

Financial Law Institute

Working Paper Series

WP 1999-11

May 1999

*De remuneratie van de
raad van bestuur van de
Bel-20 vennootschappen*

Christoph VAN DER ELST

*The **Financial Law Institute** is a department within the Law School of the University of Ghent, Belgium. The research activities undertaken within the Institute focus on various issues of company and financial law, including private and public law of banking, capital markets regulation, company law and corporate governance.*

*The **Working Paper Series**, launched in 1999, aims at promoting the dissemination of the research results of different researchers within the Financial Law Institute to the broader academic community. The use and further distribution of the Working Papers is allowed for scientific purposes only. Working papers are published in their original language (Dutch, French, English or German) and are provisional.*

*For more information and a full list of available working papers, please consult the **homepage** of the Financial Law Institute at:*

<http://allserv.rug.ac.be/~ewymeers>

*De remuneratie van de raad van
bestuur van de Bel-20
vennootschappen*

Christoph VAN DER ELST

Abstract

This paper gives the first results on the relationship between board remuneration and performance measures in the most important Belgian stock exchange listed companies. On average the board of directors of the Bel-20 companies receives between 65 and 75 million BEF, much more than the directors of the other stock exchange listed companies. In 1994-1995 the boards of the other listed companies received on average 7 million BEF.

The results suggest that there is a statistically and empirically significant connection between boardroom pay and sales. The other independent variables - capitalisation, shareholder value and profits - are statistically significant but possibly deteriorated by heteroscedasticity or are statistically insignificant.

Comments to the Author:

Christoph.Vanderelst@rug.ac.be

DE REMUNERATIE VAN DE RAAD VAN BESTUUR VAN DE BEL-20 VENNOOTSCHAPPEN

Christoph Van der Elst

Universiteit Gent

A. INLEIDING

B. SITUERING VAN DE PROBLEMATIEK IN DE ANGELSAKSISCHE LANDEN

1. Amerika
2. Groot-Brittannië

C. SITUERING VAN DE PROBLEMATIEK IN CONTINENTAAL EUROPA

1. Zweden
2. Duitsland
3. Nederland
4. Frankrijk
5. Zwitserland
6. België

D. REMUNERATIE VAN DE RAAD VAN BESTUUR IN BELGIE

1. Gegevens

- a. vennootschappen
- b. bezoldiging
- c. omzet
- d. tantièmes
- e. kapitaalvergoeding - shareholder value
- f. geconsolideerde bezoldiging
- g. resultaten

2. Descriptieve analyse

- a. raad van bestuur
 - i. Omvang raad van bestuur
 - ii. Vergelijking met de raad van bestuur van alle beursgenoteerde vennootschappen
 - iii. Vergelijking met andere landen
- b. remuneratie van de raad van bestuur
 - i. De totale raad van bestuur
 - ii. De individuele bestuurder
 - iii. Vergelijking met andere raden van bestuur van beursgenoteerde vennootschappen
 1. de totale raad van bestuur

- 2. de individuele bestuurder
 - iii. Vergelijking met de Britse raad van bestuur
- 3. Statistische analyse
 - a. onderzoek in het buitenland
 - b. methodologie eigen studie
 - c. resultaten
 - i. omzet en bestuurdersverloning
 - ii. omzet, bestuurdersverloning en tantièmes
 - iii. beurskapitalisatie en bestuurdersverloning
 - iv. beurskapitalisatie, bestuurdersverloning en tantièmes
 - v. shareholder value en bestuurdersverloning
 - 1. dividenden en bestuurdersverloning
 - 2. dividenden en tantièmes
 - 3. dividenden, aandelenkoerswijziging en bestuurdersverloning
 - 4. dividenden, aandelenkoerswijziging en tantièmes
 - 5. dividenden, aandelenkoerswijziging en bezoldigingen inclusief tantièmes
 - vi. resultaten en bestuurdersverloning
 - vii. resultaten, bestuurdersverloning en tantièmes
 - viii. gecombineerd effect van de onafhankelijke variabelen op de bezoldiging
 - 1. dividenden, resultaten en kapitalisatie
 - 2. dividenden, resultaten, kapitalisatie en omzet
 - 3. resultaten en kapitalisatie
 - 4. dividenden en kapitalisatie
 - 5. resultaten, kapitalisatie en omzet
 - 6. kapitaal en omzet
 - 7. resultaten en omzet
 - 8. dividenden, kapitalisatie en omzet
 - 9. dividenden en omzet
 - ix. gecombineerd effect van de onafhankelijke variabelen op de bezoldigingen en tantièmes
 - 1. resultaten, kapitalisatie en omzet
 - 2. kapitalisatie en omzet
 - 3. resultaten en kapitalisatie
 - 4. resultaten en omzet
 - d. vergelijking met de Britse raad van bestuur

E. BESLUIT

LIJST VAN DE TABELLEN

1. Organisatie van het bestuur van de Belgische beursgenoteerde vennootschappen
2. Vergoeding van de Amerikaanse bestuurders
3. Vergoeding van de voorzitter van de raad van bestuur van 11 Zweedse vennootschappen
4. Vergoeding van de CEO van 11 Zweedse vennootschappen
5. Vergoeding leidinggevende organen van 11 Zweedse vennootschappen
6. Vergoeding van de Vorstand en de Aufsichtsrat van de 30 Duitse vennootschappen uit de DAX-index in 1995
7. Remuneratie van de individuele bestuurder en commissaris in de 120 grootste Duitse beursgenoteerde vennootschappen in 1991
8. Remuneratie van de raad van bestuur van de consoliderende vennootschap (in 000 BEF)
9. Gemiddeld aantal leden van de raad van bestuur van de BEL-20 vennootschappen
10. Gemiddeld aantal leden van de raden van bestuur van de Belgische beursgenoteerde vennootschappen
11. Gemiddeld aantal leden van de raad van bestuur van 11 Zweedse vennootschappen
12. Samenstelling van de raad van bestuur van grote Britse beursgenoteerde vennootschappen tussen 1971 en 1991
13. Gemiddelde vergoeding van de raad van bestuur van de BEL-20 vennootschappen (niet-geconsolideerde) (in 000 BEF)
14. Gemiddelde vergoeding van de raad van bestuur van 10 vennootschappen uit de lijst van de BEL-20 vennootschappen (in 000 BEF)
15. Gemiddelde vergoeding van een bestuurder van de raad van bestuur van 10 vennootschappen uit de lijst van de BEL-20 vennootschappen (in 000 BEF)
16. Melding van gegevens over de bezoldiging van de raad van bestuur
17. Melding van de gegevens over de geconsolideerde bezoldiging van de raad van bestuur
18. Gemiddelde vergoeding van de raad van bestuur van beursgenoteerde vennootschappen die niet zijn opgenomen in de BEL-20
19. Gemiddelde vergoeding van een bestuurder van een beursgenoteerde vennootschap die niet is opgenomen in de BEL-20 index
20. Remuneratie van de best betaalde bestuurder, de CEO en de totale raad van bestuur van de Britse vennootschappen in de periode 1981-1989 (uitgedrukt in £ uit 1989)
21. Remuneratie van de chairmen, de CEO en de highest paid director in 1992-1993
22. Verband tussen omzet en bestuurdersverloning
23. Verband tussen omzet en bestuurdersverloning uitgesplitst naar jaar.
24. Verband tussen omzet en bestuurdersverloning uitgesplitst naar periode.
25. Verband tussen omzet en bestuurdersverloning inclusief tantièmes
26. Verband tussen omzet en bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar jaar
27. Verband tussen omzet en bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar periode

28. Verband tussen omzet en bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar periode
29. Verband tussen beurskapitalisatie en bestuurdersverloning
30. Verband tussen beurskapitalisatie en bestuurdersverloning tijdens de periode 1993-1995
31. Verband tussen beurskapitalisatie en bestuurdersverloning uitgesplitst naar periode
32. Verband tussen beurskapitalisatie en bestuurdersverloning inclusief tantièmes
33. Verband tussen beurskapitalisatie en bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar jaar
34. Verband tussen beurskapitalisatie en bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar periode
35. Verband tussen de dividenden en de bestuurdersverloning
36. Verband tussen de dividenden en de bestuurdersverloning voor de industriële vennootschappen
37. Verband tussen de dividenden en de bestuurdersverloning uitgesplitst naar jaar
38. Verband tussen de dividenden en de bestuurdersverloning uitgesplitst naar periode
39. Verband tussen de resultaten en de bestuurdersverloning
40. Verband tussen de resultaten en de bestuurdersverloning uitgesplitst naar jaar
41. Verband tussen de resultaten en de bestuurdersverloning uitgesplitst naar periode
42. Verband tussen de resultaten en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes
43. Verband tussen de resultaten en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar jaar
44. Verband tussen de resultaten en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar periode
45. Verband tussen de resultaten en de omzet en de bestuurdersverloning
46. Verband tussen de dividenden en de omzet en de bestuurdersverloning
47. Verband tussen de resultaten, de kapitalisatie en de omzet en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes
48. Verband tussen de kapitalisatie en de omzet en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes
49. Verband tussen de resultaten en de kapitalisatie en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes
50. Verband tussen de resultaten en de omzet en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes

LIJST DER FIGUREN

1. Verband tussen bestuurdersbezoldiging en omzet (1988-1995)
2. Verband tussen bestuurdersbezoldiging en kapitalisatie (1988-1995)
3. Verband tussen bestuurdersbezoldiging en dividenden (1988-1995)
4. Verband tussen bestuurdersbezoldiging en resultaten (1988-1995)

A. INLEIDING

1. Een centraal aandachtspunt in de corporate governance discussie is de remuneratie van de chief executive officer (CEO) en de remuneratie van de raad van bestuur. Vooral de relatie tussen de ondernemingsresultaten en de bezoldiging van de CEO is in de Verenigde Staten uitvoerig onderzocht¹. In West-Europa werd tot nu toe veel minder aandacht besteed aan de bezoldiging van de leidinggevende organen van de vennootschap. Zo verscheen nog geen enkele empirische studie over de remuneratie van de raad van bestuur van de Belgische vennootschappen.

2. In tegenstelling tot de Angelsaksische landen waar veelal het succes of het falen van een vennootschap wordt toegeschreven aan de prestaties van 1 persoon, kent België een systeem van collegiaal handelen², zeker bij de grote beursgenoteerde vennootschappen³. De Belgische vennootschappen worden bestuurd door een raad van bestuur die in vele gevallen het dagelijks management toevertrouwt aan een beperkt orgaan, het directiecomité. De leden van het directiecomité zijn vaak ook bestuurders van de vennootschap (tabel 1). Dit houdt in dat een onderzoek over de bezoldiging van het leidinggevende orgaan of de leidinggevende organen toegespitst moet worden op een kleine groep i.p.v. één persoon⁴. Een onderzoek van de Belgische remuneraties moet zich op de vergoeding van de raad van bestuur richten eerder dan op deze van de "CEO"⁵. Dit neemt niet weg dat - zoals verder zal blijken - de gegevens niet toelaten het onderzoek toe te spitsen, op het directiecomité of de gedelegeerd bestuurder afzonderlijk.

