De disciplinering van het management: een literatuuroverzicht van een deelaspect van corporate governance inzake de relatie tussen aandeelhouders en management

Trefwoorden: corporate governance; raad van bestuur; principal-agentrelatie; disciplineringselementen; vergoeding van het management

Dit artikel geeft een overzicht van de academische literatuur over de disciplineringselementen die het agency-probleem tussen de aandeelhouders en het management van een onderneming pogen te verminderen. Hierbij wordt enkel de Angelse context besproken. Het eerste disciplineringselement is de raad van bestuur, die de formele relatie is tussen het management en de aandeelhouders, zodat de samenstelling en de grootte van de raad van bestuur een belangrijke rol spelen in de werking van het systeem van corporate governance. Daarnaast worden twee categorieën van disciplineringselementen noemde: de wetterige formele en de informele elementen.
mechanismen onderscheiden: enerzijds de directe disciplineringsmechanismen die neer- geschreven zijn in het vergoedingscontract,anderszijds de indirecte disciplinerings-
mechanismen die door de omgeving worden ontwikkeld. De invloed van deze categoüren
disciplineringsmechanismen op de beslissingen van het management en hun praktische
relevantie worden besproken.

Inleiding

In dit artikel gaat de aandacht naar de relatie tussen de aandeelhouders en het management van de hedendaagse onderneming. Deze relatie is slechts één aspect van het denken over corporate governance of deugdelijk bestuur van de onderneming. Nog tal van andere belanghebbenden zijn immers betrokken bij de goede werking van de onderneming: de schuldeisers, het personeel, de klanten en leveranciers, de overheid, rechtbanken en de omgeving.

De hedendaagse vennootschap wordt gekenmerkt door de scheiding tussen de eigenaar van de onderneming en de personen die het bedrijf leiden. De verhouding tussen management en aandeelhouders is een „principal-agent”-relatie. Een manager is de vertegenwoordiger (”agent”) van de aandeelhouder (”principal”) binnen de onderneming (Jensen en Meckling, 1976). Deugdelijk bestuur moet ervoor zorgen dat het management niet het eigenbelang nastreeft, maar wel de maximalisatie van de waarde van de onderneming. De sturing van het management in het belang van de aandeelhouders gebeurt door een geheel van disciplineringsmechanismen. Hieronder volgt hiervan een grondig literatuuroverzicht.

De meeste studies en theoretische beschouwingen zijn toegespitst op de Angelsaksische situatie, die van toepassing is in de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk, Australië en Canada (Weimer en Pape, 1997). De besluiten van deze studies zijn niet zonder meer overdraagbaar in de continentaal-Europese ondernemingscontext, aangezien de structuur van continentaal-Europese ondernemingen grote verschillen vertoont: met betrekking tot corporate governance. Volgens Moerland (1997) zijn deze verschillen veelal het gevolg van historisch gegroeide culturele, politieke en institutionele eigenschappen.

Een van de belangrijke verschillen in corporate governance van deze twee strekkingen is dat in de Angelsaksische landen geen onderscheid wordt gemaakt tussen de uitvoerende en de toezichthoudende verantwoordingen en bevoegdheden van de board of directors (one-tier board). In continentaal-Europese ondernemingen worden de uitvoerende en de toezichthoudende bevoegdheden gescheiden (two-tier board). Zo onderscheidt men in Duitsland bijvoorbeeld de Vorstand en de Aufsichtsrat, in Nederland wordt een opsplitsing gemaakt tussen de raad van bestuur en de raad van commissarissen (Van Hulke, 1998). In een two-tier board zal geen disciplinerende werking uitgaan van de Vorstand of de raad van bestuur, aangezien het disciplinerend en toezichthoudend orgaan (de Aufsichtsrat of raad van commissarissen) er bij wet van gescheiden is. Er wordt een eerste raad opgericht, die verantwoordelijk is voor de dagelijkse leiding van het bedrijf, die uitsluitend samenge-
steld is uit internen en die een uitvoerende rol vervult in het bedrijf. Een tweede raad bestaat uitsluitend uit niet-actieve bestuurders en vervult de toezichtsrol (Van Den Berghe, 1998). Deze scheiding vindt men niet terug in de Angelsaksische landen, zodat men hier spreekt van het one-
tier board systeem. In deze structuur zetelen zowel personen die een actief managementfunctie binnen het bedrijf vervullen als externe, niet-ac-
tieve personen in de board of directors.

Omdat dit artikel in belangrijke mate betrekking heeft op de Angelsaksische landen, gebruiken we de Engelse term board of directors, opdat er geen verwarring zou zijn met de raad van bestuur zoals die in continent-
al Europese ondernemingen bestaat. De focus op de Angelsaksische institutio-
1. Board of directors

De instelling van de *board of directors* als contrôle- of toezichtsorgaan is ten dele een oplossing voor het “agency”-probleem tussen de aandeelhouders en het management van de hedendaagse onderneming (Fama en Jensen, 1983a, 1983b). Alleen voor beslissingen die het wezen van de vennootschap raken, is de uitdrukkelijke instemming van de aandeelhouders vereist. Zij kiezen een *board of directors*, die de beslissingenbevoegdheid heeft voor de strategische beslissingen. Op zijn beurt delegert de *board of directors* beslissingenbevoegdheid voor de lopende zaken aan een beperkt managamenteam, dat het dagelijks bestuur waarnemt. Ook al is de taak van de *board of directors* ruimer dan louter het toezicht op het management (Mintzberg, 1981; Waldo, 1985), toch is vooral van belang hoe de *board of directors* het evenwicht bewaart tussen de aandeelhouders of eigenaars van de onderneming en het management. Deze problematiek komt in dit deel aan bod.

De wijze waarop de *board of directors* is samengesteld, verschilt sterk van onderneming tot onderneming. In de eerste plaats zijn er verschillen in de “afkomst” van de bestuurders (cf. 1.A). Sommige bestuurders vervullen naast hun bestuursmandaat geen actieve rol binnen de onderneming. Men spreekt in dat geval van externe bestuurders (outsiders). Andere bestuurders zetten zich wel permanent in binnen de onderneming. Het zijn de zogenaamde interne of actieve bestuurders (insiders). De *chief executive officer* (CEO) is hier een goed voorbeeld van. Ten tweede verschillen ondernemingen naargelang de functies van voorzitter van de *board of directors* (chairman of the *board of directors*) en *chief executive officer* al dan niet door een en dezelfde persoon worden uitgeoefend (cf. 1.B). Ten slotte is er een grote verscheidenheid in het aantal leden van de *board of directors* (cf. 1.C). In de academische literatuur bestaat er grote discussie over de vraag of de samenstelling van de *board of directors* vanwege de disciplinerende rol van het orgaan, een invloed heeft op de ondernemingsprestaties.

A. Externe versus interne bestuurders in de *board of directors*


Het nadeel van een *board of directors* die door internen wordt gedomineerd, is dat daardoor de controlefunctie van de *board of directors* in het gedrang komt. Persoonlijke relaties verminderen de kans dat de andere bestuurders het beleid kritisch ter discussie stellen. Om dit probleem te verhelpen, is het nuttig een of meer externen in de *board of directors* op te nemen. In tegenstelling tot externe of actieve bestuurders, vervullen externe bestuurders naast hun bestuursmandaat geen actieve functie binnen de onderneming. Vaak worden zij gekozen met het oog op hun specifieke reputatie of kennis.

