidinggevers hun loopbaan afsluiten en hun aandacht geleidelijk verschuiven naar hun naderende pensionering, kunnen er subtiele maar aanzienlijke verschuivingen optreden in de manier waarop ze beslissingen nemen en zich inzetten voor de toekomst van de organisatie (Dechow & Sloan, 1991; Matta & Beamish, 2008). Deze bijziendheid kan de oorzaak zijn voor wat men het horizonprobleem noemt. CEO's die de pensioengerechtigde leeftijd hebben bereikt, vertonen waarschijnlijk een 'horizonprobleem', waarbij ze terughoudend zijn in het nemen van beslissingen die op de lange termijn gunstig zijn voor het bedrijf, maar die op de korte termijn potentieel kostbaar zijn voor het persoonlijke vermogen van de CEO's (Handler, 1994). Deze opvatting is gebaseerd op verscheidene argumenten, waaronder kortetermijnbonusvoordelen, de invloed van risicoaversie door pensioenrechten (Sundaram & Yermack, 2007) en een algemene terughoudendheid van oudere CEO's bij het implementeren van nieuwe strategieën (Barker & Mueller, 2002). In vroege stadia van hun loopbaan hebben managers vooral te maken met zorgen rond hun reputatie, die hen prikkels geeft om te investeren in de winstgevendheid op lange termijn. In de mate dat hun pensioen nadert, zullen deze prikkels verdwijnen (Cazier, 2011). Het "*no tomorrow*" aspect hierin zorgt ervoor dat rationele managers geen aansporing meer hebben om hun reputatie te verbeteren, zeker wanneer hun bonussen zullen gebaseerd worden op basis van hun laatste prestaties (Lazear & Rosen, 2004).

2.1.2 Horizonprobleem en zijn gevolgen

Eerdere onderzoekers deden onderzoek of het horisoneffect een invloed zou hebben op de verdere prestaties van een organisatie. Omdat CEO's met een kortere carrièrehorizon een beperkte hoeveelheid tijd hebben om investeringen terug te verdienen en prestatietekorten om te keren, zullen ze waarschijnlijk afzien van risicovolle langetermijninvesteringen die de prestaties van het bedrijf op de korte termijn zouden kunnen schaden (Dechow & Sloan, 1991).

Een eerste belangrijk effect zien we in de R&D uitgaves. Managers zullen kijken naar de voor hun verwachte persoonlijke kost en opbrengst van deze uitgaves. R&D uitgaves worden volgens de Belgische GAAP wetgeving meteen ten laste genomen van de boekhoudkundige inkomsten (Henry et al., 2009; Liu et al., 2014). Volgens het horizon effect zullen managers hun boekhoudkundige winst zo hoog als mogelijk willen krijgen, aangezien ze op basis van deze resultaten beloond zullen worden. Men kan het verwachte gedrag van de manager bekijken aan de hand van zijn verwachte persoonlijke kosten en baten. De verwachte persoonlijke kost voor een manager is hierdoor gelijk aan de daling van de boekhoudkundige winst of daling in de aandelenprijs (Skinner & Sloan, 2002). Deze hypothese werd aanmerkelijk onderzocht door verscheidene onderzoekers. Butler and Newman (1989) stelde in hun steekproef vast dat er geen verband was tussen de R&D uitgaven en de laatste dienstjaren van een manager. Murphy and Zimmerman (1993) vonden ook geen empirisch bewijs voor het horizonprobleem. Chen et al. (2018) vonden even later wel een verband. Zij legden de focus op organisaties in R&D-intensieve sectoren zoals de farmaceutische sector en de luchtvaartsector. Uit hun steekproef bleek dat in de laatste dienstjaren de R&D-kosten significant lager waren.

Naast deze kosten verlagende acties zien we ook verschillende manieren van belonen hierin een rol kunnen spelen. Zo vond Kalyta (2009) dat het manipuleren van de prestaties enkel gebeurde wanneer het bedrijf SERP's (supplemental executive retirement plans) toepasten. Dit zijn pensioenaanvullende beloningen bovenop het wettelijke pensioen van een CEO. Sundaram and Yermack (2007) benadrukken dat CEO's vaak aanzienlijke pensioenrechten hebben die vergelijkbaar zijn met schuldverplichtingen, aangezien ze in het geval van een bedrijfsfaillissement niet zullen renderen. Deze pensioenrechten fungeren als prikkels die CEO's aanmoedigen om voorzichtig te zijn in hun investeringsgedrag. Met andere woorden, CEO's zouden geneigd zijn om veiligere investeringsstrategieën te volgen.

2.1.3 Conclusie

Uit de bovenstaande literatuurstudie komen we te weten dat CEO's met een korte carrièrehorizon meer gericht zullen zijn op prestaties op korte termijn, dan CEO's die verder verwijderd zijn van hun afscheid. Ze zullen hierdoor aanzienlijk minder investeren in R&D (Chen et al., 2018; Cho & Kim, 2017). Echter is er in de literatuur geen empirisch bewijs voor het effect van carrièrehorizon op het netto resultaat van het bedrijf. De focus wordt vaker gelegd op het investeringsgedrag van de CEO en niet zozeer op de prestaties van het bedrijf.

Op basis van bovenstaande theorieën wordt de volgende hypothese gevormd, die gevisualiseerd wordt in figuur 1.

Hypothese 1: De bedrijven bestuurd door een CEO met een korte carrièrehorizon zullen een hoger netto resultaat halen dan bedrijven gestuurd door een CEO met een langere carrièrehorizon.

2.2 Prestatiegerichtheid in familiebedrijven

Familiebedrijven vormen een unieke context binnen het bedrijfsleven, waarin familiebanden, eigendom en leiderschap vaak met elkaar verweven zijn. Zoals Mitchell et al. (2001) aangaven zijn relaties alomtegenwoordig in elk bedrijf. Nog meer is dat het geval in familiebedrijven omwille van de verwevenheid van familierelaties (Sharma et al., 2003).

Om al deze uiteenlopende bevindingen te verklaren werd door Gómez-Mejía et al. (2007) het sociaal-emotioneel welvaartsmodel ontwikkeld. Dit model werd ontwikkeld als uitbreiding op de agency-theorie die eerder al besproken werd. Fundamenteel voor dit model is het idee dat bedrijven keuzes maken gebaseerd op wat belangrijk is voor hun belanghebbenden, zoals aandeelhouders of familieleden in het geval van familiebedrijven. Voor familiebedrijven ligt de nadruk op het behoud van het sociaal-emotioneel welzijn (SEW). Dus, in plaats van alleen maar te streven naar financiële winst, zullen familiebedrijven beslissingen nemen die het SEW beschermen, zelfs als dit financiële risico's met zich meebrengt. De sterkere betrokkenheid tot het familiebedrijf wordt beïnvloed door relationele factoren. Zo vond Cadieux (2007) dat familiebedrijven door CEO's als erfgoed worden gezien en dat de reputatie en imago van de familie afhangt van het bedrijf. Ook Berrone et al. (2012) erkennen deze bevinding en spreken over een traditie die verder gezet zal worden naar de volgende generatie. Hiervan zijn de Joodse diamantbedrijven een mooi voorbeeld. Deze bedrijven worden vaak geleid door families. Hierdoor zullen de prestaties en onderhandelingen met dit bedrijf de waarden en normen van een familie symboliseren (Vanden Daelen, 2012). Vaak blijven deze familiebedrijven binnen de familie en zal de CEO het bedrijf overdragen aan de volgende generatie, zodat de waarden en normen waarover we eerder al spraken, behouden zullen blijven (Miller et al., 2013).

Hoewel er talrijke onderzoeken zijn die laten zien hoe de carrièrehorizon van CEO's van invloed kan zijn op de strategische besluitvorming van bedrijven, ontbreekt het opvallend aan studies die dit probleem onderzoeken binnen de context van familiebedrijven. Dit is eerder verrassend gezien het feit dat opvolgingszorgen een veelvoorkomende uitdaging vormt voor de meeste familiebedrijven (Handler, 1994). Gezien de unieke kenmerken van familiebedrijven ten opzichte van bedrijven met

andere eigendomsstructuren, lijkt het niet onlogisch om te overwegen of het probleem van de carrièrehorizon van CEO's in familiebedrijven anders kan worden benaderd (Gomez-Mejia et al., 2011).

In een studie van Che-Ahmad et al. (2020) werd dit probleem onderzocht en werd er gekeken of de SEW theorie wel degelijk van toepassing is. Hun onderzoek gaf aan dat het earnings management van familiebedrijven inderdaad anders is dan bij bedrijven met een andere eigendomsstructuur. Ook Marques et al. (2023) onderzochten het horizonprobleem in termen van risico-aversie. Ook daaruit kwam naar voren dat CEO's van familiebedrijven minder de neiging hebben om te vallen voor het horizonprobleem.