3. Uit de juridische literatuur over de bestuurdersvergoeding valt op dat een kleine meerderheid van de rechtspraak⁶ en een grote meerderheid van de rechtsleer⁷ het

¹ Cf. infra randnr. 6.

² Artikel 67, lid 1 Venn. W.: "de bestuurders vormen een college ..."

³ Ook een recente Britse studie heeft aandacht voor het optreden van de raad van bestuur als college, veeleer dan het succes of falen van een vennootschap toe te schrijven aan 1 persoon: "In law and, for most companies, in practice all directors have equal duties and responsibilities to the company. A director is a director. The posts of chairman and chief executive officer describe administrative specialisms, but the authority for final decisions rests with the board." MAIN, B., BRUCE, A. en BUCK, T., "Total board remuneration and company performance", *The Economic Journal*, 1996, 1634.

⁴ ALCOUFFE en ALCOUFFE beweren ten onrechte dat een econometrisch onderzoek niet mogelijk is gezien enkel het globale bezoldigingspakket ter beschikking staat. ALCOUFFE, A. en, ALCOUFFE, C., "Rémunérations et Performances des Dirigeants des Sociétés Françaises", *Revue Internationale de Droit Economique*, 1996, 372. Waarschijnlijk houdt hun stelling verband met de bijzondere positie van de président-directeur-général in de Franse vennootschappen. De Franse Vennootschapswet kent de voorzitter uitgebreide bevoegdheden toe. Voor een analyse, zie BAILLOD, R., "L'information des administrateurs de sociétés anonymes", *Rev. trim. dr. comm.*, 1990, 1-17 en DIDIER, P. noot onder Cass. comm. fr., 24 april 1990, *Rev. Soc.*, 1991, 351. Voor een vergelijking naar Belgisch recht zie FRANCOIS, A., "De controlebevoegdheid en het recht op informatie van de individuele bestuurder van de N.V.", *V&F*, 1997, (1), 6-8.

⁵ Immers, de agency-problematiek houdt in de eerste plaats verband met de verhouding van de aandeelhouders ten aanzien van de volledige raad van bestuur.

⁶ Zie bv. Brussel 19 mei 1954, *J.T.*, 1955, 38; *R.P.S.*, 1956, nr. 4583, 153; Kh. Luik, 23 juni 1981, *B.R.H.*, 1981, 607, *R.P.S.*, 1983, nr. 6235, 259. Contra: Kh. Brussel, 14 februari 1989, *T.R.V.*, 1989, 436; Antwerpen, 13 april 1978, *R.P.S.*, 1980, nr. 6108, 280 en de verwijzingen in noot 8.

⁷ FRANCK, P.A., "De la rémunération des administrateurs dans les sociétés anonymes", *R.P.S.*, 1956, nr. 4582, 150-151; BVB, noot onder Kh. Brussel, 18 oktober 1988, *T.R.V.*, 1989, 155; RONSE, J., NELISSEN-GRADE, J.M., VAN HULLE, K., LIEVENS, J. en LAGA, H., "Vennootschappen - Overzicht van rechtspraak (1978-1985)", *T.P.R.*, 1986, 1000-1003; VAN CAILLIE, B., "Bedenkingen

eens is dat een mandaat van bestuurder bezoldigd is tenzij anders is overeengekomen. In geval de bezoldiging niet in verhouding staat tot de geleverde diensten, kan de rechter deze verminderen op grond van de gemeenrechtelijke lastgevingsregelen⁸.

TABEL 1: Organisatie van het bestuur van de Belgische beursgenoteerde vennootschappen (1994)

directiecomité	64	48,48%
gedelegeerd bestuurder	46	34,85%
andere situaties	22	16,67%
TOTAAL	132	100,00%

Samenstelling directiecomité

enkel bestuurders	19	34,55%
meerderheid van bestuurders	11	20,00%
1/2 bestuurders-1/2 managers	5	9,09%
meerderheid managers	9	16,36%
1 bestuurder	11	20,00%
geen bestuurders	0	0,00%
TOTAAL	55	100,00%

Aantal leden directiecomité

2 tot 7	40	62,50%
8 tot 10	19	29,69%
meer dan 10	5	7,81%
TOTAAL	64	100,00%

Bestuurders in directiecomité

geen	0	0,00%
1 tot 3	39	60,94%
4 tot 7	21	32,81%
meer dan 7	4	6,25%
TOTAAL	64	100,00%
gemiddeld	3,45	

bron: WYMEERSCH, E., "Corporate governance after the Investment Services Directive", *European Financial Services Law*, 1996, 132.

De Commissie voor het Bank- en Financiewezen (CBF) verkondigde reeds in 1957 dienaangaande: "[de bezoldigingen van bestuurders] moeten ingegeven zijn door het maatschappelijk belang, getuigen van zin voor maat en ertoe strekken een

8 betreffende opnemingen ten titel van bezoldigingen door bestuurders van naamloze vennootschappen en zaakvoerders van besloten vennootschappen met beperkte aansprakelijkheid", *T.R.V.*, 1989, 274-275.
Het Hof van Cassatie heeft beslist dat de algemene regel van artikel 1986 B.W. dat slaat op de kosteloosheid van de lastgeving onverkort van toepassing is in zaken van koophandel, tenzij anders is bedongen, *Cass.*, 6 maart 1980, *Pas.*, 1981, I, 832; *B.R.H.*, 1980, 309; *R.W.*, 1981-82, 442 (zie ook *Cass.*, 17 januari 1851, *Pas.*, 1851, I, 314 en *Cass.*, 28 november 1889, *Pas.*, 1890, I, 27). De rechtsleer heeft dit arrest sterk bekritiseerd, RONSE, J., NELISSEN-GRADE, J.M., VAN HULLE, K., LIEVENS, J. en LAGA, H., *l.c.*, 1000-1001; VAN CAILLIE, B., *l.c.*, 275.

correcte verhouding te handhaven tussen een deel het volume van de toegekende bezoldigingen en anderdeels, de omvang, de moeilijkheid en het belang van de volbrachte taken, evenals de hoedanigheid en de ervaring van de daartoe aangesteld personen. Zo dit niet meer het geval is verliest de uitgevoerde betaling haar rechtvaardiging.”⁹

4. De algemene vergadering is het orgaan dat, in het geval geen statutaire clausules voorhanden zijn m.b.t. de remuneratie van de bestuurders¹⁰, beslist over de toekenning en de hoegrootheid van de bezoldiging van de raad van bestuur. De raad van bestuur kan, in geval de algemene vergadering niets bepaalt over de verdeling van de totale vergoeding, een eigen verdeelsleutel hanteren eens deze laatste het totale bedrag heeft vastgelegd.¹¹ De CBF¹² is van mening dat de raad van bestuur de individuele bezoldiging van de bestuurder moet bepalen en niet een “remuneration comité”, zoals het Cadbury Report aanbeveelt.

5. De hierna volgende analyse bespreekt op beschrijvende wijze het onderzoek inzake de bestuurdersbezoldiging van de raad van bestuur in de Angelsaksische landen. De stand van zaken in een aantal Europese landen toont aan dat in Europa dit onderzoek nog grotendeels moet worden opgestart. Na een korte bespreking van de begrippen die in deze studie gebruikt worden, volgt een beschrijvende analyse over de omvang en de bezoldiging van de raad van bestuur. Finaal onderzoekt deze studie de verbanden tussen de bestuurdersverloning - al dan niet met inbegrip van de tantièmes - en de omzet, de beurskapitalisatie, de “shareholder value” en de vennootschapsresultaten.

B. SITUERING VAN DE PROBLEMATIEK IN DE ANGELSAKSISCHE LANDEN

1. V.S.

6. Onderzoek inzake de remuneratie van de CEO heeft in de eerste helft van dit decennium ruime aandacht gekregen, zowel in het “Congress” als in de “Security and Exchange Commission”¹³. Alle elementen¹⁴ van het totale remuneratiepakket van de Amerikaanse CEO zijn uitvoerig onderzocht¹⁵ en toegelicht¹⁶. Echter, het

⁹ Bankcommissie, *Jaarverslag 1956-57*, 122.

¹⁰ Tenminste 11 vennootschappen uit de BEL-20 index (september 1996) hebben een statutaire clausule m.b.t. de toekenning van tantièmes of een beheerdersvergoeding.

¹¹ BVB, noot onder Kh. Brussel, 18 oktober 1988, *T.R.V.*, 1989, 155.

¹² Bankcommissie, *Jaarverslag 1964*, 111 en *Jaarverslag, 1956-57*, 120-121.

¹³ SMITH, G., "Corporate Governance and Managerial Incompetence: Lessons from Kmart", *North Carolina Law Review*, april 1996, 1088.

¹⁴ Zie bv. BANERJEE, A., "Changes in SEC Disclosure Rules for Executive Stock Options: Implications for Valuation", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Spring 1995, 321-342; BOYD, B.K., "Board Control and CEO Compensation", *Strategic Management Journal*, June 1994, 335-344; FISHER, J., "How Effective Executive Compensation Plans Work", *CMA Magazine*, June 1995, 36-39; ANDREWS, K.Z., "Executive Bonuses: Two Kinds of Performance Measures", *Harvard Business Review*, January-February 1996, 8-9; LEWELLE, W., PARK, T., RO, B., "Executive Stock Option Compensation: The Corporate Reporting Decision", *Managerial and Decision Economics*, 1995, 633-647.

¹⁵ Naast de vergelijking van de ontwikkeling van de remuneratie van de CEO en de resultaten van de vennootschap, wordt ook de vergelijking getrokken tussen de toename van de vergoeding van de CEO en de algemene loonevoluitie. Zie bv. JACKSON, T., "US boardrooms feel the heat of big pay increases",

onderzoek naar de remuneratie van de bestuurders is eerder beperkt en weinig empirisch onderzocht¹⁷. De verklaring voor dit fenomeen moet worden gezocht in de “agency” theorie. Doordat onvoldoende disciplineringsmechanismen aanwezig zijn, bekomen de senior executives ongebreidelde macht¹⁸ die niet meer in het uitsluitend vennootschapsbelang wordt aangewend. De aandacht van de studies gaat dan ook vooral uit naar de verloning van het senior management en de soorten voordelen die zij zich toeëigenen.

Recent onderzoek besteedt tevens aandacht aan de bezoldiging van de bestuurders¹⁹. In de schoot van de National Association of Corporate Directors is een "blue ribbon commission" opgericht die een aantal richtlijnen over de bezoldiging van externe bestuurders heeft uitgewerkt²⁰.

Onderzoek van de 1996 “proxy statements” van 350 vennootschappen in de industriële en dienstensector door William M. Mercer, heeft volgende gegevens opgeleverd (tabel 2).