Er bestaat geen consensus in de literatuur over de vraag of het opnemen van outsiders in de *board of directors* leidt tot betere ondernemingsprestaties. Vance (1968) en Pfeffer (1972) besluiten uit hun onderzoek dat een relatief groot aantal externe bestuurders negatief geassocieerd is met de

Een aantal auteurs waarschuwen dat de opname van niet-actieve bestuurders in de board of directors niet per definitie zaligmakend is. De instelling van een organ als de board of directors creëert eigenlijk een nieuw "agency"-probleem. De vraag is of (externe) bestuurders wel voldoende incentives hebben om het management kritisch te beoordelen. Sancties bij slechte prestaties zijn de ontzetting uit hun bestuursmandaat en/of de weigering van kwijting (decharge) door de algemene vergadering. De effectiviteit van dit mechanisme hangt hoofdzakelijk af van de aandeelhoudersstructuren van de onderneming. Als de bestuurders naar voren worden geschept door een referentiaandeelhouder, dan zal hun positie zelden in het gedrang komen. Van Hulle (1998) onderscheidt vijf mechanismen die de externe bestuurder ertoe aansporen effectief controle uit te oefenen op het management en de belangen van de aandeelhouders te beschermen. Een eerste mechanisme is de dreiging van rechtscrazing vanwege advocatenkantoren die gespecialiseerd zijn in governance-problemen. Daarnaast kan de onderneming opteren voor het toekennen van aandelen of het oprichten van gespecialiseerde comités binnen de raad van bestuur. Ook het belang van de reputatie voor de onafhankelijke bestuurder kan een positieve invloed hebben op zijn gedrag, alsook de druk van de steeds kritischer en belangrijker worden de institutionele beleggers. Naast de vraag of de (externe) bestuurder incentives heeft om het management te controleren, moet men er ook op toezien dat hij ook competent genoeg is om die controles uit te voeren.


Ten eerste wijzen ze erop dat de externe bestuurders geen hechte groep vormen. Ze ontmoeten elkaar op onregelmatige basis en hebben voor het overige vaak geen contact met elkaar. Nochtans zijn regelmatige contacten tussen outsider-bestuurders en insider-managers essentieel voor een efficiënte werking van de board of directors als controleorgaan. Ten tweede kunnen outsiders hun taak pas goed vervullen als zij over degelijke informatie beschikken over de ontwikkelingen binnen het bedrijf. Enkel dan kunnen ze gefundeerde beslissingen nemen (François, 1997).

De aanwijzingsprocedure voor externe bestuurders moet ten slotte voldoende objectief zijn. Bestuurders mogen hun mandaat niet uitsluitend te danken hebben aan hun persoonlijke relaties met andere bestuurders of het management. Als de chief executive officer de bevoegdheid heeft om nieuwe bestuurders aan te trekken, dan zal de drempel om het beleid te discussiëren worden hoger worden (Wade, O'Reilly en Chandratat, 1990).


De efficiëntie van de externe bestuurders in de board of directors hangt af van de mate waarin deze personen voldoende belang hebben om het
management kritisch te beoordelen. Naast de gezonde motivatie van bestuurders, die ingegeven is door reputatieoverwegingen, kan de bestuurder daarom bijkomend aangesproken worden tot het vervullen van de belangen van de aandeelhouders aan de hand van aandelenbezit (Byrd en Hickman, 1992b). Het aanhouden van aandelen in de onderneming brengt de belangen van de bestuurders direct in overeenstemming met die van de aandeelhouders. Het aandeelhouderschap geeft bestuurders stimulie om zich actiever te verzetten tegen niet-winstgevende activiteiten om als dusdanig hun eigen financiële belangen in de onderneming te beschermen (Jensen en Meckling, 1976).

Op die manier worden de belangen van bestuurders en aandeelhouders meer gelijklopend en zullen minder investeringen worden doorgevoerd met andere redenen dan de verhoging van de belangen van de aandeelhouders. Byrd en Hickman (1992) toonden aan dat de aandeelhouders er voordeel bij hebben wanneer managers en onafhankelijke externe bestuurders minstens een klein percentage van de aandelen in de onderneming bezitten.


Er werden inmiddels talrijke relaties vastgesteld tussen de samenstelling van de board of directors (insiders versus outsiders) en de ondernemingsprestaties (Baysinger en Butler, 1985; Schellenger, Wood en Tashakori, 1989). Centraal hiervan staat de vraag of externe bestuurders in een betere positie verkeren dan interne om het beleid van het management in het belang van de aandeelhouders te sturen.

Aangezien de board of directors de bevoegdheden heeft tot het opkader te ontstaan, komt de dreiging van ontslag van de board (infra). Weisbach (1988) stelt vast dat de kans dat de topmanager ontslagen wordt wegens slechte ondernemingsprestaties groter is naarmate er meer insiders in de board of directors zitten. Op de aandelenmarkt wordt de ontslagbeslissing in dit geval positief onthaald. Dit is consistent met de stelling van Fama (1980) dat de opname van buitenstaanders de werking van de board of directors als controlemechanisme ten goede komt.


Het relatieve belang van externen in de board of directors is bij een aantal gebeurtenissen van belang. Uit een onderzoek van Byrd en Hickman (1992a) blijkt dat de aandelenkoers van een biedende onderneming positiever reageert bij de bekendmaking van een overname wanneer minstens de helft van de bestuurders volledig onafhankelijke bestuurders zijn. Deze vaststelling is in overeenstemming met de hypothese dat deregelijke raden van bestuur selectiever te werk gaan bij het zoeken naar onamedeelwitten. Lee et al. (1992) rapporterden dat de belangen van de aandeelhouders beter behartigd worden bij een management buy out wanneer overwegend onafhankelijke bestuurders in de board of directors zetelen. Brickley, Coles en Terry (1994) toonden aan dat de aankondiging
van gifpillen^1 tot een positieve koersreactie leidt als meer dan de helft van de bestuurders onafhankelijke outsiders zijn. De reactie van de beleggers is significant negatief als dat niet het geval is. De empirische resultaten van Sundaramurthy, Mahoney en Mahoney (1997) staan hier lijnrecht tegenover. Zij vinden dat de aanwezigheid van outsiders de negatieve marktreactie bij de aankondiging van beschermingsconstructies versterkt. Kesner en Johnson (1990) vinden dat aansprakelijkheidsvoorderingen tegen raden van bestuur vaker voorkomen wanneer er relatief meer insiders in de board of directors zetelen.

B. De functies van chief executive officer en voorzitter van de board of directors

Amerikaans empirisch onderzoek toont aan dat in ongeveer 80% van de ondernemingen de chief executive officer tevens voorzitter van de board of directors is (Dalton en Kesner, 1987; Lorsch en Maclver, 1989; Rechner en Dalton, 1991).


In een aantal onderzoeken werden in dit verband een aantal verrassende vaststellingen gedaan. Zo hebben Mallette en Fowler (1992) aangetoond dat de scheiding van de functies van chief executive officer en voorzitter van de board of directors geassocieerd is met de opname van minder gifpilconstructies. Dat is goed nieuws voor de aandeelhouders. In die zin werkt de scheiding van de functies van chief executive officer en voorzitter van de board of directors (door de geringere kans op gifpil) waardevolhoudend voor de aandeelhouders. Bij de aankondiging van een beschermingsconstructies tegen een mogelijk vijandig overnamebod blijkt de markt ook minder negatief te reageren wanneer de functies niet door een en dezelfde persoon worden uitgeoefend (Sundaramurthy, Mahoney en Mahoney, 1997).