2.2.1 Conclusie:

Aan de hand van de SEW-theorie (Socio-Emotional Wealth) lijkt het niet onwaarschijnlijk dat het horizonprobleem minder van toepassing zal zijn bij familiebedrijven. De SEW-theorie suggereert dat familiebedrijven vaak meer waarde hechten aan niet-financiële doelen zoals familienaam, reputatie, en continuïteit van het bedrijf voor toekomstige generaties, wat zou kunnen betekenen dat zij minder gevoelig zijn voor kortetermijndenken dan niet-familiebedrijven. Deze argumentatie werd ook bevestigd door eerdere onderzoeken die aantoonde dat familiebedrijven inderdaad vaak een langere termijn visie hanteren vanwege hun unieke prioriteiten en waarden. Echter werd er voorheen nog niet gekeken of dit effect er ook is op de prestaties van de onderneming. Zullen de prestaties niet per se hoger liggen bij CEO's met een korte carrièrehorizon dan bij CEO's met een lange carrièrehorizon.

In familiebedrijven kan de druk om prestaties op korte termijn te maximaliseren minder intens zijn vanwege de focus op lange termijn doelen en de overdracht naar volgende generaties. Dit zou kunnen betekenen dat de prestaties van het bedrijf niet significant lager zijn bij CEO's met een korte carrièrehorizon in familiebedrijven, omdat de langetermijnvisie en de betrokkenheid van de familie als modererende factoren fungeren.

Hypothese 2: De relatie tussen de carrièrehorizon van de CEO en de prestaties van het bedrijf wordt gemodereerd door de eigendomsstructuur van het bedrijf, waarbij familiebedrijven een minder negatieve impact ervaren van een korte carrièrehorizon van de CEO op de bedrijfsresultaten dan niet-familiebedrijven.

2.3 CEO's en de toekomst

Studies over de carrièrehorizon van CEO's assumeren dat hun loopbaan wordt beëindigd wanneer men de pensioengerechtigde leeftijd heeft behaald en beslist om te stoppen als CEO. Toch wordt in de literatuur aangetoond dat CEO's in de jaren na hun pensioen vaak nog actief blijven op verschillende manieren. De reden dat er voorheen geen eenduidig empirisch bewijs was over het horisoneffect, is hieraan mogelijk te wijten (Andres et al., 2014). Brickley et al. (1999) bevestigen dit en trekken uit hun onderzoek de conclusie dat de gemiddelde loopbaan van een CEO niet abrupt ten einde komt na pensionering, maar eerder dat de meerderheid van hen nog minstens twee jaar actief blijft na hun loopbaan. Zo doen politieke partijen vaak beroep op gepensioneerd managers omwille van hun kennis in bedrijfsvoering (Brickley et al., 1999). Ook bekleden ze vaak een rol in een raad van bestuur of een raad van advies (Evans et al., 2010). Sinds het begin van de 21^{ste} eeuw merken onderzoekers op dat steeds meer externe bestuurders zetelen in een raad van bestuur van een bedrijf. Doorheen de jaren is er ook een stijging in het aantal gepensioneerd CEO's die een bestuurdersmandaat bekleden (Lee, 2011). Dit valt te verklaren door twee aspecten. Enerzijds is er de aanbodzijde. Dit is het aantal CEO's die open staan voor een uitdaging na hun pensioen. Anderzijds is er de vraagzijde. In dit geval gaat het over bedrijven die hun CEO in het bedrijf willen houden omwille van verschillende redenen.

2.3.1 De aanbodzijde

Aan de aanbodzijde van de arbeidsmarkt voor bestuursfuncties zien we dat een veelvoud aan factoren van invloed zijn op de intentie van gepensioneerd CEO's om al dan niet zitting te nemen in een raad van bestuur of om andere activiteiten uit te voeren in functie van het bedrijf (Merton, 1968). Individuele eigenschappen worden benadrukt als een van deze invloedrijke elementen, mede door het feit dat deze het beslissingsproces van iemand sterk beïnvloeden. De Vries (2003) gebruikt het begrip '*the experience of nothingness*', waarmee hij aangeeft dat CEO's vaak angstige emoties ervaren bij het verlaten van het bedrijf. Het is namelijk zo dat CEO's in een macht- en gezagspositie zitten gedurende hun carrière in het topmanagement van het bedrijf. Echter komt er een bepaald punt in de toekomst dat ze deze positie moeten verlaten. Dit kan zowel vrijwillig als opgelegd ontslag zijn (De Vries, 2003). Terwijl het moment van opvolging steeds dichterbij komt, wordt men geconfronteerd met het idee dat ze hun macht uit handen zullen moeten geven, wat voor hen bijzonder moeilijk kan zijn (Sharma et al., 2003). Door aan het hoofd te staan van een organisatie geniet men van heel wat publieke herkenning dat snel een belangrijke dimensie zal vormen in hun leven. Ze hebben vaak nood aan die narcistische stimuli. Voor hen betekent het zich terugtrekken uit het management en terug naar beneden klimmen in de ladder een afgang (Inoue-Smith, 2017).

Naast dit persoonlijk conflict krijgen managers die op pensioen gaan ook vaak te maken met financiële en sociale zorgen. De uitkeringen waarvan men geniet als gepensioneerd zijn vaak lager dan het inkomen wanneer men nog actief was. Net zoals iedereen in de samenleving zijn CEO's het gewoon om ons te omringen met personen die een vergelijkbaar inkomen hebben en hebben zij dus ook last van homogenie (Merton, 1968).

2.3.2 De vraagzijde

Wat de vraag naar externe bestuurders betreft, zien we een stijging die wellicht veroorzaakt werd door de verplichting van voldoende externe bestuurders (Balsmeier et al., 2014). Ook zijn bedrijven zich bewust van de voordelen van een deugdelijk bestuur die wordt omschreven door verschillende corporate governance codes. Sinds de financiële crisis van de vroege 21^{ste} eeuw hebben veel landen hun regelgevingskaders voor corporate governance versterkt. Zo werden beursgenoteerde bedrijven verplicht om bepaalde principes te volgen (Governance, 2020). Daarnaast is er een groeiende erkenning dat actief bestuur een belangrijke rol speelt bij het verminderen van risico's, het beschermen van investeerdersbelangen en het waarborgen van duurzame bedrijfsprocessen (du Plessis & Low, 2017).

Daarnaast zal de aanwezigheid van een gepensioneerd CEO ook verschillende voordelen met zich meebrengen. Om te beginnen heeft een gepensioneerd CEO veel kennis over het bedrijf en de industrie waarin het bedrijf zich bevindt. Hierdoor beschikt hij over unieke monitoring en adviserende capaciteiten (Andres et al., 2014). Hierdoor wordt de CEO vaak gevraagd om te zetelen in een raad van advies. Naar de voordelen van een CEO in de raad van advies werd eerder ook al onderzoek naar gedaan. Zo keek Chen et al. (2018) naar de invloed van voormalige CEO's in raden van advies op de innovatiecapaciteit van bedrijven. De resultaten toonden aan dat bedrijven die profiteerden van de expertise van een gepensioneerd CEO in hun raad van advies een grotere neiging hadden om innovatieve strategieën te ontwikkelen en te implementeren, wat resulteerde in een hoger concurrentiepositie en groei op lange termijn.

De CEO neemt ook vaak de rol van mentor op zich. Tijdens die mentorrelatie zal de gepensioneerd CEO een soort coach zijn, die zijn opvolger de nodige hulp verschaft en hem laat groeien (Clutterbuck, 1998).

Bovendien zal de bekendmaking dat de voormalige CEO toetreedt tot de Raad van Bestuur een gunstig effect hebben op de aandelenkoersen (Andres et al., 2014). Bedrijven zullen ook profiteren van meer groeimogelijkheden, wat zich zal manifesteren in een hogere market-to-book ratio en een stijging in de omzet (Fahlenbrach et al., 2008).

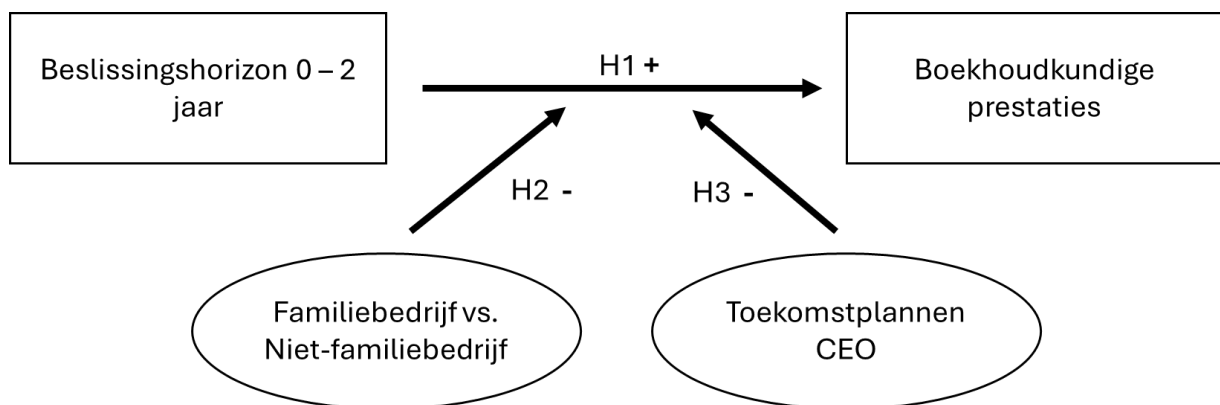
Vervolgens zien we dat wanneer de voormalige CEO als PR-adviseur optreedt dit een positieve impact kan hebben op het imago en de reputatie van het bedrijf. Een studie uitgevoerd door Murray and White (2005) wees uit dat bedrijven die gebruik maakten van de expertise van voormalige CEO's in PR-functies een toename zagen in hun merkwaarde en een verbetering in hun reputatie in de industrie. Dit suggereert dat de geloofwaardigheid en autoriteit van een voormalige CEO kunnen bijdragen aan een positieve perceptie van het bedrijf (Mahoney, 2011).