TABEL 2: Vergoeding van de Amerikaanse bestuurders

Totale vergoeding van een bestuurder (in \$)	1992	1993	1994	1995
--	------	------	------	------

-
- Financial Times*, 19 april 1996, 15 en CORRIGAN, T. die verwijst naar een studie van Arthur Andersen, “Us chief executives’ pay up 7.6%”, *Financial Times*, 21 februari 1997, 14.
- ¹⁶ De resultaten van het onderzoek zijn echter vaak moeilijk te vergelijken. Uit één van deze studies komt naar voor dat vooral de variabele vergoeding sterk is toegenomen. Ongeveer 66% van de totale vergoeding van de CEO bestaat uit “incentive payments”, daar waar in 1990 dit deel nog slechts 55% van de totale vergoeding betrof. Het gemiddelde salaris van de CEO bedroeg 805.000\$ basisvergoeding en 725.000\$ bonus (exclusief lange termijn vergoedingen) (JACKSON, T., “CEO pay rises average 23%”, *Financial Times*, 26 juni 1996, 5). Volgens een andere studie verdiende een CEO gemiddeld 543.000\$ cash en de gemiddelde jaarlijkse bonus bedroeg 79% van de totale remuneratie (LEWIS, W., “Many US executives ‘less well-paid’”, *Financial Times*, 27 september 1996, 10). Andere bronnen geven een gemiddeld jaarsalaris van 790.000\$ aan (GAPPER, J., “Executives ‘lose out against US’”, *Financial Times*, 27 maart 1997, 10). Een onderzoek in Groot-Brittannië toont aan dat 80% van de chief executive officers een bonus ontvangen. Deze bonus bedraagt gemiddeld 33.500 £. (BACON & WOODROW, *Directors TRP Survey 1996*, geciteerd in DONKIN, R., “A look at the long view”, *Financial Times: recruitment*, 8 november 1996, I).
- ¹⁷ BOYD, B.K., “Determinants of US Outside Director Compensation”, *International Review of Corporate Governance*, 1996, 202.
- ¹⁸ FUKAO, M., *Financial Integration, Corporate Governance, and the Performance of Multinational Companies*, Washington, The Brookings Institution, 1995, 46.
- ¹⁹ Volgens een studie van de Conference Board bestaat de remuneratie van een non-executive director voor 63% uit een vaste premie van gemiddeld 32.000 \$; 22% hangt af van de deelname aan de vergaderingen en 15% vloeit voort uit de deelname aan bijzondere comités (GUILLAUME, P., “Etats-Unis: une rémunération liée aux résultats”, *Les Echos*, 1 juli 1997).
- ²⁰ De "best practices recommendations" luiden:
- 1° Boards should establish a deliberate and objective process for determining director compensation.
 - 2° Boards should set a substantial target and schedule for stock ownership by directors.
 - 3° Boards should define the desirable total value of all forms of director compensation
 - 4° Boards should pay directors solely in equity and cash, with equity representing a substantial portion of the package. At the same time, they should discontinue existing benefit programs for directors and avoid creating new ones.
 - 5° Boards should adopt a policy that the company will not hire a director or a director's firm to provide professional or financial services.
 - 6° Proxy statements should disclose the philosophy and process used to determine director compensation, and the value of all elements of compensation.

75° percentiel	52363	56275	59163	61700
mediaan	42200	45000	48000	51000
25° percentiel	35500	38375	41150	42000

Mediaan (in \$)	alle venn ²¹	omzet < 2 mrd.	omzet > 10 mrd.
omzet (000)	5055735	1516388	15010000
vast honorarium	30000	24000	38000
aanwezigheidsverg.	1000	1000	1200
comité vergoeding	1000	1000	1200
totale directe verg.*	50125	50125	67857

*: totale jaarlijkse vergoeding inclusief aandelenopties

Bron: WILLIAM M. MERCER, *Compensation Committee Review 28*,
<http://www.hr2000.co/mercercr/ccr28.htm>, 27 juni 1996, 4 p.

William M. Mercer stelt vast dat er een directe correlatie bestaat tussen de omvang van de vennootschap en de bezoldiging van de bestuurder. De correlatie wordt echter niet gekwantificeerd. Een analoog onderzoek²² van de 1995 proxy statements leverde volgende gegevens op:

- 99% van de vennootschappen betaalt de bestuurders deels of volledig in baar geld. De gemiddelde bestuurder in deze grote vennootschappen ontvangt een (vooruitbetaald) honorarium van 25000 \$, 1000 \$ voor elke vergadering van de raad van bestuur of comité die wordt bijgewoond en 3500 \$ bijkomende vergoeding wanneer een comitévergadering wordt voorgezeten.

- Het toekennen van aandelen en/of aandelenopties gaat in stijgende lijn: in 1992 stond 63% van de vennootschappen dit als een deel van de remuneratie aan de bestuurders toe, in 1993 73%, in 1994 78% en in 1995 86%.

- In 1994 betaalde 43% van de vennootschappen een deel van het jaarlijks honorarium uit in de vorm van aandelen.

- Tussen 1992 en 1994 bleef het procentueel aantal vennootschappen dat pensioenvoorzieningen aan bestuurders toekende stabiel op 64%. In 1995 nam dit percentage af tot 48%. 11% stond in 1994 een levensverzekering toe aan de bestuurders, 6% voorzag in een vorm van medische verzekering.

- 12 (3.4%) vennootschappen meldden in 1994 dat zij richtlijnen hanteren voor het bezit van aandelen door de leden van de raad van bestuur. In 1995 was dit toegenomen tot 9% van alle vennootschappen.

²¹ Waarschijnlijk zijn de bedragen van de categorie "alle vennootschappen" verward met de bedragen van de vennootschappen met een omzet van minder dan 2mrd. \$.

²² WILLIAM M. MERCER, *Compensation Committee Review Third Quarter 1995*,
<http://www.hr2000.com/mercercr/ccr27.htm>, 1995, 3 p.

Daarnaast zou 84% van de Amerikaanse vennootschappen tevens de kosten dragen van een burgerlijke aansprakelijkheidsverzekering voor de bestuurders ten belope van een bedrag schommelend tussen de 20 en de 30 miljoen \$²³.

Een recente studie van Russell Reynolds Associates (RRA) duidt aan dat de vergoedingen vastgesteld door William M. Mercer hoog liggen. Volgens RRA zou het basissalaris van een bestuurder van de S&P 1500 vennootschappen in 1997 28.000\$ bedragen.²⁴

2. GROOT-BRITTANNIË

7. The Companies Act 1985, Schedule 6, Part I bevat een aantal bepalingen over de bekendmaking van de vergoedingen van de bestuurders en de CEO. De belangrijkste zijn: de geaggregeerde vergoeding voor de raad van bestuur (inclusief pensioencontributies), de vergoeding voor de voorzitter van de raad van bestuur en de best betaalde bestuurder (exclusief pensioencontributies) en de indeling naar omvang van de vergoeding van de leden van de raad van bestuur.²⁵ Bijlage 1 bevat een voorbeeld van een dergelijke bekendmaking van de vennootschap J. Sainsbury, voor het boekjaar februari 1992-januari 1993.

8. In 1992 heeft de publicatie het Cadbury-rapport gewezen op het belang van een grotere openheid inzake de publicatie van gegevens betreffende de remuneratie van de Britse beursgenoteerde vennootschappen.²⁶

Voor een aantal richtlijnen, waaronder deze over de remuneratie van bestuurders, kon de Cadbury Commissie steunen op de aanbevelingen opgenomen in het rapport 'The Role and Duties of Directors - A Statement of Best Practice' van het Institutional Shareholders' Committee²⁷. De Code of Best Practice heeft in grote mate de aanbevelingen van dit Committee overgenomen:

²³ GUILLAUME, P., "Etats-Unis: une rémunération liée aux résultats", *Les Echos*, 1 juli 1997.

²⁴ RUSSELLS REYNOLDS ASSOCIATES, *1997-1998 Board Practices Survey: the Structure and Compensation of Boards of Directors at S&P 1500 Companies*, 1998, 24.

²⁵ Ook deze gegevens zijn onvoldoende om een gedetailleerde analyse uit te voeren, zie CONYON, M., GREGG, P. en MACHIN, S., "Taking care of business: Executive compensation in the United Kingdom", *The Economic Journal*, 1995, 712.

²⁶ COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, *The Financial Aspects of Corporate Governance*, London, december 1992, 31-32.

²⁷ "(a) A Compensation Committee should be appointed by the Board, consisting solely or mainly of non-executive directors (and in the latter case chaired by a non-executive director). The Committee's function is to determine the salaries and emoluments packages of the executive directors. This would include salaries and also participation in share options, profit sharing and incentive remuneration schemes and all other bonuses and benefits receivable by the executive directors. Executive directors should not play any part in deciding their own compensation packages. The composition of the Compensation Committee should be disclosed in the Annual Report.

(b) These companies which do not have a sufficient body of non-executive directors to form a Compensation Committee should take steps to remedy the situation. In the interim their Annual Report should state the method by which all directors' compensation is determined.

(c) A summary of the details of annual performance-linked remuneration schemes and of all types of share option and other incentive and profit sharing and bonus schemes should be disclosed in the Annual Report.

(d) Details of any ex gratia payments or payments by way of compensation should be disclosed to shareholders in the Annual Report and Accounts.

(e) It is in general undesirable that details of any compensation payments or ex gratia payments should be subject to confidentiality agreements or similar arrangements."

"3.2 There should be a full and clear disclosure of director's total emoluments and those of the chairman and highest-paid UK director, including pension contributions and stock options. Separate figures should be given for salary and performance-related elements and the basis on which performance is measured should be explained."²⁸

De vaststelling van de hoegrootheid van de remuneratie moet niet worden overgelaten aan de algemene vergadering van aandeelhouders. Een remuneratiecomité krijgt deze taak toevertrouwd. Dit comité bestaat (hoofzakelijk) uit non-executive directors met een non-executive director als voorzitter. Dit neemt niet weg dat de aandeelhouders inspraak krijgen. Zij kunnen hun zienswijze kenbaar maken op de algemene vergadering en het remuneratiecomité moet met deze opmerkingen rekening houden.²⁹ Deze structuur en procedure waarborgt, volgens het Cadbury-report, de verantwoordelijkheid van de raad van bestuur tegenover de aandeelhouders.

De bijkomende informatieverplichtingen opgelegd door de Cadbury Code gaf aanleiding tot een meer omstandige uiteenzetting over de remuneratie van de leidinggevende organen van de vennootschap (Bijlage 2). Een aantal vennootschappen verstrekten zelfs bijkomende informatie over de remuneratie van de leden van de raad van bestuur (Bijlage 3-6).

9. Zoals het Cadbury-Report zelf stelt³⁰, moeten de richtlijnen geëvalueerd worden in het licht van de nieuwe ontwikkelingen. Een nieuw comité, voorgezeten door Richard Greenbury kreeg deze taak toebedeeld. Medio 1995 verscheen van dit comité een volledig rapport gewijd aan de remuneratie van de bestuurders³¹. Van elke bestuurder moet het basissalaris in het jaarverslag worden gemeld, samen met de opties en andere lange-termijn-vergoedingen, de pensioenrechten, de voordelen in natura, de jaarlijkse premie, en het aantal aandelen die de bestuurder in de eigen vennootschap bezit. De totale vergoeding mag niet excessief zijn maar voldoende hoog om de meest bekwame bestuurders aan te trekken en te motiveren.

“Remuneration committees must provide the packages needed to attract, retain and motivate Directors of the quality required but should avoid paying more than is necessary for this purpose.”³²

De remuneratie van de non-executive directors moet volgens het Greenbury rapport bestaan uit een vaste vergoeding.