C. Aantal bestuurders in de board of directors

In december 1996 formuleerde het Verbond van Belgische Ondernemingen een aantal “Aanbevelingen voor een Goede Werking van de Raad van Bestuur van een Vennootschap” (Verbond van Belgische Ondernemingen, 1996). Het VBO stelt daarbij: “Rekening houdend met het belang van een actieve beraadslaging vooraleer de beslissingen worden genomen, hoeft de raad van bestuur niet te uitgebreid te zijn. Een beperkt aantal bestuurders is een factor die het overleg en de collegialiteit bevordert.”

door de chief executive officer. De keerslacht van de medaille is dan wel dat de verschijnselen aan opinies eerder beperkt is.

De vraag naar het gewenste aantal bestuurders hangt ook samen met de taken die zij moeten vervullen. Gilson (in Breeden et al., 1993) pleit voor fulftime professionele bestuurders, die hun tijd verdelen over een beperkt aantal ondernemingen waarvan zij in de board of directors zetelen. Hij noemt dit nog beter dan onafhankelijke bestuurders. In een dergelijke context, waarin de externe bestuurders nauw bij de werking van het bedrijf betrokken zijn, is een kleine board of directors wellicht voldoende. Door het kleine aantal is de kans dat wel groter dat de controlefunctie van de board of directors in het gedrang komt.

2. Directe disciplineringsmechanismen: de vergoeding van de topmanager

Naast de directe controle op het management door de board of directors, hebben de aandeelhouders ook de mogelijkheid de disciplinering van het management direct te beïnvloeden via het vergoedingscontract van het topmanagement. De concrete invulling van het vergoedingscontract van topmanagers moet er voor zorgen dat de manager gemotiveerd wordt en dat tegelijk de “agency-kosten” geminimaliseerd worden (Keasy en Wright, 1997). Daartoe worden in de vergoedingsovereenkomst expliciet een aantal disciplineringsinstrumenten ingevoegd. Deze worden hieronder besproken.


politiek van topkaderleden na de privatisering van overheidsondernemingen in Engeland en Wales; de laatsten bestudeerden de vergoeding van topkaderleden in ondernemingen met financiële moeilijkheden. In beide gevallen blijkt als deel van het veranderingsproces ook het vergoedingsbeleid ten aanzien van het topmanagement te veranderen.

Een van de belangrijkste oorzaken van het “agency-probleem” is het verschil in tijdshorizon tussen topmanagement en aandeelhouders. De relatie tussen management en aandeelhouders zou onderhevig zijn aan het horizonprobleem. Hiermee bedoelt men het verschil in tijdshorizon tussen het management en de aandeelhouders. Traditioneel wordt het management verondersteld kortetermijngericht te denken, terwijl de aandeelhouders meer bezig zouden zijn met het langetermijnbelang van de onderneming. Hiervoor bestaat evenwel weinig empirisch bewijs. Hedendaags is men zich er ook van bewust dat de kloof tussen de tijdshorizonten van beide partijen eveneens zo samengesteld kan zijn dat de managers de lange termijn verkiezen, terwijl aandeelhouders kortetermijnperspectieven voor ogen houden. Dit fenomeen doet zich meer en meer voor, vooral in de Amerikaanse context, waarbij de aandeelhouders steeds meer kwartaalresultaten van de onderneming gebruiken om hun oordeel te vellen.

De kortetermijnhorizon van de managers wordt gestimuleerd door het inschakelen van bepaalde vergoedingsvormen die managers ertoe kunnen aanzetten om beslissingen te nemen die niet in het belang zijn van de langetermijnstrategie van de onderneming. Als bijvoorbeeld de vergoeding van de topmanager afhankelijk is van de boekhoudkundige winst, die op korte termijn wordt gemeten, dan zal hij/zij geneigd zijn investeringen in R&D en promotie te verwaarlozen. Dit is precies wat Dechow en Sloan (1991) vaststellen. Ook Narayan (1985) vindt dat topmanagers een prikkel hebben om de kortetermijnwinst te verhogen, met de bedoeling hun reputatie te verbeteren en hun vergoeding op te drijven. De auteur vindt dat deze incentive omgekeerd gerelateerd is aan de ervaring van de persoon in kwestie en aan de looptijd van zijn vergoedingsovereenkomst. Hoe meer ervaring de manager heeft, hoe meer zijn capaciteiten bekend zijn en hoe minder hij geneigd zal zijn zijn reputatie te verhogen door kortetermijnwinst na te streven. Ook als het vergoedingscontract met de onderneming over een lange duur loopt, zal hij meer op lange termijn denken.

Om de tijdshorizon van het topmanagement te verlengen, moet het inkomen volgens Boschen en Smith (1995) afhankelijk gemaakt worden
van de prestaties op lange termijn. Dit kan door een aantal langetermijnvergoedingsplannen in te voeren, zoals bijvoorbeeld aandelenopties (Larcker, 1983; Rapaport, 1978). Tehrani, Travlos en Waegelen (1987) vinden dat ondernemingen met dergelijke langetermijnprestatieplannen op een gunstiger reactie van de aandelenmarkt kunnen rekenen bij de bekendmaking van hun plannen om bepaalde bedrijfsonderdelen af te stoten dan ondernemingen die geen dergelijke vergoedingsplannen hebben. Omdat de vergoeding van het management ook afhangt van de langetermijnwaarde van de onderneming, komt de noodzakelijkheid van de desinvesteringsbeslissing geloofwaardiger over bij de belegger.

Een opmerking bij deze redenering is dat niet alleen financiële vergoedingen een prikkel zijn voor managers welke hen aanzet tot het nemen van beslissingen die in het belang zijn van de onderneming (Herzberg, 1959). Niettemin zijn financiële vergoedingen het meest toegepast in het verleden en is daarover het meeste empirisch onderzoek uitgevoerd. Het is duidelijk dat een veranderende (fiscale) omgeving een grote invloed heeft op de keuze van bepaalde vergoedingsvormen. Zo is volgens Jensen en Murphy (1990b) de vergoeding van de chief executive officers in de VSA minder hoog, minder variabel en minder gevoelig voor de ondernemingsprestaties dan in de jaren dertig. Ook het percentage van het aantal aandelen in bezit van topmanagers in verhouding tot het totale aantal aandelen, is historisch gezien afgenomen.

Hieronder volgt een louter economische analyse van de meest gangbare vergoedingsvormen voor hogere kaderleden en hun impact op de managementbeslissingen. Het overzicht is beperkt, omdat abstractie wordt gemaakt van fiscale overwegingen.

A. Vast salaris

Het vaste salaris is het overeengekomen deel van de managementvergoeding dat onvoorwaardelijk en periodiek wordt uitbetaald. De incentivewaarde van een vaste vergoeding is vanwege het onvoorwaardelijke karakter uiteraard beperkt. De hoge salarissen van topmanagers kunnen volgens Lazarre en Rosen (1981) wel een incentive zijn voor andere individuen binnen de onderneming om zich op te werken tot een hoger hierarchisch niveau. Het hierarchisch niveau is immers nog steeds de dominante verklarende factor voor de bepaling van het vergoedingsniveau (Baker, Gibbs en Holmström, 1993).