2.3.3 Conclusie

De onderzoeken die gebeurd zijn omtrent de beslissingshorizon van een manager zijn, zoals Brickley et al. (1999) aanhalen, vaak te gefocust op beginnende en jonge managers en te weinig op managers dichterbij hun pensioen. Ook het horizon effect van Dechow and Sloan (1991) spreekt over een “no tomorrow”. Nochtans moeten we hier kritisch over zijn en er ons van bewust zijn dat de loopbaan van een CEO niet zozeer stopt op het moment van zijn pensioen. De beslissing tot stoppen zal afhankelijk zijn van persoon tot persoon en beïnvloedt worden door meerdere factoren (De Vries, 2003). Evenals managers vooruitziende plannen maken ver voordat ze in de praktijk worden gebracht, is dit vaak ook het geval bij de beslissing omtrent hun pensionering. Naarmate de pensioenleeftijd nadert, neemt de overweging van deze beslissing toe, waarbij managers steeds grondiger nadenken over hun toekomstige stappen. Het besluit om met pensioen te gaan wordt vaak voorafgegaan door een periode van reflectie en planning (George, 2019). De voordelen van aanwezigheid in het bedrijf van de voormalige CEO zijn aanzienlijk en zijn meermaals bewezen. Echter werd eerder niet onderzocht of het effect van de carrièrehorizon op de prestaties anders is voor bedrijven waar de CEO actief blijft in vergelijking met bedrijven waarvan de CEO het bedrijf plant te verlaten.

Hypothese 3: De relatie tussen de carrièrehorizon van de CEO en de prestaties van het bedrijf wordt gemodereerd door de toekomstplannen van de CEO, waarbij bedrijven waarvan de CEO na zijn carrière actief blijft in het bedrijf een minder negatieve impact ervaren van een korte carrièrehorizon van de CEO op de bedrijfsresultaten dan wanneer de CEO het bedrijf plant te verlaten.

Het conceptueel model wordt samengevat in figuur 1.



Figuur 1: conceptueel model

3 Methodologie

Nadat de te onderzoeken hypothesen werden opgesteld, kunnen de geschikte gegevens gezocht worden om tot de juiste conclusies te komen.

3.1 Data en steekproef

Om de bovenstaande geformuleerde hypothesen te kunnen testen, volgt er een kwantitatief onderzoek op basis van gegevens uit verschillende bronnen. Enerzijds wordt er gebruikgemaakt van gegevens omtrent de kenmerken van de CEO en het verdere verloop van zijn carrière. Deze gegevens werden in 2015 verzameld en werden ter beschikking gesteld door het RCEF (Research Center for Entrepreneurship and Family Firms). De gegevens werden verzameld met behulp van een schriftelijke enquête. Deze enquête werd uitgestuurd naar bedrijven in het Vlaams gewest met als doel meer te weten te komen over de planning van hun bedrijfsoverdracht. Naast de gegevens verzameld uit deze enquête, is er ook gebruikgemaakt van de Belfirst-database. Deze database bevat financiële informatie van meer dan twee miljoen entiteiten. Daarnaast bevat deze dataset financiële informatie uit de jaarrekening van meer dan vijfhonderdduizend bedrijven van de afgelopen tien boekjaren.

In dit onderzoek wordt gebruikgemaakt van beide datasets. Na het linken van de gegevens krijg ik één dataset met een totaal van 582 observaties. Daarna selecteer ik enkel bedrijven met een CEO die ouder was dan 50 jaar (Brun de Pontet et al., 2007; Gagnè et al., 2011). Ik neem deze leeftijd van 50 jaar, omdat deze leeftijd een sleutelmoment is in het leven waarop CEO's beginnen met denken over hun toekomstplannen en wat ze zullen doen na hun loopbaan (Neugarten, 1996). Verder verwijder ik bedrijven met één of minder werknemers (27).

Uiteindelijk worden de observaties met missende waarden voor één van de gebruikte variabelen verwijderd en wordt een controle uitgevoerd voor het identificeren van uitschieters (10) in de gegevens. Dit brengt ons tot een uiteindelijke steekproef van 337 observaties. Met deze observaties ga ik aan de slag in SPSS.

3.2 Variabelen

3.2.1 Afhankelijke variabelen

De afhankelijke variabelen in dit onderzoek zijn de prestaties van het bedrijf waar de CEO aan het hoofd staat. In lijn met eerder onderzoek van Brickley et al. (1999) wordt het resultaat van het jaar gebruikt. Dit resultaat is het netto resultaat van de onderneming na aftrekking van de belastingen en wordt berekend door de opbrengsten van de onderneming te verminderen met de kosten van de onderneming. Aangezien de enquête werd afgenomen in 2015 wordt bijgevolg de resultaten van het boekjaar 2015 genomen.

3.2.2 Onafhankelijke variabelen

De onafhankelijke variabele verklaart de waarden van de afhankelijke variabele. Op basis van de vooropgestelde hypothesen wordt er gekeken of er een horizonprobleem aanwezig is bij CEO's die een korte carrièrehorizon hebben. Om dit horizonprobleem te achterhalen zal de beslissingstermijn van iedere CEO bepaald moeten worden. In de enquête werd aan de hand van de volgende vraag de beslissingstermijn van de CEO vastgesteld: "Binnen welke termijn verwacht u dat u als bedrijfsleider zal terugtreden uit het bedrijf?". Men wordt beschouwd als een CEO met een korte horizon als men binnen dit en 2 jaar het bedrijf zal verlaten. De variabele "stoptermijn 0-2 jaar" zal in dit geval één als waarde hebben. Wanneer de beslissingshorizon van de CEO langer is dan twee jaar heeft deze variabele waarde nul.

3.2.3 Moderator variabelen

Allereerst stel ik de variabele "familiebedrijf" samen.. Hierbij wordt gekeken of een bedrijf voldoet aan de voorwaarden om een familiebedrijf te zijn. De term familiebedrijf kent in de literatuur verscheidene definities. In dit onderzoek gebruik ik de definitie die geformuleerd werd door Chua et al. (1999). Een familiebedrijf is volgens hen: een bedrijf wordt geacht een familiebedrijf te zijn, indien aan minsten één van de volgende criteria wordt voldaan:

- Meer dan 50% van de eigendom is in handen van de familie
- één familie heeft beslissende invloed op de bedrijfsstrategie of op de opvolgingsbeslissingen.
- Een meerderheid of ten minste twee leden van het management zijn afkomstig uit één familie.
- Het bedrijf wordt als een familiebedrijf beschouwd.

Wanneer een bedrijf voldoet aan minstens één van deze criteria zal de variabele "familiebedrijf" de waarde één krijgen.

Aan de respondenten van de enquête werd de volgende vraag gesteld: "*Eens de leiding over het bedrijf is overgedragen aan een nieuwe bedrijfsleider, creëert dit voor u een aantal opportuniteiten. Hoe zou u de vrijgekomen tijd spenderen?*". De volgende mogelijke antwoorden werden aangeboden:

- Ik ben van plan om een mentor te zijn van iemand.
- Ik ben van plan om het bedrijf te adviseren.
- Ik ben van plan een soort PR functie op te nemen in het bedrijf.
- Ik ben van plan om te zetelen in een raad van bestuur van het bedrijf/van andere ondernemingen.
- Ik ben van plan om les te geven/consultant te worden voor andere bedrijven.
- Ik ben van plan elders als bedrijfsleider of manager aan de slag te gaan.
- Ik ben van plan om meer vrije tijd op te nemen, meer te reizen,
- Ik ben van plan een nieuwe onderneming op te starten/kopen.
- Ik weet het (nog) niet.

Aan de hand van deze vraag komt men de toekomstplannen van de respondent te weten en onderscheiden we CEO's die actief blijven binnen het bedrijf en CEO's die afstand nemen van de bedrijfswereld. De variabele "toekomstintentie" is een dummy variabele waarbij de waarde één staat voor CEO's die actief blijven binnen het bedrijf en nul voor bedrijfsleiders die het bedrijf verwachten te verlaten. Het antwoord op deze vraag zal de basis vormen voor de variabele die het modererende effect heeft volgens hypothese 3.