“To ensure that remuneration committee members have no personal financial interest in the remuneration arrangements they decide for the Executive Directors, their own remuneration should normally take the form of fixed fees

INSTITUTIONAL SHAREHOLDERS' COMMITTEE, *The Role and Duties of Directors - A Statement of Best Practice*, London, 18 april 1991, 4-5.

28 COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, *o.c.*, 59.

29 COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, *o.c.*, 31-32.

30 COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, *o.c.*, 18.

31 Voor een algemene bespreking zie TUNC., A., “La rémunération des dirigeants de sociétés : Le rapport Greenbury et la réponse de la Bourse”, *Rev. Int. de Dr. Comp.*, 1996, 113-122.

32 STUDY GROUP CHAIRED BY SIR RICHARD GREENBURY, *Directors' Remuneration*, London, Gee Publishing Ltd., 17 juli 1995, 16, C1.

set by the board as a whole within the limits set in the Articles of Association, reflecting the amount of time they give to the company's affairs"³³.

Nochtans heeft onlangs één van de grootste fondsbeheerders, hierin gevolgd door Glaxo³⁴, de wens uitgedrukt een deel van de bezoldiging van de non-executive directors uit te betalen in aandelen.³⁵

10. Hoewel tot op heden, behoudens de studie van Arthur Andersen³⁶, weinig empirische resultaten bekend zijn³⁷ over de implementatie van de richtlijnen van het Greenbury Committee blijkt uit de financiële berichtgeving dat een grotere bereidheid bij de geviseerde vennootschappen bestaat om gedetailleerde informatie over de bestuurdersbezoldigingen openbaar te maken³⁸. Een aantal van deze bepalingen zijn tevens opgenomen in de London Stock Exchange Rule Book wat een deel van de grotere bereidheid kan verklaren³⁹.

Een studie van Arthur Andersen toont aan dat 85% van de onderzochte vennootschappen alle aanbevelingen van de Greenbury Report inzake openbaarmakingsverplichtingen in hun jaarverslag hebben opgevolgd. Dit resultaat lag hoger dan de verwachtingen, zelfs als rekening wordt gehouden met het feit dat de 250 grootste beursgenoteerde vennootschappen aan de studie hebben meegewerkt⁴⁰. Kleinere vennootschappen kunnen meestal moeilijker alle aanbevelingen implementeren.⁴¹

³³ STUDY GROUP CHAIRED BY SIR RICHARD GREENBURY, *o.c.*, 24. Andere organisaties adviseren hetzelfde: INSTITUTIONAL SHAREHOLDER' COMMITTEE, *The Role and Duties of Directors - A Statement of Best Practice*, London, 1993, 5; ASSOCIATION OF BRITISH INSURERS, *Long term remuneration for senior executives*, London, 1994, 1 en PIRC, *Directors' remuneration and contracts*, London, 1993, 14.

³⁴ GUTHRIE, J., "Glaxo may pay non-executives in shares", *Financial Times*, 7 april 1997, 21; X., "non-exec pay", *Financial Times*, 8 april 1997, 15.

³⁵ LEWIS, W., "Call to pay non-executive directors partly in shares", *Financial Times*, 8 januari 1997, 8. Zie ook de analoge houding van Barbara Thomas: LEWIS, W., "Guide to the great 'untouchables'", *Financial Times*, 11 maart 1996, 8.

³⁶ Cf. infra.

³⁷ Veel adviesbureaus onderzoeken nu de materie. Zie bv. de studie van Ernst & Young, te raadplegen op de site <http://www.ernsty.co.uk/rd/g960000.htm> en TOP PAY RESEARCH GROEP, *The Independent Chairman and Non-Executive Director Survey*, London, 1997. Volgens deze laatste studie ontvangt een non-executive director van een kleinere vennootschap gemiddeld 17.000 £, een non-executive in een grote vennootschap 35.500 £. Een andere recente studie van Monks Partnership toont aan dat de vergoeding van de "CEO" van de grootste vennootschappen tweemaal zo hoog is als deze van de andere leden van de raad van bestuur. Een voltijdse voorzitter van de raad van bestuur en CEO zou volgens deze laatste studie een gemiddeld basissalaris van 400.000£ ontvangen per jaar en een totale vergoeding van 500.000£ (DONKIN, R., "CEOs 'biggest earners by far'", *Financial Times*, 10 juli 1997, 8). Volgens William M. Mercer steeg de remuneratie van de "executives" sinds de publicatie van het Greenbury-rapport tweemaal zo snel als de inflatie (HARRIS, C., "Executive pay outpaces inflation", *Financial Times*, 17 juli 1998, 12).

³⁸ zie bv. bijlage 7 over de verhandeling door bestuurders van aandelen in de eigen vennootschap en bijlage 8 over de remuneratie van de raad van bestuur van Redland PLC (1994-1995) en

³⁹ LEWIS, W., "Dixons breaches Greenbury report", *Financial Times*, 14 augustus 1996, 15; LEWIS, W., "Many US executives 'less well-paid'", *Financial Times*, 27 september 1996, 10.

⁴⁰ LEWIS, W., "Directors' pay 'moving closer to performance'", *Financial Times*, 7 mei 1996, 8.

⁴¹ Zoals blijkt uit COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE, *Compliance with the Code of Best Practice*, London, Gee Publishing Ltd, mei 1995, 15: 90% van de 100 grootste beursgenoteerde vennootschappen voldoet aan alle aanbevelingen van het Cadbury Report tegenover slechts 25% in de categorie vennootschappen tussen 1 mln. £ en 10 mln. £ beurskapitalisatie (bijlage 9).

11. Meer en meer eisen aandeelhouders en voornamelijk institutionele beleggers grotere openheid over de vergoedingen toegekend aan de bestuurders en het management⁴². Institutionele beleggers vallen de beslissing tot toekenning van excessieve vergoedingspakketten aan en vaak leveren hun acties de nodige resultaten op⁴³. Enkele voorbeelden illustreren deze tendens. De ‘managing director’ van General Electric Company mag slechts zijn opties uitoefenen in geval de vennootschap beter presteert dan de FT-SE 100 index in drie van de vier komende jaren⁴⁴, United Utilities heeft vooraleer de algemene vergadering (AVA) plaatsgriep een vergadering belegd met vijf institutionele beleggers over de lange-termijn vergoeding van de bestuurders om tegenstemmen te voorkomen⁴⁵. Tal van andere voorbeelden zijn in de pers verschenen⁴⁶. Nochtans nemen ook de institutionele beleggers niet altijd de nodige initiatieven. Vaak doen zich immers belangenconflicten voor, bv. als manager of bestuurder van een beursgenoteerde verzekeringsonderneming bestaat de kans dat wanneer hij of zij een excessieve remuneratie in een andere vennootschap in vraag stelt, later zijn of haar eigen vergoeding zal in vraag gesteld zien worden.⁴⁷

Algemeen valt uit de in de pers verschenen anecdotische gegevens op, dat het systeem, voorgesteld door het Cadbury Report, waarbij remuneratiecomités de

⁴² Voor een algemene behandeling van de problematiek zie DAVIES, P., “Institutional Investors as Corporate Monitors in the UK”, in *Comparative Corporate Governance*, WYMEERSCH, E. (ed.), 1997, nog niet gepubliceerd, en de verwijzingen aldaar en STAPLEDON, G.P., *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford, Clarendon Pres, 1996, 73-76.

⁴³ WILLMAN, J., “Diageo executive bonus scheme attacked”, *Financial Times*, 16 juli 1998, 20; TAYLOR, R., “Large investors criticise proposed L-Tip targets”, *Financial Times*, 7 april 1997, 21. Voor een uitvoerige analyse van de wijze waarop de institutionele beleggers en vennootschappen communiceren, zie STAPLEDON, G.P., *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford, Clarendon Pres, 1996, 79-154.

⁴⁴ TIEMAN, R., “GEC amends head’s incentives”, *Financial Times*, 3 september 1996, 15. Zie ook, LEWIS, W., “GEC may facez revolt on Simpson”, *Financial Times*, 29 augustus 1996, 14; DYER, G. en LEWIS, W., “Shareholders concerned by Simpson pay package”, *Financial Times*, 28 augustus 1996, 13; GRAY, B., “Tall order for a fat cat”, *Financial Times*, 31 augustus 1996, 9; X., “GEC’s fat cat”, *Financial Times*, 30 augustus 1996, 9 en X., “The lex column: GEC”, *Financial Times*, 28 augustus 1996, 12. Een analoge lange-termijn vergoeding wordt toegekend aan de bestuurders van Hyder een Welsh nutsbedrijf, ADBURGHAM, R., “Shareholders approve Hyder’s L-tip”, *Financial Times*, 27 augustus 1996, 5.

⁴⁵ MARTINSON, J. en LEWIS, W., “Utd Utils to meet investors on scheme”, *Financial Times*, 18 juli 1996, 17.

⁴⁶ TAYLOR, R., “Large investors critiques proposed L-Tipt targets”, *Financial Times*, 7 april 1997, 21; ADAMS, C., “CU backs down on voting proposal”, *Financial Times*, 4 april 1997, 20; TIEMAN, R., “Weinstock attacks corporate standards”, *Financial Times*, 7 september 1996, 6; LEWIS, W., “Inspec share scheme under fire”, *Financial Times*, 12 augustus 1996, 19; BOULTON, L., “Curbs urged on water chiefs’ pay”, *Financial Times*, 12 augustus 1996, 6; TIEMAN, R., “Approval set or Tomkins pay”, *Financial Times*, 20 juli 1996, 5; TIEMAN, R., “A brush-fire flares in the boardroom”, *Financial Times*, 20 juli 1996, 9; DANESHKHU, S., “Airtours faces L-tip query”, *Financial Times*, 23 januari 1997, 23. Voor een recent Amerikaans voorbeeld, zie WATERS, R., “Top pension fund opposes pay plan for Disney Chief”, *Financial Times*, 24 februari 1997, 1 en PARKES, C., “investors to lobby Disney on pay disparities”, *Financial Times*, 7 februari 1997, 17; X., “Walt Disney is gul voor zijn toplui”, *De Financieel-Economische Tijd*, 11 januari 1997, 24 en PARKES, C., “Shareholders act on Disney pay-off”, *Financial Times*, 6 januari 1997, 21.