Het creëren van betere incentives gaat bijna automatisch gepaard met een groter risico voor de agent. Precies op dit vlak biedt een vaste pecuinaire vergoeding voordeelen in vergelijking met variabele beloning. De waarde van deze variabele vergoedingscomponent varieert immers ook door marktfactoren die buiten de controle van het management liggen.


B. Bonussen

Bonussen zijn typische kortetermijnvergoedingsinstrumenten. Het gaat om de eenmalige uitkering van een bedrag, afhankelijk van het al dan niet bereiken van een voorafgestelde doelstelling. Het bedrag van de bonus kan veranderen in functie van de mate waarin de doelstelling wordt bereikt. Uiteraard moet de persoon een invloed hebben op het resultaat dat uiteindelijk wordt behaald. Het voordeel van bonussen is dat ze sterk motiverend werken om de geformuleerde doelstellingen te bereiken, met het gevaar dat managementbeslissingen op andere terreinen dan nadelig zijn (Holmström en Milgrom, 1991).

Er bestaat belangrijke discussie over de vraag of de vergoeding van het hoger kader afhankelijk moet zijn van boekhoudkundige prestatieaantallen, dan wel van de aandelenkoers. Dit laatste kan uiteraard enkel voor beursgenoteerde ondernemingen.

Het gebruik van de gerapporteerde winst of de winst per aandeel als basis voor de vergoeding is niet optimaal. De (boekhoudkundige) winst wordt immers in sterke mate beïnvloed door boekhoudkundige beslissingen en is dus manipuleerbaar. Het streven naar winstverhoging kan dan ook nadelige langetermijngevolgen hebben. Zo kan een drastische
besparing op onderhoudskosten wel leiden tot een gunstig effect op de resultaten van de onderneming, maar dit gaat ten koste van toekomstige opbrengsten wegens de verslechtering van de staat van de activa. Omgekeerd drukken hoge investeringen in R&D weliswaar de winst op korte termijn, maar kunnen zij de fundamenteel vormen voor toekomstige inkomen (Rappaport, 1978). Om deze redenen is het gebruik van de marktwaarde van de onderneming (de aandelenkoers) een betere maatstaf om de ondernemingsprestaties te meten (Lewellen en Huntsman, 1970).

Toch is men het erover eens dat het onmogelijk is de aandelenkoers op elk ogenblik in de tijd te gebruiken als prestatie maatstaf (Continental Bank Journal Roundtable, 1991). Kenmerkend voor de aandelenkoers is dat deze door onvoorspelbaar veel factoren wordt beïnvloed. De beslissingen van het management zijn slechts één beïnvloedend factor. Dat neemt niet weg dat op langere termijn de aandelenkoers wel een goede indicatie kan geven van de kwaliteit van het management. Boekhoudkundige maatstaven blijven immers een zwak alternatief wegens hun manipuleerbaarheid op korte termijn.

C. Aandelen


Kaplan (1994a) vindt dat managers in Japan gemiddeld slechts de helft van het percentage aan aandelenbezit hebben van hun Amerikaanse collega’s; als aandelenopties worden meegerekend, dan valt de verhouding terug tot een vierde.

Verschillende auteurs wijzen erop dat aandelenbezit door topmanagers een geschikt middel is om hun belangen beter te laten aansluiten bij die van de aandeelhouders (Bhagat, Brickley en Lease, 1985; Demsetz, 1983; Firstenberg en Malkiel, 1994). Ook Masson (1971) is van mening dat “Firms with compensation packages that emphasize stock market per-
formance outperform firms without such an arrangement.” Belangrijker dan het percentage van het totale aantal uitstaande aandelen dat de manager in bezit heeft of de prijs die hij daarvoor heeft betaald, is uiteraard de attitude die volgt uit het feit dat een belangrijk deel van zijn/haar inkomen afhankelijk is van de koers van het aandeel. De inkomensbelangen van een manager met aandelen van de onderneming lopen gelijk met die van de andere aandeelhouders. Aandelenbezit verlengt de tijds horizon van het management en verhelps dus het horizonprobleem (cf. supra).


De motiverende kracht van aandelenbezit blijkt relatief sterk te zijn in vergelijking met die van andere expliciete incentives. Jensen en Murphy (1990a) vinden op basis van hun steekproef dat het inkomen van een manager gemiddeld met 3,25 USD toeneemt als de waarde van de onderneming voor de aandeelhouders met 1,00 USD stijgt. Aandelenbezit levert de manager gemiddeld een voordeel van 2,5 USD op als de waarde van de onderneming met 1,00 USD toeneemt. De invloed van een vast salaris en bonussen (0,02 USD) en salarisverhoudingen, aandelenopties en ontslag wegens slechte prestaties (0,75 USD) is veel kleiner. Niet zozeer het aantal aandelen blijkt van belang te zijn, maar wel het percentage van het totale aantal uitstaande aandelen (Jensen en Murphy, 1990b). In grote ondernemingen bezitten de topmanagers meestal proportioneel minder aandelen dan in kleine bedrijven. Consistent hiermee vinden Jensen en Murphy dan ook dat de incentivewaarde hoger is in de groep van kleine ondernemingen, namelijk 8,05 USD tegenover 1,85 USD voor grote ondernemingen.

Morck, Shleifer en Vishny (1988) leggen een verband tussen het procentuele belang van het management in het aandelenkapitaal van de onder-
neming en de q-ratio\(^3\) als prestatietoets. Zij stellen vast dat de uitbreiding van het belang van het topmanagement van 0% tot 5% de onderneming beter doet presteren, dat een toename van dat belang van 5% tot 25% de onderneming slechter doet presteren en dat het verder opdrijven van het managementbelang tot boven 25% van het kapitaal de prestaties weer in stijgende lijn doet lopen. Hiervoor zijn verschillende verklaringen mogelijk. Een laag en een hoog niveau van het procentuele aandelenbezet van managers leidt tot een beter presteren van de onderneming. De belangenharmonie tussen aandeelhouders en management neemt op deze niveaus toe ("convergence of interests"-hypothese). Een middenniveau van het procentuele aandelenbezet van managers leidt tot een dalend van het prestatievermogen van de onderneming. Het management heeft bij dit niveau van aandelenbezet een blokkeringsmogelijkheid in de vergadering van aandeelhouders en verschanst zich op deze wijze tegen de invloed van de externe (groot)aandeelhouders ("managerial entrenchment"-hypothese). Ook McConnell en Servaes (1990) ontdekken een stijgend en daarna een dalend verband tussen het relatieve belang van het management in een belangrijk vermogen en het presteren van de onderneming.

Loderer en Sheehan (1989) wijzen op de informatiewaarde van aandeelbezet door het topmanagement. Zij stellen vast dat insiders niet overgaan tot een systematische verkoop van hun aandelen wanneer hun onderneming op een faillissement afstijgt, ondanks de private informatie waarover zij beschikken. Volgens de auteurs zijn verschillende verklaringen mogelijk: het vermijden van negatieve signalen naar de buitenwereld, de angst voor gerechtelijke vervolging wegens handel met voorkennis, ... Geen enkele van deze verklaringen kan echter op een statistisch significante wijze worden gestaafd. Het enige onderscheid tussen falende en lopende ondernemingen is dat de managers van falende ondernemingen minder geneigd zijn tot verhogen van hun aandeel in de vennootschap dan managers van lopende ondernemingen.