3.2.4 Controlevariabelen

In lijn met eerder onderzoek naar het horizonprobleem en de prestaties van het bedrijf, omvat de analyse van ons onderzoeksmodel kenmerken van het bedrijf en de CEO die van invloed kunnen zijn op de prestaties van een bedrijf. Ten eerste houd ik rekening met de grootte van het bedrijf. In lijn met onderzoek uitgevoerd door Ozcan et al. (2017), die een positieve relatie vonden tussen het aantal werknemers en de prestaties van het bedrijf, verwachten wij dat hoe groter het bedrijf is, hoe hoger het bedrijfsresultaat zal zijn. Verder gebruik ik het totaal actief als verdere indicatie van de omvang van het bedrijf (Olawale et al., 2017). De belangrijke invloed van de grootte van het bedrijf op de prestaties werd eerder ook al aangehaald als "*economies of scale*" door Marshall (2009). Ten tweede neem ik de termijn dat de respondent de functie van CEO bekleedt op als controlevariabele. Zo toonde Yermack (1997) aan dat er een relatie bestaat tussen de termijn en de prestaties van het bedrijf. Ik verwacht een positieve relatie tussen de termijn en de prestaties. CEO's die langer actief zijn als manager zullen voor betere prestaties zorgen van het bedrijf (Bhagat & Bolton, 2008). Als derde controle variabelen neem ik de leeftijd van de CEO. Naarmate dat CEO's ouder worden, zien we een daling in de investeringen en een daling in de omzetgroei. CEO's worden meer risico-avers naarmate ze ouder worden (Belenzon et al., 2019). Bijgevolg verwacht ik een negatieve relatie tussen de leeftijd en de prestaties. Ik neem ook sectorspecifieke kenmerken op als controlevariabele door de NACEBEL-code van het bedrijf op te nemen. Dit doe ik omdat verschillende sectoren verschillende operationele kenmerken, risico's en groeimogelijkheden hebben die van invloed kunnen zijn op het niveau van opvolgingsplanning en andere aspecten van bedrijfsprestaties.

4 Resultaten

4.1 Beschrijvende statistieken

De beschrijvende statistieken van de gebruikte variabelen in dit onderzoek worden weergegeven in tabel 1 en 2. Allereerst kijken we naar de omvang van de bedrijven in onze steekproef. Het gemiddelde bedrijf in onze steekproef heeft 27 werknemers in dienst en heeft een totaal actief van 5 323 490 euro. Daarnaast kijken we naar de beschrijvende statistieken van de eigenschappen van de CEO. Uit tabel 1 leiden we af dat de gemiddelde leeftijd van de CEO 61 jaar is. Verder bekleedt de gemiddelde CEO zijn functie al gedurende 27 jaar en is hij 28 jaar actief in de onderneming. De afhankelijke variabele "resultaat boekjaar 2015" heeft een waarde tussen -1 317 060 en 12 677 000. Verder behaalde het gemiddeld bedrijf in onze steekproef een positief resultaat van 281 660 euro in 2015.

Tabel 1 beschrijvende statistiek

Variabele	Gemiddelde	Min	Max	Mediaan	St. afw.
Resultaat BJ 2015 (in duizend)	281,66	-1317,06	12677,00	46,51	1057,34
Leeftijd CEO	61	51	74	60	4,17
Jaren als CEO	27	1	54	26	9,96
Jaren in onderneming	28	1	53	28	10,55
Aantal werknemers	27	1	220	13	38,17
Totaal activa (in duizend)	5323,49	0,61	102075,43	1776,14	10015,57

N = 337

Uit tabel 2 leiden we af dat 17% van de CEO's in onze steekproef van plan zijn het bedrijf binnen de 2 jaar te verlaten. 83% Van de CEO's zullen nog langer dan 2 jaar actief blijven als bedrijfsleider. Ook bestaat onze steekproef voor bijna 90% uit familiebedrijven. Bijna de helft (51,6%) van de CEO's heeft de intentie om actief te blijven binnen het bedrijf waarvan ze nu CEO zijn. De andere helft kiest of voor een ander bedrijf of kiest om meer vrije tijd op te nemen gedurende zijn pensioen.

Tabel 2 beschrijvende statistiek (dummy)

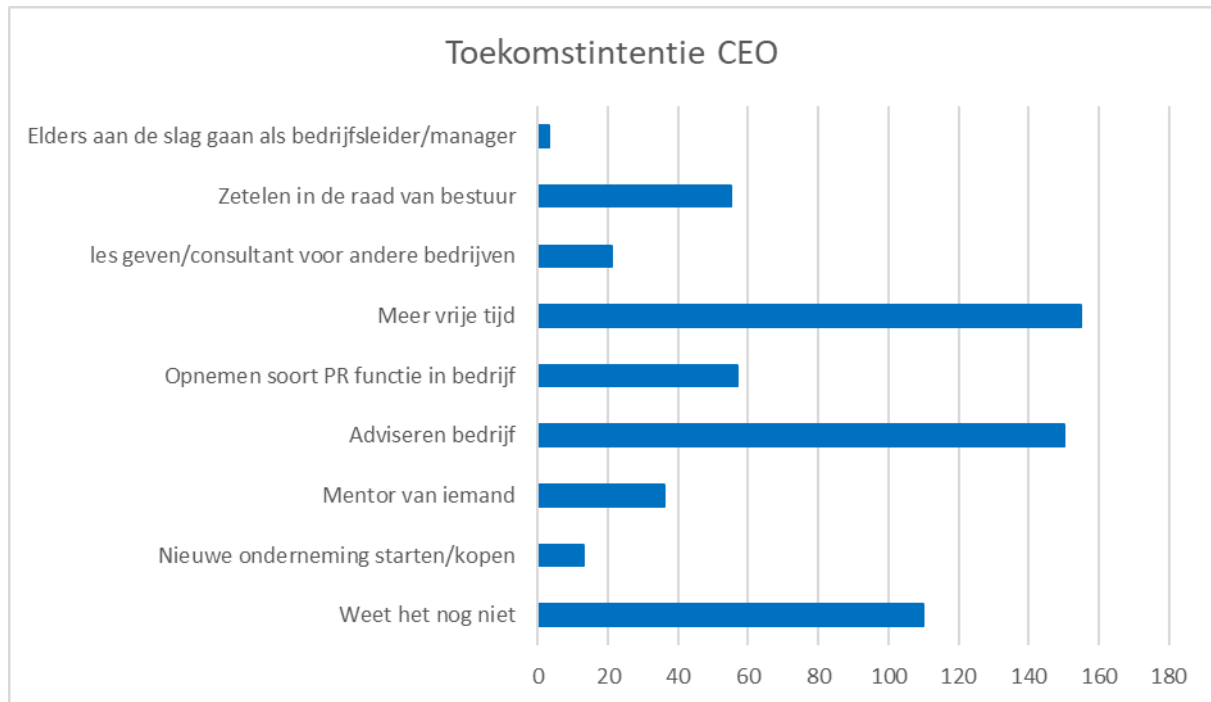
Variabele	0	1
Stoptermijn 0-2 jaar	83%	17%
Familiebedrijf	10,4%	89,6%
CEO intentie	48,4%	51,6%

N = 337

Figuur 2 geeft een beschrijving van de antwoorden op de vraag omtrent de toekomstplannen van de CEO. Hieruit blijkt dat de meerderheid van de respondenten kiest voor meer vrije tijd als invulling van de vrijgekomen tijd. Toch kiezen heel wat respondenten (163) voor het adviseren van het bedrijf en om te zetelen in de raad van bestuur van een bedrijf (60). Uit deze beschrijvende analyse blijkt

dat CEO's hun loopbaan niet meteen stopt op het moment van pensionering, maar dat ze kiezen voor een rol op de achtergrond van het bedrijf. Dit bevestigt ook het onderzoek van Brickley et al. (1999) die stelden dat onderzoeken er te vaak van uit gaan dat CEO's op pensioen geen reputatie meer hebben en geen functie meer opnemen.

Figuur 2: toekomstplannen CEO's



Onderstaande correlatiematrix (tabel 3) geeft de Pearson correlaties weer van de gebruikte variabelen. Hieruit kunnen we afleiden dat er een significante positieve correlatie bestaat tussen het resultaat van boekjaar 2015 en de stoptermijn van de CEO. Verder zijn de andere variabelen ook positief gecorreleerd met het resultaat van boekjaar 2015 op de leeftijd van de CEO na.

Bovendien sluit de matige correlatie tussen de variabelen de mogelijkheid van multicollineariteit uit, aangezien geen van de correlaties boven 0,8 overschrijdt. Daarnaast werd er voor iedere variabele de variantie-inflatie factor berekend (VIF'S) in tabel 3. Aangezien alle VIF-waarden onder de 2,5 liggen, wordt de afwezigheid van multicollineariteit bevestigd.