⁴⁷ “As fellow business leaders, it is not uncommon for them to socialize in the same circles as - or to serve on other boards as fellow non-executives with - the senior executives who they are supposed to monitor. This kind of relationship presumably represents some sort of barrier to vigorous monitoring.” (STAPLEDON, G.P., *o.c.*, 144).

bezoldiging vaststellen en de aandeelhouders inspraak krijgen op de AVA, de verwachtingen inlost.⁴⁸

De meest recente ontwikkelingen wijzen echter op nieuwe problemen. De variabele beloning evolueert naar zeer ingewikkelde constructies zodat beleggers moeilijk een correct beeld kunnen vormen over de concrete bezoldiging⁴⁹. Bovendien hanteren de institutionele beleggers uiteenlopende richtlijnen over het remuneratiebeleid, waardoor vennootschappen onmogelijk kunnen tegemoetkomen aan de wensen van alle aandeelhouders.⁵⁰ Zo ontstemde de bezoldiging van de CEO van BET ontstemde verscheidene institutionele beleggers aangezien het enkele feit van een overname een omvangrijke bijkomende vergoeding opleverde. Andere institutionele beleggers steunden het voorstel tot uitbetaling van de vergoeding omdat “the company was nearly bust when he took over and not many people were queueing up to do the job”⁵¹. Deze en andere problemen⁵² werden behandeld door Hampel comité. Volgens dit rapport moeten de regels zoals opgesteld door het Greenbury comité niet verder worden verfijnd. Het rapport wijst evenwel op het gevaar van vergelijkende onderzoeken. Slechts weinig remuneratiecomités zullen vergoedingen voorstellen die lager liggen dan het gemiddelde. Dit kan leiden tot een gevoelige stijging van de bezoldiging van de bestuurders.⁵³

C. SITUERING VAN DE PROBLEMATIEK IN CONTINENTAAL EUROPA

12. Sinds kort wordt ook in Continentaal Europa de vergoeding van het bestuur als aspect van corporate governance bestudeerd.⁵⁴ Het onderzoek is louter descriptief wegens de geringe informatieverplichtingen die rusten op de vennootschappen om vergoedingen openbaar te maken.

1. ZWEDEN

⁴⁸ Een andere aanbeveling van het Greenbury report vindt moeilijker ingang bij de vennootschappen. Uit een onderzoek van Pirc blijkt slechts 10% van de vennootschappen contracten met managers tot 1 jaar hebben teruggeschroefd (BURT, T., “Code on executive ‘often ignored’”, *Financial Times*, 16 oktober 1996, 8).

⁴⁹ Vooral de long term incentive schemes. KELLAWAY, L., “The long and short of executive pay”, *Financial Times*, 28 april 1997, 10; TIEMAN, R., “Rentokil chief joins the £1m club”, *Financial Times*, 12 april 1997, 23; LEWIS, W. en RAWSTHORN, A., “EMI plan angers leading holders”, *Financial Times*, 9 augustus 1996, 17; LEWIS, W., “Directors’ incentives schemes at odds with investors”, *Financial Times*, 6 augustus 1996, 9 en LEWIS, W., “Shareholders ‘let down’ on L-Tips”, *Financial Times*, 21 februari 1996, 8. Dat het hier echter om aanzienlijke bedragen gaat, bewijst de vergoeding van de raad van bestuur van British Petroleum. Het “long-term performance plan” leverde een totale vergoeding op van 13,1 mln. £ in 1996 tegenover 4,51mln. £ in 1995 (BURT, T., “LTP pay-out to BP directors”, *Financial Times*, 14 maart 1997, 23).

⁵⁰ LEWIS, W., “Directors’ incentives schemes at odds with investors”, *Financial Times*, 6 augustus 1996, 9.

⁵¹ DYER, G. en LEWIS, W., “BET chief could receive £5m”, *Financial Times*, 6 maart 1996, 18; zie ook DYER, G., “BET chief poised to net £5m in takeover aftermath”, *Financial Times*, 11 mei 1996, 6; MASON, J., “Ex-BET chief wins £3m payout”, *Financial Times*, 17 oktober 1996, 9.

⁵² De bestuurdersbezoldiging werd tevens een politiek thema. Zie o.m. X., “Greater shareholder control over directors’ pay”, *Financial Times*, 5 april 1997, 6; WIGHTON, D. en MARTINSON, J., “Chancellor backs ‘fat cat’ salary approval Scheme”, *Financial Times*, 7 februari 1998, 5.

⁵³ COMMITTEE ON CORPORATE GOVERNANCE, Final Report, London, Gee Publishing, januari 1998, 33, nr. 4.4.

⁵⁴ Zie bv. ALCOUFFE, A. en ALCOUFFE, C., “Rémunérations et Performances des Dirigeants des Sociétés Françaises”, *Revue Internationale de Droit Economique*, 1996, 367-392.

13. Een van de continentaal Europese landen met een vrij grote openheid over de vergoeding van de bestuurders en de CEO is Zweden⁵⁵. Aan de hand van een niet representatieve steekproef werden volgende gegevens uit de jaarrekeningen van 1995 van een aantal Zweedse beursgenoteerde vennootschappen gedistilleerd (tabel 3-5)⁵⁶.

TABEL 3: Vergoeding van de voorzitter van de raad van bestuur van 11 Zweedse vennootschappen

REMUNERATIE	Voorzitter raad van bestuur	
	1995	
IN 000 SEK	vast	bonus
1 INCENTIVE	350,00	
2 MODO	300,00	
3 HAGSTROMER & QVIBERGAB	480,00	
4 CELSIUS CORP.	150,00	
5 SCA	3845,20	
6 PERSTORP	180,00	auto
7 SVENSKA HANDELSBANKEN	234,01	
8 SKANE-GRIPEN	100,00	
9 STORA	1349,00	
10 SECURITAS AB	150,00	
11 STENA LINE	125,00	
GEMIDDELD	660,29	
in 000 BEF (1 krone = 4,70 BEF)	3103,37	

Daarnaast vermeldt het verslag van elk lid van de raad van bestuur en het directiecomité het aantal aandelen die zij aanhouden in de vennootschap evenals het aantal opties waarover zij beschikken. Enkele jaarverslagen maken ook melding van opties - inclusief de prijs van de opties en de uitoefenprijs - toegekend aan het senior management. Op basis van deze informatie kan de aandeelhouder zich een goed beeld vormen van de vergoeding van de leidinggevende organen binnen de vennootschap.

TABEL 4: Vergoeding van de CEO van 11 Zweedse vennootschappen

IN 000 SEK	President			bonus
	vast	variabel	totaal	

⁵⁵ Zie bv. naar aanleiding van de oproeping voor het bijwonen van de algemene vergadering van Nordbanken AB: "Determination of fees for Board Members: Decision proposal: Board Members: SEK 4.000.000 to be distributed by the Board" (*Financial Times*, 25 februari 1997, 24).

⁵⁶ Deze 11 vennootschappen hebben een beurskapitalisatie tussen 0,5 mrd. SEK en 31,4 mrd. SEK (per 31 december 1995). De totale marktkapitalisatie van de Zweedse beurs te Stockholm berdoeg eind december 1995 1145 mrd. SEK. De 11 vennootschappen betrokken in dit onderzoek hebben een totale beurskapitalisatie van 124,24 mrd. SEK, wat 10,85% is van de totale beurskapitalisatie. Eind 1995 waren 210 binnenlandse vennootschappen genoteerd op de beurs van Stockholm. Verhoudingsgewijs zijn derhalve vooral grotere beursgenoteerde vennootschappen opgenomen in dit onderzoek. Procentueel staan deze 11 vennootschappen immers slechts voor 5,24% van het totaal aantal beursgenoteerde vennootschappen.

1	INCENTIVE	2759,50	1352,00	4111,50	auto + board fee
2	MODO	3893,64		3893,64	
3	HAGSTROMER & QVIBERGAB	1500,00		1500,00	pensioen
4	CELSIUS CORP.	2397,79		2397,79	
5	SCA	4139,18		4139,18	auto + woning
6	PERSTORP	2848,00	392,00	3240,00	auto
7	SVENSKA HANDELSBANKEN	5020,29		5020,29	
8	SKANE-GRIPEN	2850,00	800,00	3650,00	auto
9	STORA	4413,00	1530,00	5943,00	
10	SECURITAS AB	1899,00	770,00	2669,00	
11	STENA LINE	2011,00	625,00	2636,00	
	GEMIDDELD	3066,49	497,18	3563,67	
	in 000 BEF (1 krone = 4,70 BEF)	14412,51	2336,76	16749,26	

TABEL 5: Vergoeding leidinggevende organen van 11 Zweedse vennootschappen

in 000 SEK	Raad + President + exec. vice pres.
1 INCENTIVE	9000
2 MODO	8000
3 HAGSTROMER & QVIBERGAB	1674
4 CELSIUS CORP.	-
5 SCA	9000
6 PERSTORP	5000
7 SVENSKA HANDELSBANKEN	32000
8 SKANE-GRIPEN	4250*
9 STORA	3000*
10 SECURITAS AB	-
11 STENA LINE	3000
GEMIDDELD	8324,89
in 000 BEF (1 krone = 4,70 BEF)	39126,98
*:excl. bonus (skane) en vice-pres.	

De voorzitter van de raad van bestuur ontving in 1995 gemiddeld 3,1 mln. BEF, iets meer dan een gewone bestuurder van een BEL-20 vennootschap.⁵⁷ De geselecteerde vennootschappen betaalden de totale raad van bestuur (inclusief de 'president' en de 'vice-president') iets minder dan 40 mln. BEF, beduidend minder dan de bezoldiging uitbetaald aan de raad van bestuur van 10 BEL-20 vennootschappen.⁵⁸ Van deze 40 mln. BEF ging gemiddeld 16,7 mln. BEF naar de 'president'.

2. DUITSLAND

⁵⁷ Cf. infra tabel 13.

⁵⁸ Cf. infra tabel 12.

14. De Duitse reglementering is, inzake openbaarmakingsverplichtingen vergelijkbaar met onze wetgeving. Enig cijfermateriaal is opgenomen in tabel 6.

Overeenkomstig §285 “Sonstige Pflichtangaben”, sectie 9 van het Handelsgesetzbuch zijn de Duitse vennootschappen verplicht de totale vergoeding te publiceren van de bestuursorganen en de Aufsichtsrat.⁵⁹

Data afkomstig van de 30 vennootschappen uit de DAX-index bevestigen in grote lijnen de toepassing van deze wetgeving.

Gemiddeld ontvangt de Vorstand van een vennootschap opgenomen in de DAX-index 9,846 mln. DEM (202,828 mln. BEF). De minimale vergoeding die een vennootschap aan haar Vorstand betaalde, bedraagt 4,294 mln. DEM (Viag) terwijl de maximale vergoeding, uitbetaald door BASF, 17 mln. DEM (352,200 mln. BEF) bedraagt.