**D. Aandelenoptieplannen**

Haugen en Senbet (1981) kennen aan aandelenopties een belangrijke rol toe bij het oplossen van "agency-problemen" tussen management en aandeelhouders. Bij aandelenopties geeft de onderneming aan haar werknemers (en het hoger kader in het bijzonder) de mogelijkheid om gedurende een bepaalde tijd aandelen, die een deel van het maatschappelijk kapitaal vertegenwoordigen, te kopen tegen een vooraf vastgestelde prijs. Die prijs blijft onveranderd in de tijd. De houder zal de optie lichten als de waarde van het aandeel intussen gestegen is. Het voordeel voor de werknemer/manager is dan gelijk aan het verschil tussen de koers van het aandeel op het ogenblik van de aankoop en de optieprijs die hij aan de onderneming betaalt. Wanneer de koers van het aandeel tijdens de uitoefenperiode daalt beneden de optieprijs, dan zal de manager de optie uiteraard niet uitoefenen. Hij/zij loopt dus geen enkel risico.

Net als het eigenlijke aandelenbezit motiveren aandelenopties het management om in het langetermijnbelang van de onderneming te handelen. Ze vormen dus eveneens een instrument om het horizonprobleem te verhelpen (cf. supra). Het opnemen van een aandelenoptieplan in het vergoedingscontract van het topmanagement gaat dan ook gepaard met een significant positieve reactie van de aandelenmarkt en een significant negatieve reactie van de obligatietoets (De Fusco, Johnson en Zorn, 1990). De asymmetrische pay-offs van callopties maken het voor managers immers aantrekkelijker om meer risicobezuinigingen te ondernemen (Agrawal en Mandelker, 1987). Omdat aandelenopties voor de manager geen neerwaarts risico inhouden, zal hij minder aarzelen om investeringen uit te voeren die de waarde van het aandeel doen schommelen. En dit is voordelig voor de aandeelhouders, ten koste van de obligatiehouders van de onderneming. Die verhoogde risicobereidheid heeft te maken met het positieve effect van variantieverhogening investeringen op de waarde van aandelenopties. Uit het model van Black en Scholes voor het waarderen van opties blijkt immers dat er een positieve relatie bestaat tussen de variantie en de waarde van de optie (Black en Scholes, 1973).

**E. Voordelen in natura**

Het remuneratiepakket van topmanagers wordt doorgaans aangevuld met een aantal voordelen in natura: een bedrijfswagen, een groepsverze-
kering, de beschikking over een woning in eigendom van het bedrijf, maaltijdscheques, dienstencheques, de tenlasteneming van telefoon-, elektriciteits- en verwarmingskosten door de vennootschap, enz. De toekennings van deze voordelen is in grote mate bedrijfspecifiek en vooral ingegeven door fiscale overwegingen. De incentivewaarde van deze vergoedingscomponenten is vergelijkbaar met die van een vast salaris: er gaat eigenlijk geen onmiddellijke stimulans van uit. Uit zijn veeleer verworven rechten, die geen invloed uitoefenen op de concrete managementbeslissingen. Uiteraard maken ze deel uit van het totale beloningspakket dat een topmanager, naast zijn reputatie op de arbeidsmarkt, kan verliezen bij ontslag wegens slechte prestaties of na een overname.

F. Openbaarmaking van vergoedingsniveaus en -componenten

De gedragscode die geformuleerd is in het Cadbury Report, beveelt aan dat arbeidscontracten zonder de goedkeuring van de aandeelhouders niet langer dan drie jaar mogen gelden en dat de totale beloning van het management volledig en duidelijk gepubliceerd moet worden, inclusief bijdragen aan pensioenvoorzieningen en aandelenopties. Salarissen en resultaatafhankelijke elementen, alsmede de manier waarop die resultaten worden gemeten, moeten afzonderlijk worden bekeurd. Naast de beloningscommissie van niet-actieve bestuurders te laten adviseren wat de beloning van de directie betreft (Cadbury, 1992; Percy, 1995).

Ondernemingen in België moeten de vergoeding van de bestuurders of leden van het directiecomité niet openbaar maken. In de Verenigde Staten is dat wel het geval. Sinds 1993 zijn de vroegere openbaarmakingsregels daar nog verstrengeld. Niet alleen het bedrag publiek zijn, maar ook het proces waarin de vergoeding wordt vastgelegd moet worden bekendgemaakt. Het globale vergoedingsbeleid ten aanzien van topmanagers moet verantwoord worden en elke verandering van de uitoefenpris van de uitslappende opties van de CEO en de vier best betaalde functies moet nauwkeurig worden toegelicht. Uit een studie van Abdowd en Bognano (1995) bleek dat de vergoeding aan de CEO van een Amerikaanse onderneming gemiddeld hoger ligt dan de vergoeding van hun collega’s in andere landen.

Volgens Breeden et al. (1993) zijn de openbaarmakingsregels van de Amerikaanse beursautoriteit SEC (Securities and Exchange Commiss-

G. Samenstelling van het vergoedingspakket van topmanagers

De samenstelling van het vergoedingspakket van topmanagers verschilt van onderneming tot onderneming. Deze verscheidenheid hangt van een aantal zaken af.


Ten tweede is het ondernemingsrisico van belang. Volgens Zajac en Westphal (1994) zullen meer risicovolle ondernemingen eerder de controle door de board of directors benadrukken dan de disciplinering die uitgaat van het vergoedingscontract van topmanagers. Bij het opstellen van het vergoedingscontract zal men rekening houden met dat ondernemingsrisico en met hoeveelheid risico die de manager wil lopen. Als de winst of de omzet bijvoorbeeld jaarlijks sterk schommelt, dan leiden bonussen in functie van de winst respectievelijk omzet tot sterke schommelingen in het inkomen van het topmanagement. Vergoedingcontracten van risico-averse topmanagers zouden dan ook geen bonusplannen
in functie van de winst of de omzet kunnen bevatten als deze boekhoudkundige maatstaven jaarlijks sterk schommelen. Volgens Lewellen, Loderer en Martin (1987) kan ook de mate van systematisch risico van de onderneming het vergoedingspakket van het topmanagement beïnvloeden. Een zwaar aandeel van vergoeding gebaseerd op aandelenkoersen, maakt de beloning van topmanagers onvermijdelijk afhankelijk van de algemene schommelingen van de aandelenmarkt, m.a.w. van beursetnissen die niet onder hun controle vallen. Hoe gevoeliger het aandeel van de onderneming is voor marktschommelingen (hoger de bèta-coëfficiënt), hoe minder raadzaam deze incentive dan ook is. Sloan (1993) voorspelt dan ook dat de vergoeding van het topmanagement meer zal afhangen van boekhoudkundige maatstaven in ondernemingen waarvan de aandelenkoers sterk gecorreleerd is met de markt.