Tabel 3 Pearson correlatiematrix

Variabele	1	2	3	4	5	6	7	VIF
Resultaat BJ 2015	1							
Stoptermijn 0-2 jaar	0,108*	1						1,096
Leeftijd CEO	-0,056	0,293**	1					1,392
Jaren in functie	-0,102	0,136*	0,459**	1				2,098
Jaren in onderneming	-0,050	0,101	0,332**	0,663**	1			1,803
Aantal werknemers	0,487**	-0,022	-0,199**	-0,193**	-0,073	1		1,713
Industrie	-0,165*	-0,026	-0,011	-0,111*	-0,108*	-0,057	1	1,724
Totaal activa 2015	0,709**	0,001	-0,134*	-0,208**	-0,090	0,633**	-0,119*	1,039

**, Correlatie is significant op het 1% significantieniveau (tweezijdig)

*, Correlatie is significant op het 5% significantieniveau (tweezijdig)

4.2 Regressieresultaten

De hypothesen worden getest met behulp van het procesmodel van Hayes waarbij ik gebruik maak van een bias-gecorrigeerde bootstrapping van 10000. Op deze manier vermijden we problemen die ontstaan door steekproefverdelingen die niet normaal verdeeld zijn. Het is belangrijk om op te merken dat het resultaat van 2015 in duizendtallen staat. Hiermee moet rekening gehouden worden bij de interpretatie van de resultaten.

Vooraleer ik beide moderatie-effecten onderzoek, voer ik een meervoudige regressieanalyse uit om op die manier te onderzoeken of het horizonprobleem in onze steekproef kunnen identificeren (i.e. hypothese 1). De resultaten van deze meervoudige regressieanalyse zijn terug te vinden in model 1 van tabel 4. Model 1 heeft een R-kwadraat van 0,525. Dit geeft aan dat 52,5% van de variantie in onze afhankelijke variabele verklaart kan worden door de verklarende variabelen in model 1. Verder is dit model ook significant op het 1% betrouwbaarheidsniveau.

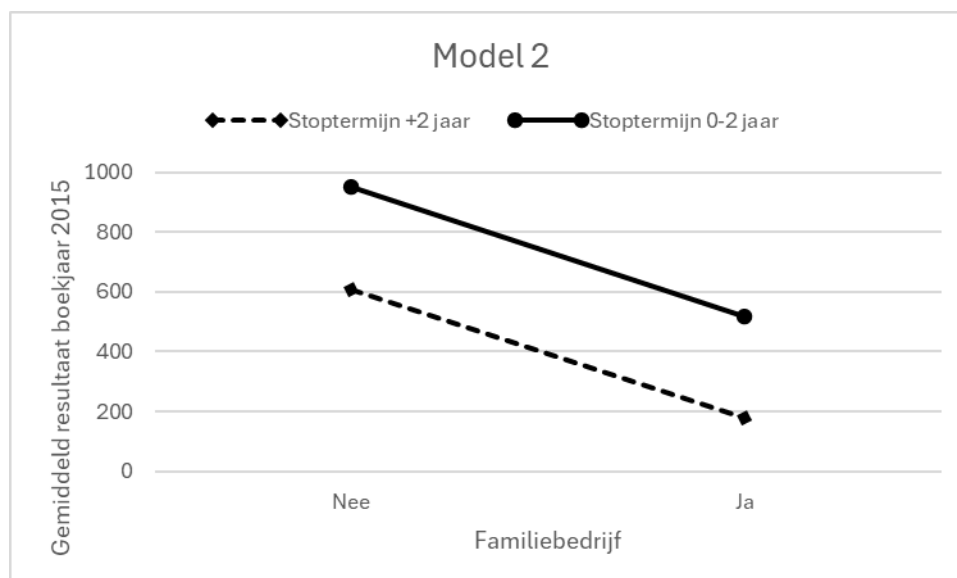
De variabele "stoptermijn 0-2 jaar" heeft een positieve coëfficiënt van 285,50 en dit resultaat is statistisch significant op het 10% significantieniveau ($p = 0,09$). Dit leert ons dat wanneer de CEO binnen twee jaar het bedrijf verwacht te verlaten, het bedrijfsresultaat gemiddeld 285 500 euro hoger ligt. CEO's met een korte carrièrehorizon boeken wel degelijk hogere winsten dan CEO's met een langere carrièrehorizon. Dit ligt in lijn met hypothese 1 van ons onderzoek.

Aan de hand van model 2 in tabel 4 test ik hypothese 2 van dit onderzoek, waarin ik het modererende effect van familiebedrijven onderzoek. Voor dit model gebruik ik PROCESS macro in SPSS (Hayes). In model 2 is de R-kwadraat waarde gelijk aan 0,527. Verder geeft de F-test weer dat dit model statistisch significant is op het 1% betrouwbaarheidsniveau. De interactieterm "Stoptermijn 0-2

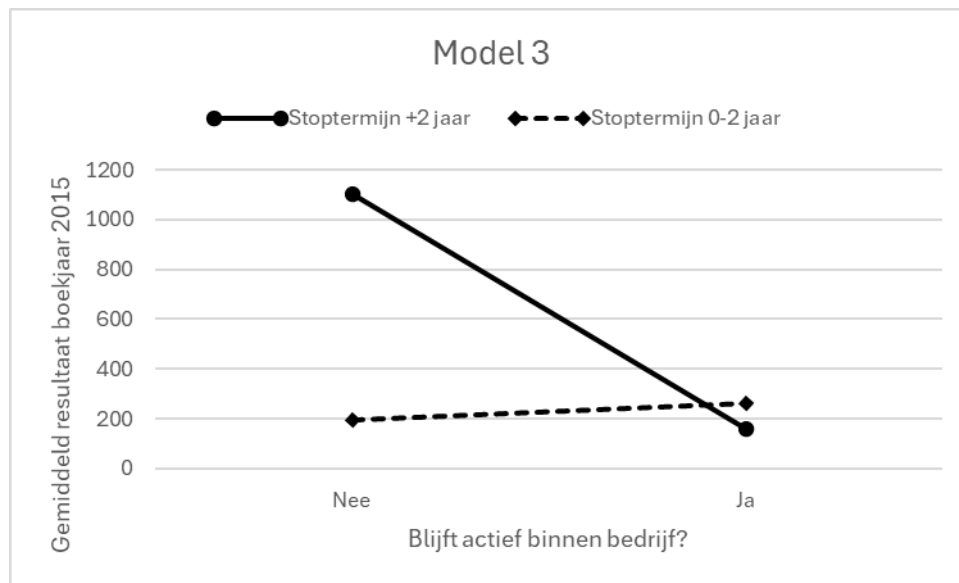
jaar*familiebedrijf” heeft een negatieve waarde van -240,91 en is statistisch niet significant verschillend van nul. We kunnen hierdoor de modererende rol van familiebedrijven op het horizonprobleem niet aantonen. Dit ligt niet in lijn met hypothese 2 van dit onderzoek. Het resultaat van dit model werd vervolgens grafisch voorgesteld in figuur 3. In deze figuur zien we dat wanneer de CEO het bedrijf plant te verlaten het gemiddeld resultaat steeds hoger ligt dan wanneer de CEO nog langer dan twee jaar blijft. Dit toont aan dat hypothese 1 van dit onderzoek klopt. Verder blijven de lijnen evenwijdig met elkaar. Dit geeft aan dat er geen verschillend effect is als het bedrijf een familiebedrijf is of niet.

Door middel van model 3 in tabel 4 test ik hypothese 3 van dit onderzoek. Hypothese 3 stelt dat het effect van de carriérehorizon van de CEO op de resultaten van het bedrijf vermindert of zelfs verdwijnt wanneer de CEO van plan is actief te blijven binnen het bedrijf na zijn pensionering. In dit geval hebben we een R-kwadraat van 0,548. Net zoals de vorige modellen heeft dit model een middelmatige voorspelkracht. Ook model 3 is statistisch significant op het 1% betrouwbaarheidsniveau. De interactieterm “stoptermijn 0-2 jaar*toekomstintentie” is negatief (-638,75) en statistisch significant op het 1% betrouwbaarheidsniveau. Verder is deze coëfficiënt groter dan het effect van beslissingshorizon op prestaties (678,54) in model 3. Bijgevolg heeft de interactieterm een tegenwerkende kracht. Dit bevestigt hypothese 3 van dit onderzoek bevestigen. We kunnen zelfs stellen dat we een omgekeerd effect zien wanneer men actief plant te blijven binnen het bedrijf. We zien dit ook in figuur 4 waar het grafisch wordt voorgesteld. Waar het gemiddelde van een stoptermijn kleiner dan twee jaar eerst ver boven het gemiddelde van een stoptermijn van meer dan twee jaar ligt, zien we een kentering wanneer de CEO actief plant te blijven binnen het bedrijf.