Ondanks de hoge totale vergoeding van de Vorstand van BASF, leverde een zetel in de Vorstand van Henkel een beduidend hoger vergoeding op. Ieder lid van de Vorstand van Henkel ontving in 1995 ruim 2,9 mln. DEM (60,2 DEM). SAP betaalt de leden van de Vorstand het minst: 605.000 DEM (12,5 mln. BEF). De geheel eigen organisatiestructuur van deze vennootschap kan hieraan ten grondslag liggen.⁶⁰

TABEL 6: Vergoeding van de Vorstand en de Aufsichtsrat van de 30 Duitse vennootschappen uit de DAX-index in 1995

Leden Vorstand	Bezoldiging in mln. BEF Vorstand (1 DEM = 20,6 BEF)	individuele bestuurder in 000 DEM	in 000 BEF
-------------------	--	---	------------

⁵⁹ §285, sectie 9 Handelsgesetzbuch: “[Ferner sind im Anhang anzugeben]: für die Mitglieder des Geschäftsführungsorgans, eines Aufsichtsrats, eines Beirats oder einer ähnlichen Einrichtung jeweils für jede Personengruppe

a) die für die Tätigkeit im Geschäftsjahr gewährten Gesamtbezüge (Gehälter, Gewinnbeteiligungen, Aufwandsentschädigungen, Versicherungsgelte, Provisione und Nebenleistungen jeder Art). In die Gesamtbezüge sind auch Bezüge einzurechnen, die nicht ausbezahlt, sondern in Ansprüche anderer Art umgewandelt oder zur Erhöhung anderer Ansprüche verwendet werden. Außer den Bezügen für das Geschäftsjahr sind die weiteren Bezüge anzugeben, die im Geschäftsjahr gewährt, bisher aber in keinem Jahresabschluss angegeben worden sind;

b) die Gesamtbezüge (Abfindungen, Ruhegehälter, Hinterbliebenenbezüge und Leistungen verwandter Art) der früheren Mitglieder der bezeichneten Organe und ihrer Hinterbliebenen. Buchstabe a Satz 2 und 3 ist ersprechend anzuwenden. Ferner ist der Betrag der für diese Personengruppe gebildeten Rückstellungen für laufende Pensionen und der Betrag der für diese Verpflichtungen nicht gebildeten Rückstellungen anzugeben;

c) die gewährten Vorschüsse und Kredite unter Angabe der Zinssätze, der wesentlichen Bedingungen und der gegebenenfalls im Geschäftsjahr zurückgezahlten Beträge sowie die zugunsten dieser Personen eingegangenen Haftungsverhältnisse.”

Onlangs veroordeelde een rechtbank een vennootschap die aan de aandeelhouder de globale bezoldiging van de Vorstand niet meedeelde (LG Köln, Beschluss vom 18 december 1996, *Die Aktien Gesellschaft*, 1997, 186).

⁶⁰ SAP heeft een zeer soepel personeelsbeleid, introduceerde een beloningssysteem dat mensen beloont die initiatief nemen en goed presteren, en naast de achtkoppige raad van bestuur zijn er geen hiërarchische verschillen (X., “Onderzoek vindt verband tussen personeelsbeleid en beursprestaties”, *De Financieel-Economische Tijd*, 14 februari 1997, 15).

1	ALLIANZ	7	4,3	88,7	615,4	12677,8
2	BASF	9	17,0	350,2	1888,9	38911,1
3	BAYER	8	13,2	271,2	1645,4	33894,7
4	BAYER HYPOBANK	11	-			
5	BAYER VEREINSBANK	11	-			
6	BMW	7	11,3	232,8	1614,3	33254,3
7	COMMERZBANK	11	-			
8	CONTINENTAL	5	8,1	167,2	1623,4	33442,0
9	DAIMLER-BENZ*	7	11,9	246,0	1705,9	35140,7
10	DEGUSSA	7	7,4	151,5	1050,6	21641,8
11	DEUTSCHE BANK	12	-			
12	DRESDNER BANK	14	-			
13	HENKEL	4	11,7	240,8	2922,0	60193,2
14	HOECHST	9	12,5	258,4	1393,7	28709,5
15	KARSTADT	8	12,7	260,8	1582,6	32602,1
16	KAUFHOF	-	-			
17	LINDE	8	6,6	135,3	821,0	16912,6
18	LUFTHANSA	-	-			
19	MANN	8	6,5	134,2	814,4	16776,1
20	MANNESMANN	6	10,2	211,0	1706,8	35160,8
21	METALLGESELSCHAFT	5	7,0	144,9	1407,2	28988,3
22	PREUSSAG	8	9,5	196,0	1189,5	24503,7
23	RWE	10	13,1	270,1	1311,3	27012,8
24	SAP	8	4,8	99,7	605,3	12468,2
25	SCHERING	5	5,6	114,8	1114,2	22952,5
26	SIEMENS	12	-			
27	THYSSEN	8	11,9	245,1	1487,5	30642,5
28	VEBA	9	14,6	300,8	1622,2	33417,8
29	VIAG	4	4,3	88,5	1073,5	22114,1
30	VOLKSWAGEN	7	12,3	254,2	1763,0	36317,8
	GEMIDDELDE	8,14				
	van 22 meldingen	7,32	9,85	202,83	1345,42	27715,57

*: Konzern

	Leden Aufsichts- rat	Bezoldiging Aufsichtsrat in mln. DEM	in mln. BEF (1 DEM = 20,6 BEF)	individuele commissaris in 000 DEM	in 000 BEF
1	ALLIANZ	20	1,0	21,1	1053,7
2	BASF	20	1,9	39,1	1957,0
3	BAYER	20	2,1	42,7	2135,2
4	BAYER HYPOBANK	16	-	-	
5	BAYER VEREINSBANK	20	-	-	
6	BMW	20	1,6	33,0	1648,0
7	COMMERZBANK	21	-	-	
8	CONTINENTAL	20	0,6	11,4	568,6
9	DAIMLER-BENZ	20	0,4	9,2	458,4
10	DEGUSSA	19	1,6	33,5	1764,0

1 1	DEUTSCHE BANK	20	-	-		
1 2	DRESDNER BANK	20	-	-		
1 3	HENKEL	15	0,7	14,4	46,7	961,3
1 4	HOECHST	21	2,1	42,5	98,3	2024,7
1 5	KARSTADT	20	1,8	36,8	89,3	1838,6
1 6	KAUFHOF	-	-	-		
1 7	LINDE	16	1,6	33,2	100,6	2072,9
1 8	LUFTHANSA	-	-	-		
1 9	MANN	20	1,0	20,6	49,9	1027,9
2 0	MANNESMANN	21	1,8	37,4	86,5	1782,4
2 1	METALLGESELSCHAFT	20	0,2	4,0	9,8	200,9
2 2	PREUSSAG	20	1,8	36,1	87,7	1806,6
2 3	RWE	20	1,4	28,2	68,5	1411,1
2 4	SAP	12	1,1	22,4	90,6	1866,0
2 5	SCHERING	17	1,4	28,8	82,1	1691,6
2 6	SIEMENS	18	-	-		
2 7	THYSSEN	20	1,5	30,9	75,0	1545,0
2 8	VEBA	21	2,0	41,2	95,2	1961,9
2 9	VIAG	20	1,0	20,2	49,1	1011,5
3 0	VOLKSWAGEN	20	0,5	10,4	25,3	520,2
	GEMIDDELDE ⁶¹	19,18				
	van 22 meldingen	19,18	1,32	27,14	68,68	1414,81

Bron: Hoppenstedt Aktienführer, 1997; eigen berekeningen.

De remuneratie van de Aufsichtsrat ligt beduidend onder deze van de Vorstand. Gemiddeld ontvangt de Aufsichtsrat 1,317 mln DEM (27,139 mln. BEF) voor haar toezichthoudende functie. De best betaalde Aufsichtsrat, zetelend bij BAYER, ontvangt een vergoeding van 2,073 mln DEM (42,704 mln BEF). Dit houdt in dat elk lid van deze Aufsichtsrat in 1995 iets meer dan 100.000 DEM (2,135 mln. BEF) ontving, dit is ruim boven het gemiddelde van 68.700 DEM en meer dan 10 keer de vergoeding die een lid van de Aufsichtsrat van Metallgesellschaft ontving.

Een onderzoek van de remuneratie van de 120 grootste Duitse beursgenoteerde vennootschappen⁶² toont aan dat de vergoeding van de Aufsichtsrat en de Vorstand van de 30 vennootschappen opgenomen in de DAX-index beduidend hoger ligt dan bij de 120 grootste vennootschappen. Bij deze laatste groep van beursgenoteerde vennootschappen ontving een bestuurder gemiddeld 730.000 DEM en een lid van de Aufsichtsrat 34.400 DEM, wat ongeveer de helft is van de vergoedingen uitgekeerd aan de bestuurders en de commissarissen van de vennootschappen uit de DAX-index (tabel 7). De maximale vergoeding ligt in dezelfde orde van grootte als de bezoldiging uitgekeerd aan de leden van een vennootschap uit de DAX-index maar de minimale vergoeding ligt beduidend onder de minimale bezoldiging die een lid van een vennootschap uit de DAX-index ontvangt. De cijfers van de 120 grootste beursgenoteerde vennootschappen dateren echter uit 1991 en de lijst bevatte geen banken noch verzekeringsondernemingen.

⁶¹ Dit is een louter theoretisch gemiddelde. Immers, de samenstelling van de Aufsichtsrat is onderworpen aan uitgebreide wetgeving. Voor een uitvoerige analyse zie DREHER, M., "Die organisation des Aufsichtsrats", in *Corporate Governance: Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Aktienrecht*, FEDDERSEN, D., HOMMELHOFF, P. en SCHNEIDER, U.H. (eds.), Köln, Verlag Dr. Otto Schmidt, 1996, 33-60.

⁶² SCHMID, F., "Vorstandbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur", *ZfB*, 1997, 67-83.

TABEL 7: Remuneratie van de individuele bestuurder en commissaris in de 120 grootste Duitse beursgenoteerde vennootschappen in 1991

	individuele commissaris in 000 DEM	individuele bestuurder in 000 DEM
minimum	3	240
gemiddelde	34,4	730
mediaan	24,4	681
maximum	107,3	3144
standaardafw.	25,7	378

Bron: SCHMID, F., "Vorstandbezüge, Aufsichtsratsvergütung und Aktionärsstruktur", *ZfB*, 1997, 74.

3. NEDERLAND

15. De openbaarmaking van gegevens over de remuneratie van bestuurders ligt in Nederland in dezelfde lijn als de bekendmakingen in Duitsland. Artikel 245, Boek 2 N.B.W. stipuleert dat in geval de statuten geen andere bepaling bevat, de bezoldiging van bestuurders door de algemene vergadering wordt vastgesteld. Artikel 383, Boek 2 N.B.W. legt een aantal verplichtingen op inzake de publicatie van de bezoldiging van de raad van bestuur en de raad van commissarissen.⁶³

16. Deze toestand zal in een nabije toekomst hoogstwaarschijnlijk geen wijzigingen ondergaan. Het ontwerprapport van de Commissie Peters besteedt immers weinig aandacht aan de openbaarmaking van gegevens over de bezoldiging van bestuurders en commissarissen⁶⁴. Transacties door de commissarissen en bestuurders in aandelen van de eigen vennootschap zullen in de toekomst publiek moeten worden gemaakt.⁶⁵

Volgens het rapport volstaat het wanneer een opsplitsing wordt gemaakt tussen de vergoeding van de bestuurders enerzijds en de oud-bestuurders anderzijds⁶⁶. Deze opsplitsing is niet vereist in geval de anonimiteit van de bestuurders niet is

⁶³ "Artikel 383: 1. Opgegeven worden het bedrag van de bezoldigingen, met inbegrip van de pensioenlasten, en van de andere uitkeringen voor de gezamenlijke bestuurders en gewezen bestuurders en, afzonderlijk, voor de gezamenlijke commissarissen en gewezen commissarissen. De vorige zin heeft betrekking op de bedragen die in het boekjaar ten laste van de rechtspersoon zijn gekomen. Indien de rechtspersoon dochtermaatschappijen heeft of de financiële gegevens van andere maatschappijen consolideert, worden de bedragen die in het boekjaar te hunnen laste zijn gekomen, in de opgave begrepen. Een opgave die herleid kan worden tot een enkele natuurlijke persoon mag achterwege blijven." Zie bv. Philips, Jaarverslag 1996, p. 56: De bezoldigingen en de lasten uit hoofde van pensioenregelingen van huidige en voormalige leden van de Raad van Bestuur bedroegen NLG 27.154.000 (1995: NLG 19.537.000). De bezoldigingen en de lasten uit hoofde van pensioenregelingen van huidige en voormalige leden van de Raad van Commissarissen bedroeg NLG 836.000 (1995: NLG 880.000).