Waarschijnlijk leiden nog andere factoren tot verschillen in de samenstelling van de vergoedingsovereenkomst van topmanagers. Zo zal, onder invloed van een ander wettelijk kader, de vergoeding van het topkader wellicht van land tot land verschillen. Mogelijk verschilt de samenstelling van het vergoedingspakket van topmanagers tussen beursgenoteerde en niet-genoteerde ondernemingen; er kan bijvoorbeeld verwacht worden dat aandelen-gerateerde vergoeding belangrijker in is beursgenoteerde ondernemingen dan in niet-beursgenoteerde bedrijven. Ten slotte bestaan er ongetwijfeld sectorale verschillen in de hoogte van het vergoedingsniveau van topmanagers en de samenstelling van hun vergoedingspakket. Empirisch onderzoek kan hierover meer duidelijkheid scheppen.

De samenstelling van het vergoedingspakket van topmanagers en de impact ervan op de ondernemingsprestaties is een veelbelovend domein voor toekomstig onderzoek.


De resultaten van White (1996) tonen aan dat het opnemen van clausules in verband met dividenden in het vergoedingscontract van de topmanager geassocieerd is met hogere dividend payout, hogere dividendrendementen en hogere jaarlijkse veranderingen in het niveau van het dividend. De auteur stelt ook vast dat het gebruik van een dividendcassule een positief verband vertoont met de groei van de onderneming en negatief geassocieerd is met de mate waarin onafhankelijke bestuurders in de board of directors zetelen, met het aandelenbezet van het topmanagement en met de groei van de onderneming. In een dividendcassule kan bijvoorbeeld de uitkering van een bonus afhankelijk worden gemaakt van het bedrag aan uitgekeerde dividenden. Dit vermindert de neiging om slechts weinig winst uit te keren aan de aandeelhouders. Onderdrukt nemen dus dividendcassules op om te beletten dat het management zich bij het uitspelen van het dividendbeleid laat leiden door het eigenbelang. Volgens White hebben managers immers een prikkeld om zo Weinig mogelijk dividenden aan de aandeelhouders uit te keren, omdat ze hierdoor over minder kasmiddelen beschikken en hun actieruimte op die manier wordt beperkt.

3. Indirecte of niet-contractuele disciplineringen mechanismen

Indirecte disciplineringen mechanismen hebben als gemeenschappelijk kenmerk dat zij niet contractueel werden afgesproken met de topmanager. Achtereenvolgens gaat de aandacht naar de arbeidsmarkt voor topmanagers (cf. 3.A), de openbare overnameemarkt (cf. 3.B), volmachtgevechten (cf. 3.C), de concurrentie op de kapitaalmarkt (cf. 3.D), de inkoop van de aandeelhouders (cf. 3.E), en de reputatie en status verboorden aan de positie van topmanager (cf. 3.F). Telkens wordt gewezen op de vaak tegenstrijdige resultaten van het empirisch onderzoek ter zake.

A. Het ontslag van de topmanagers


Los van slechte ondernemingsprestatie blijken evenwel nog een aantal andere factoren de ontslagbeslissing te beïnvloeden.

Weisbach (1988) maakt een onderscheid tussen boards of directors waar externe bestuurders in de meerderheid zijn en raden van bestuur waar insiders domineren. Hij stelt vast dat de kans dat de topmanager ontslagen wordt wegens slechte ondernemingsprestaties groter is naarmate er meer outsiders in de board of directors zitten (cf. supra).

Omgekeerd kan een goede ondernemingsprestatie ervoor zorgen dat de topmanagers op vrijwillige basis ontslag nemen, omdat hun in andere ondernemingen nieuwe uitdagingen worden aangeboden. De goede ondernemingsprestatie levert de topmanager immers een hogere waardeering op vanuit de buitenwereld, zodat de concurrentie tussen ondernemingen het verloop van topmanagers kan beïnvloeden.


De wissel aan de top is echter geen garantie voor een ommekeer. Soms verslechteren de ondernemingsresultaten zelfs na de vervanging van de chief executive officer en/of andere actieve bestuurders (Murphy en Zimmerman, 1993; Renneboog, 1996).

De toekomst van de ontslagen manager is evenmin rooskleurig. Als topmanager ontslagen worden wegens slechte prestaties heeft zware consequenties. De ontslagen managers uit de steekproef van Gilson (1989) worden voor minstens drie jaar niet aangenomen door een andere beursgenoteerde onderneming, ook al is hun gemiddelde leeftijd slechts 52 jaar. Deze resultaten zijn consistent met het feit dat managers grote persoonlijke kosten ervaren wanneer hun onderneming in gebreke blijft. Managers die gedwongen worden hun bedrijf te verlaten, verliezen niet alleen inkomen en menselijk kapitaal, maar ook macht, prestige en andere niet-geldelijke voordelen die ze normaal als manager genieten. Een verandering van topposition kan eveneens de reputatie van de betrokken persoon beïnvloeden (en zijn marktwaarde na zijn vertrek) als zijn ontslag gezien wordt als een teken van onbekwaamheid (cf. 3.F).

In het licht van deze zware persoonlijke gevolgen moet een topmanager duidelijk rekening houden met de dreiging van ontslag wegens slechte ondernemingsprestaties. Het is echter ten zeerste de vraag of concrete managementbeslissingen beïnvloed worden door deze dreiging. Nergens wordt aangetoond dat de dreiging van ontslag ex ante motiverend werkt.

Gezien de belangrijkheid van de ontslag- en opvolgingsbeslissing gaan meer en meer stemmen op om de benoemingsprocedure van de bestuurders, en de chief executive officer in het bijzonder, nauwkeurig vast te leggen. Daarbij wordt vooral gedacht aan een extern benoemingscomité om de hoogst mogelijke objectiviteit te garanderen (Firstenberg en Maltiel, 1994).

B. De openbare overnemarkt

Verscheidene auteurs wijzen op de rol die de openbare overnemarkt speelt bij de disciplinering van managers die de waarde van de onderneming voor de aandeelhouders niet maximaliseren (Jensen, 1986; Martin en McConnell, 1991). Er dient een onderscheid te worden gemaakt tussen een vrijliggend en een niet-vrijliggend overnamebod. Bij een vrijliggend overnamebod zijn de belangen van management en aandeelhouders meestal tegengesteld. Betreft het echter een niet-vrijliggend overnamebod, dan kunnen de belangen van de managers en de aandeelhouders wel ge-
lijklopend zijn. Beide partijen hebben er immers belang bij indien de overname wordt doorgevoerd omdat bijvoorbeeld de concurrentiële positie sterk verbetert (Prowse, 1994).


Niet enkel de overname zelf, maar ook de dreiging van een potentiële overname kan disciplinerend werken. Marne (1965) wijst erop dat er een positieve relatie bestaat tussen de efficiëntie van het managementteam en de marktprijs van de aandelen van een onderneming. Als de aande lenkoers laag is, zal de dreiging van een overname dan ook groter zijn.


Het al dan niet weerstand bieden tegen een vijandig overnamebed is niet zonder belang. Walkling en Long (1984) vinden dat in 81% van de gevallen minstens één van de twee hoogste topmanagers in zijn functie bleef na de overname wanneer het management geen weerstand bood tegen het bed. Dit percentage bedraagt slechts 43% voor overnames waarbij de top van het bedrijf zich aanvankelijk wel verzet.