Figuur 3: model 2



Figuur 4: model 3



Tabel 4 regressieresultaten (in duizend)

	Model 1		Model 2		Model 3	
Variabele	Coeff.	t	Coeff.	t	Coeff.	t
Constante	-124,77	-0,19	-266,71	-0,40	-78,34	-0,12
Stoptermijn 0-2 jaar	285,50	2,57**	508,80	1,93*	678,54	4,09***
Controle						
Leeftijd CEO	1,79	0,16	2,13	0,19	1,19	0,11
Jaren in functie	5,39	0,92	4,44	0,75	5,73	1,00
Jaren in onderneming	-4,04	-0,79	-3,94	-0,76	-2,45	-0,49
Aantal werknemers	2,06	1,50	2,20	1,60	2,06	1,52
Totaal activa 2015	0,07	13,25***	0,07	13,26***	0,07	13,47***
Sector	-0,01	-2,01**	-0,01	-1,88*	-0,01	-2,14**
Moderator						
Familiebedrijf			142,78	0,98		
Stoptermijn 0-2 jaar*familiebedrijf			-240,91	-0,43		
Toekomstintentie					-106,51	-1,22***
Stoptermijn 0-2 jaar*toekomstintentie					-638,75	-2,98***
	<i>R² = 0,525</i>		<i>R² = 0,527</i>		<i>R² = 0,548</i>	
	<i>F = 52,020, sig. = <0,001</i>		<i>F = 40,45, sig. = <0,001</i>		<i>F = 43,99, sig. = <0,001</i>	

N = 337

p<0,010; **p<0,05; *p<0,001 (two-tailed)*

Afhankelijke variabele = resultaat boekjaar 2015

4.3 Robuustheidsanalyse

Om de robuustheid van de resultaten na te gaan worden de analyses uitgevoerd voor een andere stoptermijn. Zo wordt de stoptermijn van 3-5 jaar genomen in plaats van de stoptermijn van 0-2 jaar. Op deze manier tracht ik te achterhalen of het horizonprobleem zich enkel stelt wanneer de CEO het bedrijf verwacht te verlaten binnen twee jaar, of dit ook het geval is voor het geval van drie tot vijf jaar.

Ik stel hierbij de volgende bijkomende hypothese op: *“slechts wanneer de CEO het bedrijf verwacht te verlaten binnen twee jaar zal dit een effect hebben op de prestaties van het bedrijf.”*

Uit een beschrijvende analyse blijkt 36% van onze respondenten het bedrijf tussen drie en vijf jaar te verlaten. Tabel 5 toont de resultaten voor model één, twee en drie met een stoptermijn van 3-5 jaar als onafhankelijke variabele. De afhankelijke variabele is ook in dit geval het resultaat van het boekjaar 2015. Model 1 bevestigt duidelijk de bijkomende hypothese. Waar de coëfficiënt van de stoptermijn eerst significant was op het 10% betrouwbaarheidsniveau (zie tabel 4), is dit nu niet meer het geval. We kunnen bijgevolg het horizonprobleem statistisch niet meer aantonen. Ook model 2 van tabel 5 toont hetzelfde resultaat. Waar de stoptermijn en de interactieterm eerst statistisch significant was op het 1% betrouwbaarheidsniveau blijkt dat in dit geval niet meer zo te zijn. We komen hier tot dezelfde conclusie als model 1 waardoor onze bijkomende hypothese wederom wordt bevestigd. In model 3 blijken beide coëfficiënten ook niet meer statistisch significant te zijn.

Op basis van bovenstaande resultaten concluderen we dat de bijkomende hypothese kunnen bevestigen. Het horizonprobleem stelt zich enkel in het geval de CEO het bedrijf verwacht te verlaten binnen twee jaar. Dit toont aan dat in deze stoptermijn CEO's actief bezig zijn met hun toekomst na hun carrière en bereiden ze zich voor op het zetten van de stap terug.

Tabel 5 regressieresultaten robuustheidsanalyse

Variabele	Model 1(b)		Model 2(b)		Model 3(b)	
	Coeff.	t	Coeff.	t	Coeff.	t
Constante	-525,46	-0,82	-688,16	-1,05	-419,29	-0,66
Stoptermijn 3-5 jaar	33,70	0,39	156,72	0,60	-37,88	-0,3
Controle						
Leeftijd CEO	9	0,81	8,80	0,79	8,42	0,76
Jaren in functie	5,53	0,94	4,51	0,76	6,78	1,15
Jaren in onderneming	-4,13	-0,8	-4,43	-0,86	-3,59	-0,7
Aantal werknemers	2,14	1,54	2,28	1,63	2,27	1,64
Totaal activa 2015	0,07	13,19***	0,07	13,21**	0,07	13,39***
Sector	-0,01	-2,02**	-0,01	-1,94***	-0,01	-2,04**
Moderator						
Familiebedrijf			214,25	1,17		
Stoptermijn 3-5 jaar*familiebedrijf			-128,63	-0,47		
Toekomstintentie					-262,83	-2,58***
Stoptermijn 3-5 jaar*toekomstintentie					169,23	0,98
	<i>R</i> ² = 0,516		<i>R</i> ² = 0,518		<i>R</i> ² = 0,526	
	<i>F</i> = 50,122; sig. = <0,001		<i>F</i> = 39,091; sig. = <0,001		<i>F</i> = 40,398; sig. = <0,001	

N = 337

p* < 0,010; *p* < 0,05; ****p* < 0,001 (two-tailed)

Afhankelijke variabele = resultaat boekjaar 2015

5 Discussie

In het eerste deel van het empirisch onderzoek heb ik hypothese 1 getoetst: of CEO's met een korte carrièrehorizon (0-2 jaar) meer gericht zijn op de bedrijfsprestaties in vergelijking met CEO's met een langere carrièrehorizon (2+ jaar). Aan de hand van de resultaten in tabel 4 kunnen we deze hypothese bevestigen. Model 1 van tabel 4 toont aan dat wanneer een CEO het bedrijf plant te verlaten binnen twee jaar dit een positief effect heeft op de bedrijfsresultaten van het bedrijf. Verder was dit resultaat statistisch significant op het 10% betrouwbaarheidsniveau.

Deze bevinding sluit aan bij de studies van Dechow and Sloan (1991), die ontdekten dat een kortere beslissingshorizon vaak leidt tot positief earnings management om de bedrijfsresultaten te kunnen verbeteren. In deze relatie tussen bedrijfsresultaten en de carrièrehorizon speelt de agency theorie een belangrijke rol. Jensen and Meckling (1976) kwamen met het inzicht dat partijen, die zich in een agencyrelatie bevinden, zich focussen op nutsmaximalisatie, wat betekent dat de CEO niet altijd de doelen van de aandeelhouders zal nastreven. De CEO zal hierdoor opportunistisch gedrag vertonen. Door dit opportunistisch gedrag probeert de CEO in de laatste jaren van zijn loopbaan zo veel mogelijk persoonlijk voordeel te behalen (Handler, 1994). Hoewel voorgaande studies eerder keken naar de investeringen in R&D en allerlei uitgaven van een bedrijf om opportunistisch gedrag vast te leggen, wordt in dit onderzoek gekeken naar het bedrijfsresultaat.

Verder onderzoek ik of het horizonprobleem even sterk van toepassing is in familiebedrijven als in niet-familiebedrijven. Ik test dit door middel van een moderatieanalyse. Sharma et al. (2001) stellen vast dat familiebedrijven fundamenteel verschillen van andere bedrijven door hun unieke dynamiek en betrokkenheid van de familieleden in het bestuur. Deze bedrijven hechten vaak meer waarde aan lange termijn doelen en het behoud van familiewaarden dan aan kortetermijnwinst. Dit is ook het standpunt van de sociaal-emotioneel welzijnstheorie van Gómez-Mejía et al. (2007). Hoewel we in model 2 ook te maken hebben met het horizonprobleem blijkt dat er geen statistisch significant modererend effect van familiebedrijven is op het horizonprobleem. Daarmee kunnen we hypothese twee niet bevestigen. Tevens komen we niet tot dezelfde conclusie als Che-Ahmad et al. (2020) die aan de hand van de SEW-theorie konden aantonen dat het earnings management van familiebedrijven anders is dan bedrijven met een andere eigendomsstructuur.

Als laatste onderzoek ik wat de toekomstplannen zijn van CEO's die plannen hebben om het bedrijf te verlaten omwille van hun pensioen. Verder kijk ik ook of deze toekomstplannen een effect hebben op de relatie tussen de beslissingshorizon en de prestaties van het bedrijf zoals we dat voorgaand deden voor familiebedrijven.

Uit de beschrijvende analyse blijkt al snel dat CEO's vaak nog actief zullen blijven na hun pensioen. Zo zien we in figuur 2 dat er naast meer vrije tijd ook andere activiteiten vaak voorkomen. Een adviserende rol blijkt de meest voorkomende activiteit na pensionering te zijn. Dat ligt ook in lijn met de vaststellingen van Andres et al. (2014) en Chen et al. (2018). Omwille van de ervaring en kennis van de CEO over zowel het bedrijf als de sector wordt hen vaak gevraagd actief te blijven en in die adviserende rol te stappen. Daarnaast zien we dat het opnemen van een PR functie of het zetelen in de raad van bestuur ook vaak voorkomende activiteiten zijn. Ik concludeer net zoals Brickley et al. (1999) dat de loopbaan van een CEO niet abrupt ten einde komt als men met pensioen

gaat. Brickley et al. (1999) heeft dan ook kritiek op de onderzoeken rond het reputatie-effect en het horizonprobleem, omdat ze vaak de veronderstelling van een abrupt einde maken. Ook De Vries (2003) vond dat CEO's trachten actief te blijven na hun pensioen. Hij bespreekt dit vanuit het standpunt dat de CEO in conflict ligt met zichzelf en door allerlei activiteiten zijn levensstandaard probeert te behouden.