⁶⁴ Voor een bespreking van het rapport, zie MEEUS, D., "Corporate governance in Nederland: het Rapport Peters, een aanzet tot verandering?", *V&F*, 1997, 145-159.

⁶⁵ X., "Aandelenhandel topbestuurders wordt openbaar", *Financieele Dagblad*, 19 december 1996.

⁶⁶ Aanbeveling 23: "De totaalsom van de bezoldiging in het jaarverslag wordt gesplitst in die aan zittende en die aan voormalige bestuurders." (COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *Corporate Governance in Nederland*, Amsterdam, 28 oktober 1996, 34.)

gewaarborgd⁶⁷. Daarnaast bestaat enkel de aanbeveling het totale aandelen- en certificatiebezit en het totaal aan optierechten in het jaarverslag op te nemen⁶⁸.

Ten aanzien van de raad van commissarissen bestaan dezelfde aanbevelingen⁶⁹. Nochtans legt de Commissie niet expliciet de verplichting op de remuneratie van de raad van commissarissen bekend te maken. Bovendien raadt de Commissie Peters aan de bezoldiging van de raad van commissarissen niet afhankelijk te stellen van de resultaten van de vennootschap⁷⁰.

Het eindrapport van de Commissie wijzigt het voorlopig rapport ten aanzien van de remuneratie slechts weinig⁷¹. Vermeldenswaard is de aanbeveling 24: "... De personeelsoptie is een beloningsvorm welke gerelateerd zou moeten zijn aan de mate van succes van de inspanningen van de betrokkenen op de marktwaarde van de onderneming. De voorwaarden waaronder de opties verstrekt zijn, moeten het voorgaande tot uitdrukking brengen."⁷²

4. FRANKRIJK

17. De beschikbare informatie over de Franse remuneraties⁷³ van de leidinggevende organen is uiterst beperkt⁷⁴. Het onderzoek op het gebied van corporate governance is nog voornamelijk toegespitst op andere aspecten.⁷⁵

18. La Commission des Opérations de Bourse heeft in zijn maandelijks bulletin van maart 1994 een verduidelijking gepubliceerd over de wijze waarop de

⁶⁷ COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *o.c.*, 17.

⁶⁸ Aanbeveling 24: "Het aandelenbezit van een bestuurder in de vennootschap waarvan hij bestuurder is dient ter belegging op lange termijn. Het totale aandelen- en certificaten bezit en het totaal aan optierechten van de gezamenlijke bestuurders wordt jaarlijks gepubliceerd." (COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *o.c.*, 34). De vereniging voor Effectenbezitters wil dat vanaf 1998 de algemene vergadering van aandeelhouders de optieregelingen als een apart punt op de agenda behandelen (X., "VEB wil duidelijkheid over optieregeling", *Financieele Dagblad*, 8 april 1997).

⁶⁹ COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *o.c.*, 12. Aanbeveling 12: "De honorering van een commissaris is niet afhankelijk van de resultaten van de vennootschap. Elke zakelijke relatie met de onderneming wordt gepubliceerd in de toelichting op de jaarrekening".

⁷⁰ COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *o.c.*, 12.

⁷¹ COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *Aanbevelingen inzake Corporate Governance in Nederland*, Amsterdam, 25 juni 1997, 48 p.

⁷² COMMISSIE CORPORATE GOVERNANCE, *o.c.*, 38; zie ook dienaangaande: X., 'Beurs zal bedrijven naleving gedragscode niet opleggen', *Financieele Dagblad*, 26 juni 1997.

⁷³ Zie voor een analyse van de juridische aspecten BOIZARD, M., noot onder Versailles, 15 mei 1985, *Receuil Dalloz Sirey*, 1987, 406-410 en COZIAN, M. en VIANDIER, A., *Droit des sociétés (neuvième édition)*, Paris, Litec, 1996, 261-263.

⁷⁴ RICHARD, B., "Gouvernement d'entreprise: La France peut encore mieux faire", *La Tribune*, 2 april 1997.

⁷⁵ Zoals de problematiek van het misbruik van vennootschapsgoederen (zie bv. STEINBERG, N., "La 'garantie mutuelle' des actionnaires", *Les Echos*, 18 november 1996 en X., "Modernisation du droit des sociétés. Quelles sont les mesures proposées pour renforcer les fonds propres, améliorer la qualité de l'information financière et réduire les abus de biens sociaux (Rapport Marini)?", *Bulletin Comptable et Financier*, oktober 1996) en de oprichtingen en instelling van allerhande comités (X., "Le comité d'audit se généralise", *La Tribune*, 16 februari 1996; JACK, A., "A question of trust", *The Financial Times*, 29 december 1995, 8).

vennootschappen haar reglementen 91-01 en 91-02 over de publicatie van de bezoldiging van de leidinggevende organen, moeten toepassen⁷⁶.

“le montant global des rémunérations directes et indirectes de toute nature (1) perçues des sociétés (de la société), françaises et étrangères, membres du groupe (2) par:

- les membres du conseil d’administration ou de surveillance (avec la précision du montant annuel des jetons de présence alloués aux membres du conseil d’administration et le nombre desdits membres);

- et les dirigeants effectifs du groupe (de la société) réunis au sein du directoire ou dont le nom et la fonction figurent sous la rubrique “direction générale”, “comité exécutif”, “comité de direction générale”, etc. (selon les usages propres à chaque société, quelle que soit sa forme juridique), avec la liste de ces dirigeants; cette liste pouvant être de l’ordre de dix personnes.

(1) Les rémunérations indirects comprennent notamment: les avantages en nature, les engagements en matière de pensions de retraites et indemnités assimilées, les jetons de présence versés par les autres sociétés du groupe.

(2) Le groupe est constitué des sociétés contrôlées de manière exclusive au sens de l’article 357-1 de la loi sur les sociétés commerciales et de l’article 3 du règlement n° 85-12 du CRB.”⁷⁷

19. Uit een enquête van de Nouvel Observateur blijkt dat de “jetons de présence” schommelen tussen 552.000 FFR en 0 FFR per bestuurder en per jaar. Het is de algemene vergadering die over het principe van toekenning en de hoegroetheid beslist, dit in tegenstelling met bijzondere vergoedingen van de leden van de raad van bestuur en de vergoeding van de voorzitter, waarvoor enkel de raad van bestuur bevoegd is.⁷⁸ Een ander onderzoek⁷⁹ bevestigt deze vaststellingen. Volgens dit onderzoek belooft de bezoldiging van de raad van bestuur van de 6 best betalende en de zes slechtst betalende vennootschappen in 1995:

	Jétons de présence par an en milliers de francs	moyenne par administrateur en francs
L’Oréal	6.500 ⁸⁰ (R ⁸¹)	500.000

⁷⁶ Voor een bespreking van deze richtlijnen, zie ALCOUFFE, A. en ALCOUFFE, C., “Rémunérations et performances des dirigeants des sociétés françaises”, *Revue Internationale de Droit Economique*, 1996, 379-380.

⁷⁷ LA COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE, “Information relative à la rémunérations des organes d’administration, de direction ou de contrôle”, *Bulletin COB*, maart 1994, 20-21. Voor een overzicht van de toepasselijke wetgeving, zie LA COMMISSION DES OPERATIONS DE BOURSE, “Rémunérations des dirigeants”, *Bulletin COB*, januari 1992, 7-9.

⁷⁸ ALCOUFFE, A. en ALCOUFFE, C., *l.c.*, 380.

⁷⁹ Uitgevoerd door de Groupe Mercator: BESSES-BOUMAD, P., “Les administrateurs des sociétés françaises ne sont pas suffisamment rétribués”, *Les Echos*, 1 juli 1997.

⁸⁰ Deze remuneratie omvat tevens de vergoedingen die de leden van de raad van bestuur hebben ontvangen naar aanleiding van bijzondere opdrachten. In 1996 heeft L’Oréal beslist dergelijke vergoedingen niet

Béghin-Say	3.000 (R)	214.285
LVMH	2.800 (J ⁸²)	192.000
Elf	2.210 (R)	184.166
Bouygues	3.000 (J)	176.470
Alcatel	2.500 (J)	178.571
Canal+	600 (J)	46.153
Ecco	200 (J)	40.000
M6	390 (J)	35.454
Danone	1.100 (J)	45.800
Accor	3.366 (J)	28.000
Essilor	200 (J)	16.153

Volgens de auteurs van deze studie blijven de bestuurdersbezoldigingen in Frankrijk ondermaats: “Les rémunérations en France sont donc faibles, trop faibles. Sauf à cumuler les mandats d’administrateur comme c’est encore trop souvent le cas”.

20. Het Rapport Vienot besteedt weinig aandacht aan de bezoldiging van de raad van bestuur. Het rapport spreekt enkel over de noodzaak een remuneratiecomité aan te stellen waarvan de samenstelling de onafhankelijkheid moet waarborgen.⁸³ Dit neemt niet weg dat de Franse rechtspraak eist dat de raad van bestuur moet beraadslagen en beslissen over de omvang en de modaliteiten van de vergoeding bestemd voor de voorzitter. Een comité kan dit niet in haar plaats doen.⁸⁴

Het rapport Marini besteedt enige aandacht aan een aantal aspecten van bezoldiging maar zal hoogstwaarschijnlijk ook geen grote veranderingen doen ontstaan in de publicatie van de bezoldiging van bestuurders⁸⁵.

21. Enkele vennootschappen publiceren reeds gegevens over de verloning van de leidinggevende organen maar de gegevens zijn nog weinig eenvormig.⁸⁶ Zo maakt de voorzitter van AXA geen geheim van zijn bezoldiging⁸⁷. Ook de voorzitter van

langer uit te keren, waardoor de bezoldiging van de totale raad van bestuur in 1996 is teruggevallen tot 380.000 FRF.

⁸¹ Totale remuneratie van alle bestuurders.

⁸² Aanwezigheidsvergoedingen van de bestuurders.

⁸³ “Le Comité recommande d’éviter de nommer dans le comité des rémunérations d’une société A, un administrateur venant d’une société dans le comité analogue de laquelle siégerait réciproquement un administrateur venant de la société A.” AFEP-CNPF, *Le conseil d’administration des sociétés cotées*, Parijs, juli 1995, 21.

⁸⁴ Cass. Comm. fr., 4 juli 1995, *Revue des Sociétés*, 1995, 504, noot LE CANNU.

⁸⁵ Het verslag besteedt o.m. aandacht aan de ontslagvergoeding en de aandelenopties (MARINI, P., *La modernisation du droit des sociétés*, Parijs, La documentation Française, 1996, p. 37 en 270).