C. Volmachtgevichten

Een volmachtgevacht (“proxy contest” of “proxy fight”) is een campagne waarin aandeelhouders die het niet eens zijn met het beleid van het management, streven naar hun opname in the board of directors. Ze doen dat door een oproep te lanceren naar andere aandeelhouders om voor bepaalde bestuursleden te stemmen. DeAngelo (1988) merkt op dat de ontevreden aandeelhouders hierbij vooral wijzen op slechte boekhoudkundige resultaten en niet zozeer op een negatieve koersvolatiliteit. Consistent hiervan stelt de auteur vast dat volmachtgevchten voorkomen in ondernemingen die qua boekhoudkundige resultaten slechter presteren dan de markt, maar waarvan de aandeelenprestaties niet moeten onderdoen voor de markt.

Door hun stemrecht uit te oefenen, kunnen de aandeelhouders de samenstelling van het management veranderen wanneer ze vinden dat het bedrijf slecht wordt geleid. In de praktijk blijken kleine beleggers hun stemrecht echter vaak niet uit te oefenen. Volgens Alchian en Demsetz
(1972) is dat niet zo verwonderlijk. De aandeelhouders willen eigenlijk vermijden dat het management wordt vervangen, wegens de onvoor-
spelbare gevolgen daarvan voor de aandelenkoers. Ook Pound (1988, 1991) twijfelt aan de kracht van volmachtgevechten als disciplinierings-
mechanisme. Dodd en Warner (1983) wijzen erop dat de uitdagende
aandeelhouders er vaak niet in slagen de meerderheid in de board of di-
rectors te veroveren. De auteurs melden ook een positieve prijsreactie bij
de aankondiging van een volmachtgevecht. DeAngelo en DeAngelo
(1989) komen tot de bevinding dat in 76% van de ondernemingen waar
een proxy contest is mislukt, de samenstelling van het management toch
wijzigingen ondergaat.

Sommige auteurs verwachten dat de toenemende rol van institutionele
beleggers de controle op het management zal versterken, bijvoorbeeld
De vraag is of institutionelen wel voldoende incentives hebben om het
management te controleren, gezien het "free-rider"-probleem waarvan ze
gecterminateerd worden (DeAngelo; 1988; Stiglitz, 1985). Verder empiri-
isch onderzoek kan meer kennis scheppen in de rol die institutionele
partijen spelen in het deugdelijk bestuur.

D. Concurrentie op de kapitaalmarkt

De beurs kan beschouwd worden als een indirect controle-instrument
om aandelenkapitaal te waarderen en dit op een zo goedkoop mogelijke
manier van eigenaar te laten veranderen. Aandelenkoersen weerspiege-
len de impact die interne beslissingen hebben op de huidige en toekom-
stige kasstromen. Deze externe controle (de kapitaalmarkt) oefent druk
uit op het interne beslissingsproces (het management) om de beslissingen
terver te laten aansluiten bij de belangen van de aandeelhouders
(Fama en Jensen, 1983b).

Bij slechte ondernemingsprestaties zullen de aandeelhouders,noch de
schuldeisers vers geld in de onderneming willen steken. Op die manier
wordt de financieringsruimte van het management beperkt. De ver-
schaffers van eigen vermogen worden onvoldoende vergoed voor het ri-
sico dat ze lopen. Nieuwe aandelen zouden uitgegeven moeten worden
wanneer de koers van het aandeel hoog is (Marsh, 1982; Taggart, 1977).

Dreiging van ontslag, is het echter twijfelachtig of van de aandeelmark
ex ante een motiverende werking uitgaat.

De schuldeisers van hun kant vrezen voor een gebrekkige terugbetal-
ning wanneer de onderneming in financiële moeilijkheden geraakt (Van Hull,
1996). Schuldeisers (bijvoorbeeld banken) hebben een sterke incentive
om het management te controleren. Zij kunnen enkel hun rechten doen
gelden wanneer de terugbetaling van hun schul in het gedrang komt.
Van hen gaat dan ook enkel een disciplinerende invloed uit bij slecht
presterende ondernemingen, waarvan de eigendomsstructuur drasti-
 sche wijzigingen ondergaat, zoals bij een management buyout (Thompson
en Wright, 1995). In het ergste geval gaat de onderneming failliet. Dit is
het uiterste bestraffingsmiddel, waarbij zowel management als aandeel-
houders verliezen.

E. Juridische aansprakelijkheid

Aandeelhouders die menen dat hun belangen door bepaalde ondernem-
ingsbeslissingen werden geschaad, kunnen vordering om reden van
bestuurasansprakelijkheid instellen. De vrees om aansprakelijk gestel
 te worden voor bestuursfouten, kan bestuurders ervan weerhouden be-
paalde beslissingen te nemen.

In bepaalde gevallen wordt het risico van de agent (i.e. de manager) be-
perkt door grenzen te stellen aan zijn aansprakelijkheid (Sappington,
1983). Uiteraard wordt de disciplinering die uitgaat van de dreiging van
aansprakelijkheidsvorderingen daardoor gereduceerd. Mallette en Hog-
lar (1995) vonden dat de kans dat de onderneming bescherming zal
trachten te geven tegen dergelijke vorderingen van aandeelhouders toe-
neemt naarmate er meer externe bestuurders in de board of directors zit-
ten.

F. Reputatie en status

Kaplan en Reishus (1990) stellen vast dat hoe beter de onderneming
prestteert, hoe vaker het management van de onderneming bestuurs-
mandaten waarnemen bij andere ondernemingen. De auteurs zien dit als
een bewijs dat de reputatie van het management een belangrijke rol
speelt op de arbeidsmarkt voor topmanagers. Gibbons en Murphy
(1992) daarentegen geloven niet dat reputatieoverwegingen voldoende
zijn opdat het management in het belang van de aandeelhouders zou handelen, zeker niet voor managers van wie de carrière bijna voorbij is.

Volgens Jensen en Murphy (1990b) creëren niet-geldelijke vergoedingen, zoals macht, prestige en publieke bekendheid, soms zelfs verkeerde incentives voor managers. Ze variëren wel positief mee met de ondernemingsgrootte en bevloeden zo het vereiste vergoedingsniveau om bekwaame topmanagers aan te trekken, maar ze bieden geen betere incentive dan cashvergoeding om de manager in het belang van de aandeelhouders te laten handelen. Aangezien niet-financiële vergoedingen functie zijn van positie en rang, is het veel moeilijker om ze van periode tot periode te laten variëren. Ze kunnen de manager er zelfs toe aanzetten om tegen de belangen van de aandeelhouders in te handelen. De beleidsvoerders zijn daardoor immers steeds in de verleiding om nieuwe overnames te doen en daardoor het bedrijf te laten groeien, ook al zijn die nadelig voor de aandeelhouders. Ook kunnen topkaderleden, als respectabele leden van de maatschappij, onder druk komen te staan van vakbonden en andere belangengroepen om onrendabele bedrijfsvestigingen open te houden.

Besluit

In dit artikel werden vanuit de Angelsaksische context verschillende disciplinieringsmechanismen onderscheiden die het "agency"-probleem tussen het management en de aandeelhouders pogen te verminderen. Vanwege het sterk verspreide aandeelhouderschap in deze landen en de scheiding van controle en eigendom van een onderneming, tendeert het management ernaar beslissingen te nemen in zijn eigen belangen in plaats van de waarde van de onderneming voor de aandeelhouders te maximaliseren. De disciplinieringsmechanismen hebben tot doel dit management ertoe aan te zetten de belangen van de aandeelhouders te behartigen.