Vanuit dit inzicht onderzoek ik hypothese 3 waarin ik stel dat wanneer CEO's actief blijven in het bedrijf, dit een modererend effect heeft op de relatie tussen de beslissingshorizon en de prestaties (hypothese 1). Aan de hand van model 3 in tabel 4 bevestig ik deze derde hypothese. De interactieterm "stoptermijn*toekomstintentie" is negatief en statistisch significant (1% betrouwbaarheid). Ook in dit model heeft de stoptermijn van nul tot twee jaar nog een positief effect op de prestaties van een bedrijf. Echter wanneer men plant te blijven in het bedrijf zal dit effect vermindert worden doordat de interactieterm significant negatief is. Ook figuur 4 doet ons dezelfde conclusie nemen. Waar we eerst zien dat het gemiddeld resultaat veel hoger ligt bij CEO's die het bedrijf binnen 2 jaar verlaten dan CEO's die langer dan 2 jaar hun ambtstermijn behouden, zien we dat dit gemiddelde onder in het eerste geval sterker daalt en zelfs onder het gemiddelde van de tweede komt te liggen wanneer de CEO plant actief te blijven in het bedrijf.

We concluderen hieruit dat wanneer CEO's actief blijven binnen het bedrijf, met name door het bekleden van een adviserende rol of door het opnemen van een PR functie, dit het horizonprobleem doet verminderen.

Uiteindelijk heb ik aanvullend onderzoek uitgevoerd om de robuustheid van onze resultaten te testen. Hiervoor verving ik de oorspronkelijke stoptermijn van 0 tot 2 jaar als onafhankelijke variabele en voer ik dezelfde analyse uit met een nieuwe stoptermijn van 3 tot 5 jaar. De resultaten, zoals weergegeven in tabel 5, tonen aan dat het effect van de beslissingshorizon op de prestaties van het bedrijf (het horizonprobleem) nog steeds negatief is, maar niet statistisch significant. Deze bevindingen suggereren dat het horizonprobleem en het bijbehorende opportunistische gedrag van de CEO voornamelijk optreden wanneer de CEO van plan is het bedrijf binnen een periode van twee jaar te verlaten. In gevallen waar de CEO een langere tijdshorizon heeft van drie tot vijf jaar, lijkt dit negatieve effect te verminderen en zelfs statistisch insignificant te worden. Dit impliceert dat de korte termijn focus en de daaruit voortvloeiende negatieve gevolgen voor de bedrijfsresultaten vooral aanwezig zijn in de laatste twee jaar van de carrière van de CEO. Deze inzichten benadrukken het belang van tijdshorizon in het gedrag van CEO's en de daarmee samenhangende bedrijfsresultaten. Wanneer CEO's weten dat hun vertrek nabij is, lijkt hun focus verschuiven naar kortetermijnwinst, wat mogelijk schadelijk is voor de langetermijnstrategie van het bedrijf. Dit effect neemt echter af naarmate de tijdshorizon langer wordt, wat aangeeft dat CEO's met een langere resterende termijn geneigd zijn om evenwichtiger beslissingen te nemen die zowel korte- als langetermijndoelstellingen omvatten.

6 Beperkingen en aanbevelingen voor verder onderzoek

Dit onderzoek is onderhevig aan enkele beperkingen, waarvan de meeste een aanzet kunnen zijn tot verder onderzoek. Zo ligt de geografische focus op Belgische bedrijven, waardoor het onderzoek niet generaliseerbaar is naar andere landen toe. Ook dit kan een aanbeveling zijn voor verder onderzoek. Men zou de vragenlijst ook kunnen afnemen buiten de Belgische landsgrenzen. Op die manier kan nagegaan worden of de bevindingen uit dit onderzoek universeel zijn of eerder enkel toepasbaar zijn op Belgische bedrijven. Ook cultuurverschillen kunnen dan opgenomen worden om het gedrag van de CEO te kunnen verklaren.

Verder richt dit onderzoek zich uitsluitend op het effect van de carrièrehorizon van de CEO op de bedrijfsprestaties. Hoewel dit inzicht biedt in het horizonprobleem, zouden andere maatstaven, zoals R&D-uitgaven of marketinguitgaven, ook in beschouwing genomen kunnen worden. Door deze variabelen te onderzoeken, kan het opportunistisch gedrag van de CEO beter worden aangetoond en kan men verklaren waarom de bedrijfsresultaten hoger of lager uitvallen. In dit onderzoek zijn dergelijke maatstaven echter niet meegenomen vanwege de beperkte beschikbaarheid van gegevens over R&D-uitgaven.

Een andere beperking betreft de gebruikte schaal om de stoptermijn van de CEO te meten. Wij hebben gebruikgemaakt van de schaal die werd gehanteerd in de vragenlijst, waarbij de jaren werden onderverdeeld in vier intervallen (0-2 jaar, 3-5 jaar, 6-10 jaar en meer dan 10 jaar). Het kan echter nuttig zijn om niet met intervallen te werken, maar met continue getallen. Dit zou inzicht kunnen geven in het specifieke jaar vanaf wanneer de CEO opportunistisch gedrag begint te vertonen, wat resulteert in het horizonprobleem.

Daarnaast raad ik aan om toekomstige analyses via paneldata uit te voeren. Hoewel dergelijke analyses in dit onderzoek niet zijn gebruikt, kunnen ze van meerwaarde zijn, aangezien het horizonprobleem zich niet alleen in één jaar manifesteert, maar over meerdere jaren. Hierbij is het essentieel om met een continue schaal te werken, omdat de exacte stoptermijn dan bekend moet zijn.

Ik gebruiken in dit onderzoek zes controlevariabelen, waarmee 50% van de variantie in de prestaties verklaart kan worden. Dit percentage kan echter verder verhoogd worden door aanvullende variabelen toe te voegen, zoals bedrijfsspecifieke of tijdsgebonden variabelen. Hierdoor kan er beter gecontroleerd worden voor bedrijfsspecifieke effecten en tijdsspecifieke effecten.

Tot slot kan ik het modererende effect van familiebedrijven op het horizonprobleem niet aantonen, hoewel dit in het licht van de SEW-theorie van Gómez-Mejía et al. (2007) wel zo zou kunnen zijn. Hiervoor kunnen allerlei redenen zijn. Zo kunnen de CEO's van een familiebedrijf enerzijds tot de familie behoren, maar anderzijds kan ook een externe CEO aangesteld zijn. Hierdoor kan de betrokkenheid in familiebedrijven variëren. Door middel van verder onderzoek kan er een onderscheid worden gemaakt tussen deze twee.

7 Literatuurlijst

- Andres, C., Fernau, E., & Theissen, E. (2014). Should I stay or should I go? Former CEOs as monitors. *Journal of corporate finance* (Amsterdam, Netherlands), 28, 26-47. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.12.008>
- Balsmeier, B., Buchwald, A., & Stiebale, J. (2014). Outside directors on the board and innovative firm performance. *Research Policy*, 43(10), 1800-1815.
- Barker, V. L., & Mueller, G. C. (2002). CEO Characteristics and Firm R&D Spending. *Management science*, 48(6), 782-801. <https://doi.org/10.1287/mnsc.48.6.782.187>
- Belenzon, S., Shamshur, A., & Zarutskie, R. (2019). CEO's age and the performance of closely held firms. *Strategic management journal*, 40(6), 917-944.
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional Wealth in Family Firms: Theoretical Dimensions, Assessment Approaches, and Agenda for Future Research. *Family business review*, 25(3), 258-279. <https://doi.org/10.1177/0894486511435355>
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 257-273.
- Brickley, J. A., Linck, J. S., & Coles, J. L. (1999). What happens to CEOs after they retire? New evidence on career concerns, horizon problems, and CEO incentives. *Journal of financial economics*, 52(3), 341-377. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00012-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00012-4)
- Brun de Pontet, S., Wrosch, C., & Gagne, M. (2007). An Exploration of the Generational Differences in Levels of Control Held Among Family Businesses Approaching Succession. *Family business review*, 20(4), 337-354. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00103.x>
- Butler, S. A., & Newman, H. A. (1989). Agency Control Mechanism Effectiveness and Decision Making in an Executive's Final Year with a Firm. *Journal of institutional and theoretical economics*, 145(3), 451-464. <https://go.exlibris.link/16tWXSJX>
- Cadieux, L. (2007). Succession in Small and Medium-Sized Family Businesses: Toward a Typology of Predecessor Roles During and After Instatement of the Successor. *Family business review*, 20(2), 95-109. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00089.x>
- Cazier, R. A. (2011). Measuring R&D curtailment among short-horizon CEOs. *Journal of corporate finance* (Amsterdam, Netherlands), 17(3), 584-594. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.02.005>
- Che-Ahmad, A. B., Olarinoye Abdulmalik, S., & Mohamad Yusof, N. Z. (2020). CEO career horizons and earnings quality in family firms. *Asian Review of Accounting*, 28(2), 153-172.
- Chen, S., Ni, S. X., & Zhang, F. (2018). CEO Retirement, Corporate Governance and Conditional Accounting Conservatism. *The European accounting review*, 27(3), 437-465. <https://doi.org/10.1080/09638180.2017.1279065>
- Cho, S. Y., & Kim, S. K. (2017). Horizon problem and firm innovation: The influence of CEO career horizon, exploitation and exploration on breakthrough innovations. *Research Policy*, 46(10), 1801-1809.
- Chua, J. H., Chrisman, J. J., & Sharma, P. (1999). Defining the family business by behavior. *Entrepreneurship theory and practice*, 23(4), 19-39.
- Clutterbuck, D. (1998). Handing over the reins: Should the CEO's successor be an insider or an outsider? *Corporate Governance: An International Review*, 6(2), 78-85.

- Davidson, W. N., Xie, B., Xu, W., & Ning, Y. (2007). The influence of executive age, career horizon and incentives on pre-turnover earnings management. *Journal of management & Governance*, 11, 45-60.
- De Vries, M. K. (2003). The retirement syndrome:: the psychology of letting go. *European Management Journal*, 21(6), 707-716.
- Dechow, P. M., & Sloan, R. G. (1991). Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of accounting and Economics*, 14(1), 51-89.
- du Plessis, J. J., & Low, C. K. (2017). *Corporate governance codes for the 21st century: international perspectives and critical analyses* (1 ed.). Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-51868-8>
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management review*, 14(1), 57-74. <https://doi.org/10.2307/258191>
- Evans, J. H., Nagarajan, N. J., & Schloetzer, J. D. (2010). CEO Turnover and Retention Light: Retaining Former CEOs on the Board. *Journal of accounting research*, 48(5), 1015-1047. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00383.x>
- Fahlenbrach, R., Minton, B. A., & Pan, C. H. (2008). *Former CEO Directors: Lingerin CEOs or Valuable Resources as Comeback CEOs?*
- Finkelstein, S., Hambrick, D. C., & Cannella, A. A. (2009). *Strategic leadership: Theory and research on executives, top management teams, and boards*. Oxford University Press, USA.
- Gagnè, M., Wrosch, C., & Brun de Pontet, S. (2011). Retiring From the Family Business: The Role of Goal Adjustment Capacities. *Family business review*, 24(4), 292-304. <https://doi.org/10.1177/0894486511410688>
- George, B. (2019). The CEO's Guide to Retirement. (Journal, Electronic). <https://go.exlibris.link/tThm2czh>
- Gomez-Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P., & De Castro, J. (2011). The bind that ties: Socioemotional wealth preservation in family firms. *The academy of management annals*, 5(1), 653-707.
- Gómez-Mejía, L. R., Haynes, K. T., Núñez-Nickel, M., Jacobson, K. J., & Moyano-Fuentes, J. (2007). Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills. *Administrative science quarterly*, 52(1), 106-137.
- Governance, C. C. (2020). *Wettelijke aanduiding van de Code 2020*. Retrieved from <https://corporategovernancecommittee.be/nl/over-de-code-2020/wettelijke-aanduiding-van-de-code-2020>
- Handler, W. C. (1994). Succession in Family Business: A Review of the Research. *Family business review*, 7(2), 133-157. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1994.00133.x>
- Heath, J. (2009). The uses and abuses of agency theory. *Business Ethics Quarterly*, 19(4), 497-528.
- Henry, E., Lin, S., & Yang, Y.-w. (2009). The European-US "GAAP Gap": IFRS to US GAAP Form 20-F Reconciliations. *Accounting Horizons*, 23(2), 121-150.
- Inoue-Smith, Y. (2017). The Psychology of Retirement: A "Can't Let Go" Syndrome. *The journal of retirement*, 5(2), 104-110. <https://doi.org/10.3905/jor.2017.5.2.104>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Corporate governance* (pp. 77-132). Gower.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *The Journal of political economy*, 98(2), 225-264. <https://doi.org/10.1086/261677>

- Kalyta, P. (2009). Accounting discretion, horizon problem, and CEO retirement benefits. *The Accounting Review*, 84(5), 1553-1573.
- Kang, J. (2016). Labor market evaluation versus legacy conservation: What factors determine retiring CEOs' decisions about long-term investment? *Strategic management journal*, 37(2), 389-405. <https://doi.org/10.1002/smj.2234>
- Laveren, E., Engelen, P.-J., Limère, A., & Vandemaele, S. (2009). *Handboek financieel beheer* (3 ed.). Intersentia. <https://go.exlibris.link/KXkvPWQM>
- Lazear, E. P., & Rosen, S. (2004). *Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts*. <https://go.exlibris.link/nq11vjZJ>
- Lee, C. (2011). New evidence on what happens to CEOs after they retire. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 474-482.
- Liu, C., Yip Yuen, C., J. Yao, L., & H. Chan, S. (2014). Differences in earnings management between firms using US GAAP and IAS/IFRS. *Review of Accounting and Finance*, 13(2), 134-155.
- Mahoney, J. (2011). Horizons in strategic communication: Theorising a paradigm shift. *International Journal of Strategic Communication*, 5(3), 143-153.
- Marques, I. C. P., Leitão, J., Ferreira, J., & Cavalcanti, A. (2023). The socioemotional wealth of leaders in family firm succession and corporate governance processes: a systematic literature review. *International journal of entrepreneurial behaviour & research*, 29(1), 268-295. <https://doi.org/10.1108/IJEBr-01-2022-0092>
- Marshall, A. (2009). *Principles of economics: unabridged eighth edition*. Cosimo, Inc.
- Matta, E., & Beamish, P. W. (2008). The accentuated CEO career horizon problem: evidence from international acquisitions. *Strategic management journal*, 29(7), 683-700. <https://doi.org/10.1002/smj.680>
- Merton, R. K. (1968). *Social theory and social structure*. Simon and Schuster.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Lester, R. H. (2013). Family Firm Governance, Strategic Conformity, and Performance: Institutional vs. Strategic Perspectives. *Organization science (Providence, R.I.)*, 24(1), 189-209. <https://doi.org/10.1287/orsc.1110.0728>
- Mitchell, T. R., Holtom, B. C., Lee, T. W., Sablinski, C. J., & Erez, M. (2001). Why People Stay: Using Job Embeddedness to Predict Voluntary Turnover. *Academy of Management journal*, 44(6), 1102-1121. <https://doi.org/10.5465/3069391>
- Murphy, K. J., & Zimmerman, J. L. (1993). Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of accounting and Economics*, 16(1-3), 273-315.
- Murray, K., & White, J. (2005). CEOs' views on reputation management. *Journal of communication management*, 9(4), 348-358.
- Neugarten, B. L. (1996). *The meanings of age: Selected papers*. University of Chicago Press.
- Olawale, L. S., Ilo, B. M., & Lawal, F. K. (2017). The effect of firm size on performance of firms in Nigeria. *Aestimatio: The IEB International Journal of Finance*(15), 68-87.
- Ozcan, I., Unal, E. A., & Yener, U. (2017). The effect of firm size on profitability: evidence from Turkish manufacturing sector. *Journal of Business Economics and Finance*, 6(4), 301-308.
- Saam, N. J. (2007). Asymmetry in information versus asymmetry in power: Implicit assumptions of agency theory? *The Journal of socio-economics*, 36(6), 825-840. <https://doi.org/10.1016/j.socec.2007.01.018>

- Sharma, P., Chrisman, J. J., & Chua, J. H. (2003). Predictors of satisfaction with the succession process in family firms. *Journal of business venturing*, 18(5), 667-687. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00015-6](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00015-6)
- Sharma, P., Chrisman, J. J., Pablo, A. L., & Chua, J. H. (2001). Determinants of Initial Satisfaction with the Succession Process in Family Firms: A Conceptual Model. *Entrepreneurship theory and practice*, 25(3), 17-36. <https://doi.org/10.1177/104225870102500302>
- Skinner, D. J., & Sloan, R. G. (2002). Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of accounting studies*, 7(2-3), 289-312. <https://doi.org/10.1023/a:1020294523516>
- Smith, A. (1776). *The wealth of nations [1776]* (Vol. 11937). na.
- Sundaram, R. K., & Yermack, D. L. (2007). Pay Me Later: Inside Debt and Its Role in Managerial Compensation. *The Journal of finance (New York)*, 62(4), 1551-1588. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01251.x>
- Vanden Daelen, V. (2012). Negotiating the Return of the Diamond Sector and its Jews: The Belgian Government during the Second World War and in the Immediate Post-war Period. *Holocaust Studies*, 18(2-3), 231-260.
- Yeoh, S.-B., & Hooy, C.-W. (2022). CEO age and risk-taking of family business in Malaysia: The inverse S-curve relationship. *Asia Pacific journal of management*, 39(1), 273-293. <https://doi.org/10.1007/s10490-020-09725-x>
- Yermack, D. (1997). Good timing: CEO stock option awards and company news announcements. *The journal of Finance*, 52(2), 449-476.