Er werden drie categorieën disciplinieringsmechanismen besproken: de board of directors, de directe disciplinieringsmechanismen in de vorm van vergoedingscontracten en de indirecte disciplinieringsmechanismen. Bij de bespreking van de literatuur over deze mechanismen werd enkel de Angelsaksische context in beschouwing genomen. Dit moet gezien worden als een beperking van de bijdrage.

De board of directors wordt beschouwd als een belangrijk disciplinieringsmechanisme van het management. De discussie gaat vooral over de vraag hoe de board of directors het best wordt samengesteld (interne versus externe bestuurders, chief executive officer in cumul met voorzitter van de board of directors) en wat de ideale grootte is om de ondernemingsprestaties te bevorderen. In de literatuur kan betreffende de relatie tussen de verdeling van interne en externe bestuurders in de board of directors en de ondernemingsprestaties geen consensus gevonden worden. Externe bestuurders zullen slechts bevorderlijk zijn voor de onderneming indien aan bepaalde voorwaarden voldaan is (zoals aanwijzingsprocedure, contacten met aandeelhouders enz.) en de ideale verhouding zal dus sterk verschillen van onderneming tot onderneming. Vandaar dat men zich kan afvragen of een regulering van de samenstelling van de board of directors bevorderlijk is voor de ondernemingsprestaties. Uit empirisch onderzoek blijkt dat de beleggers het werven van externen in de board of directors positief vertalen in een hogere koers van het aandeel.

Ondanks het feit dat empirisch onderzoek de splitsing van de functies van CEO en voorzitter van de board of directors positief ervaart in het licht van de prestaties van ondernemingen, blijkt dat deze functies in 80% van de Amerikaanse ondernemingen door één persoon worden waargenomen. Hieruit kan geconcludeerd worden dat ondernemingen blijkbaar andere redenen verkiezen om deze functies toch te combineren.

Ten slotte wijzen verschillende auteurs erop dat een beperkt aantal bestuurders het functioneren van de board of directors zal vergemakkelijken. Empirisch onderzoek daarover is nog niet uitgevoerd.

Naast de board of directors kunnen de aandeelhouders directe disciplineeringsmechanismen vermelden in het vergoedingscontract van het topmanagement. Door additionele vergoedingsvormen toe te voegen aan het salaris van de topmanager, waarvan de grootte afhankelijk wordt gesteld van de prestaties van de onderneming, kunnen zij managers aanmoedigen om te handelen in het belang van de aandeelhouders van de onderneming en niet in de eerste plaats voor eigen rekening. De samenstelling van het vergoedingspakket van topmanagers kan sterke verschillen tonen tussen diverse ondernemingen en is volgens empirisch onderzoek afhankelijk van drie factoren: de grootte van de onderneming, het ondernemingsrisico en de leeftijd van de topmanager. De financiële vergoeding is echter niet steeds de enige prikkel die managers ertoe aanzet andere doelen na te streven, zodat deze mechanismen beter
toegespast kunnen worden in combinatie met andere, indirecte disciplineringsmechanismen.

Deze indirecte disciplineringsmechanismen maken geen deel uit van de overeenkomst tussen het management en de onderneming. Vijandige overnames, het ronselen van volmakten, juridische vorderingen van aandeelhouders zijn middelen die aandeelhouders kunnen aanwenden om managers onder controle te houden. Ook ontslag wegens slechte prestaties, de dreiging vanuit de kapitaalmarkt en de status die verbon- den is aan een topfunctie mogen niet worden onderschat.

Dit artikel heeft een overzicht gegeven van de disciplineringsmecha-
nismen in de Angelsaksische landen en het onderzoek dat daarover al verschenen is. Wegens de grote verschillen inzake systemen van corpo-
rate governance kan verder onderzoek meer klaarheid brengen in het relatieve belang van deze of andere disciplineringsmechanismen in de continentale-Europese context in vergelijking met de Angelsaksische context.

Uit diverse onderzoeken is gebleken dat het ideale systeem van corpo-
rate governance met de ideale disciplineringsmechanismen waarschijn-
lijk niet bestaat, maar dat het systeem aanzienlijk is van, enerzijds, de ondernemingspecifieke situatie en anderzijds, de omgeving waarbinnen de onderneming opereert. In dit verband dient een onderscheid gemaakt te worden tussen de continentale-Europese en de Angelsaksische context. Verder dient er ook op gewezen te worden dat de invloed van een disciplineringsmechanisme niet steeds eenduidig is en dat de verschillende componenten afzonderlijk onderzocht moeten worden.

Referenties

ABOWD, J. en BOGNANNO, M. (1995), International differences in executive and managi-
erial compensation, Chicago, University of Chicago Press.
ALCHIAN, A.A. en H. DEMSETZ (1972), "Production, Information Costs, and Eco-
BAISSINGER, B.D. en R.E. HESKIN (1990), "The Competition of Boards of Direc-
tors and Strategic Control", Academy of Management Review, 15, blz. 72-87.


VERBOND VAN BELGISCHE ONDERNEMINGEN (1996), Aanbevelingen voor een Goede Werking van de Board of Directors van een Vennootschap, intern rapport.
Abstract
Disciplinary Instruments in the Relation Between Stockholders and Management: A Survey of the Literature

This paper summarizes the academic literature on disciplinary instruments in the principal-agent relation between stockholders and management in the Anglo-Saxon context. The board of directors is the formal relation between stockholders and management. As a consequence, the composition and size of the board play an important role in the corporate governance system. Apart from the board of directors, two distinct categories of incentive mechanisms are examined. First there are the direct incentive mechanisms, which are included in the management compensation contract. But the indirect incentive mechanisms, too, play an important role in the relation between the managers, who run the company, and the stockholders, who own it. The impact of both direct and indirect incentive mechanisms on managerial decisions and their practical relevance are discussed.

REVIEW

Nico Valckx *

Het voorspellen van recessies: een survey

Trefwoorden: conjunctuur; recessie; leading indicatoren; financiële variabele; probit

Dit artikel biedt een literatuuroverzicht van het voorspellen van recessies. Eerst wordt aandacht besteed aan alternatieve definities van recessie en worden een aantal schattingstechnieken en evaluatiewaardes toegelicht. Nadien volgt een overzicht van informatiesoorten. Hierin onderscheiden we grootvoorspellingen, leading indicatoren en financiële marktinformatie. Ten slotte worden een aantal perspectieven voor toekomstig onderzoek gesuggereerd.

Inleiding

Kennis van de actuele stand en de toekomstige evolutie van de economie is van belang voor economische agenten. Zo dienen monetaire overhe- den rekening te houden met de vooruitzichten bij de bepaling van de rentepolitiek. Ondernemers zullen willen weten of de toekomstige vraag naar hun producten eerder zal toe- of afnemen, met het oog op (des-)in- vesteringen. Consumenten die toekomstgericht handelen, zullen hun consumptiepatroon dels afstemmen op hun verwacht inkomen. De overheid, ten slotte, zal jaarlijks bij de opstelling van de begroting de groei en de inflatie moeten inschatten, teneinde inkomsten en uitgaven

* UPSIA (Universiteit Antwerpen), e-mail: nico.valckx@uiaa.ac.be
Economisch en Sociaal Tijdschrift, 2000/1, blz. 65-66