⁸⁶ Zie bv. Usinor Sacilor die aanduidt dat een voorstel van hun remuneratiecomité om het directiecomité en het senior management opties voor 757.000 aandelen toe te staan tegen een uitoefenprijs van 73,10 FRF per aandeel uit te oefenen tussen januari 1997 en december 2002, werd goedgekeurd door de raad van bestuur. Hoe de opties werden verdeeld tussen de verschillende betrokken personen, is onduidelijk (http://www.usinor-sacilor.fr/english/actionnaires/act_p22.html). Aandelenopties zouden volgens bepaalde bronnen reeds veel gebruikt worden als element van bezoldiging van het topmanagement (X., “The Lex Column: French share options”, *The Financial Times*, 1 april 1997, 22).

⁸⁷ JACK, A., “A French revolution in pay disclosure”, *The Financial Times*, 16 april 1996, 14; zie ook HENISSE, P., “Tentatives diverses dans les entreprises françaises”, *Les Echos*, 30 januari 1996; JACK, A., “Singularly French debate”, *The Financial Times : French Finance and Investment*, 1 december 1995, IV en JACK, A., “Water Music”, *The Financial Times*, 2 februari 1996, 10. Zie ook PERUCCA, B., “Rémunération des dirigeants”, *Les Echos*, 26 mei 1998.

Eurotunnel maakte zijn remuneratie openbaar⁸⁸, al is dit noodzakelijk om te voldoen aan de Britse normen. Enkele andere vennootschappen publiceren ook gegevens over de bezoldiging van hun voorzitter, maar deze groep van vennootschappen is veruit in de minderheid⁸⁹.

5. ZWITSERLAND

22. DYSLI heeft recent een onderzoek gepubliceerd over de raden van bestuur van de Zwitserse beursgenoteerde vennootschappen⁹⁰. Een klein gedeelte is gewijd aan de remuneratie van de raad van bestuur.

Gemiddeld ontvangt een bestuurder jaarlijks tussen 8.000 en 15.000 CHF (exclusief Nestlé). Deze basisvergoeding kan echter worden aangevuld met tal van boni. Zo levert het waarnemen van de voorzitterstoel een aanzienlijke bonus op. De voorzitter van de raad van bestuur ontvangt gemiddeld 24.000 CHF bijkomende vergoeding. Eén voorzitter ontving 50.000 CHF bijkomende bezoldiging voor het waarnemen van het voorzitterschap terwijl een andere voorzitter slechts 10.000 CHF ontving.

Het uitbetalen van bijkomende vergoedingen voor de aanwezigheid op de vergaderingen is niet gebruikelijk in Zwitserland. Slechts 18% van de vennootschappen keren de leden een gemiddelde bijkomende vergoeding van 1.900 CHF uit per bijgewoonde zitting.

Leden van het “comité du conseil” ontvangen eveneens een bonusvergoeding. Gemiddeld ontvangt een lid van het “comité du conseil”, waartoe ook de voorzitter van de raad van bestuur behoort, een bijkomende bezoldiging van 21.000 CHF met een maximum van 10.000 CHF en een minimum van 35.000 CHF.

Slechts 2% van de vennootschappen staan hun bestuurders een bedrijfsvoertuig toe, 14 % betaalt de onkosten van de leden terug.

Tot slot stelde het onderzoek vast dat slechts 2 van de 100 geselecteerde vennootschappen de leden van de raad van bestuur een aan de winst gerelateerde bonusvergoeding verlenen. Geen enkele vennootschap heeft een gestructureerd programma om de leden van de raad van bestuur aandelen toe te kennen.

6. BELGIË

23. In België zijn slechts weinig gegevens bekend over de remuneratie van de bestuurders. In 1994 heeft de Financieel-Economische Tijd een analyse uitgevoerd over de remuneratie van de bestuurders van een aantal grote beursgenoteerde

⁸⁸ De omvang en vooral de toename van de bezoldiging van de bestuurders van Eurotunnel werd door de aandeelhouders sterk gecontesteerd, ANDREW, J., “Tunnel chiefs’ pay attacked”, *Financial Times*, 7 juli 1997, 17; DUPUY, H., “La hausse de la rémunération des dirigeants d’Eurotunnel provoque une polémique”, *La Tribune*, 4 juni 1997.

⁸⁹ “There is a very deep, old sentiment within the French Catholic culture, which is shy about wealth and making money” stelt LEBEE, F., in JACK, A., “A French revolution in pay disclosure”, *The Financial Times*, 16 april 1996, 14

⁹⁰ DYSLI, P., *Enquête sur les conseils d’administration*, Geneva, Spencer Stuart, juni 1996, 14-15.

vennootschappen. Het onderzoek stelt vast dat de gemiddelde vergoeding per bestuurder 2 mln. BEF bedraagt maar dat grote onderlinge verschillen bestaan.⁹¹

24. De Commissie voor het Bank- en Financiewezen (CBF) heeft in de “aanbevelingen aan de Belgische genoteerde vennootschappen i.v.m. hun informatie over de wijze waarop zij hun bestuur en hun beleid organiseren” de wens geuit om meer gedetailleerde gegevens te publiceren over de remuneratie van de bestuurders. De CBF wenst echter ook de openbaarmaking van de regels en de procedures die de vennootschap hanteert bij de toekenning van bezoldigingen, tantièmes, voordelen in natura en aandelenopties. In een aantal jaarverslagen over het boekjaar 1997 hebben een aantal vennootschappen aanvullende informatie verstrekt over de bezoldiging van de bestuurders⁹². Wanneer een vennootschap geconfronteerd wordt met bijzondere gebeurtenissen verspreidt zij meer - maar steeds fragmentaire - gegevens over de bezoldiging van haar bestuurders.⁹³

25. De commissie Santens heeft in het tussentijds verslag één van haar spelregels gewijd aan de remuneratie van de bestuurders⁹⁴. De vergoeding moet afhankelijk zijn van de mate van onafhankelijkheid van de bestuurder, de aanwezigheid op en participatie aan⁹⁵ de vergaderingen van de raad van bestuur en de prestaties die in bijzondere hoedanigheid, voorzitter, gedelegeerd bestuurder of worden geleverd. De vergoeding van een mandaat mag niet van aard zijn de onafhankelijkheid van de bestuurder om ontslag te nemen, in het gedrang te brengen. De bestuurder mag niet worden vergoed door een aandeelhouder, een derde of aan de werkgever van de bestuurder⁹⁶.

De implementatie van deze bepalingen is niet van aard veel problemen te creëren.

26. Analoge bepalingen zijn terug te vinden in de eerste reeks "Aanbevelingen voor een goede werking van de raad van bestuur van een vennootschap" van het Verbond van Belgische Ondernemingen (VBO). Aanbeveling 6 stipuleert: "De uitoefening van een bestuursmandaat kan onbezoldigd of bezoldigd. Opdat het mandaat volkomen onafhankelijk zou kunnen worden uitgeoefend, moet men uitsluiten dat het door een aandeelhouder of een andere derde dan de werkgever van de bestuurder wordt bezoldigd. Rekening houdend met de tijd die de bestuurders eraan moeten besteden, kan de uitoefening van bijzondere functies, zoals het voorzitterschap van de raad van bestuur of de deelname aan interne comités, worden vergoed met een bijkomende bezoldiging"⁹⁷. De tweede reeks "Aanbevelingen" sluit

⁹¹ ELEWAUT, G., "Topbedrijven betalen bestuurders 2 miljoen frank per jaar", *De Financieel-Economische Tijd*, 30 juni 1994, 7; ELEWAUT, G., "Beheersvergoeding blijft moeilijk te ontdekken geheim", *De Financieel-Economische Tijd*, 30 juni 1994, 7 en ELEWAUT, G., "Bestuurders topbedrijven verdienen twee miljoen fr.", *De Financieel-Economische Tijd*, 1.

⁹² Voor een eerste bespreking zie DE WULF, H. en VAN DER ELST, C., "Corporate governance en beursgenoteerde vennootschappen: eerste analyse van de jaarverslagen 1997", *Bank Fin.*, 1998, 338-339.

⁹³ Zie bv. PLU, "Welles-nietesspelletje rond 'cadeau' voor top Belgacom", *Financieel-Economische Tijd*, 21 mei 1996, 11. Een bestuurder van het Gemeentekrediet zou bruto 300.000 BEF per jaar ontvangen (DE RUYTER, K., "Het Gemeentekrediet", *De Standaard*, 13 april 1997).

⁹⁴ CONSULTATIECOMMISSIE VAN HET CORPORATE GOVERNANCE PROJECT, *Tussentijds Verslag*, 16. Zie ook X., "Corporate governance: spelregels voor een beter vennootschapsbestuur", *Directeur*, 15 maart 1996, nr. 70, 5.

⁹⁵ De aanwezigheid op de vergadering van de raad van bestuur kan via zitpenningen worden aangemoedigd. Het is echter onduidelijk hoe het participatiegedrag in een financiële vergoeding kan worden omgezet.

⁹⁶ Het is onduidelijk wat de commissie Santens bedoeld met de betaling van de vergoeding van de bestuurder aan de werkgever.

⁹⁷ VERBOND VAN BELGISCHE ONDERNEMINGEN, *Aanbevelingen voor een goede werking van de raad van bestuur van een vennootschap*, Brussel, december 1996, p. 4.

aan bij de aanbevelingen van de CBF. Aanbeveling 1.7 van het VBO stelt: “Het jaarverslag moet de wijze van bezoldiging van de bestuurders vermelden (vast besrag, tantièmes, variabel resultaatgebonden gedeelte, enz.)”⁹⁸.

De Commissie Corporate Governance stelt dat de vergoeding van de niet-uitvoerende bestuurders onafhankelijk moet zijn van de resultaten van de vennootschap.⁹⁹ Het verdient aanbeveling de bezoldiging van de uitvoerende bestuurders deel afhankelijk te maken van de prestaties of waarde van de vennootschap¹⁰⁰.

27. De analyse van de bestuurdersbezoldiging was tot op heden louter theoretisch-juridisch. Hoofdzakelijk de fiscale en boekhoudkundige aspecten worden behandeld. De bestuurdersbezoldiging zou voortaan terug te vinden zijn op de rekening 620 “bezoldigingen en rechtstreekse sociale voordelen”. Deze uitsplitsing zal de duidelijkheid slechts in beperkte mate vergroten, aangezien zowel bezoldigingen uit een arbeidsovereenkomst als eigenlijke bestuurdersbezoldigingen op deze rekening zullen voorkomen.¹⁰¹ De fiscale aspecten van een aantal recente wetswijzigingen inzake de bestuurdersbezoldiging worden uitvoerig toegelicht in de fiscaal-juridische literatuur.¹⁰²

D. REMUNERATIE VAN DE RAAD VAN BESTUUR IN BELGIE

1. GEGEVENS

a. vennootschappen

28. De gegevens die in dit onderzoek gebruikt worden zijn afkomstig uit de jaarverslagen van de vennootschappen uit de BEL-20 index, en aangevuld met gegevens uit het *Memento der Effekten Genoteerd op de Beurzen van Brussel en Antwerpen* (meerdere jaargangen).

De BEL-20 index is als volgt samengesteld (1 september 1996):

- | | |
|---------------|---------------------------|
| 1. BBL | 11. Generale Bank |
| 2. Bekaert | 12. Generale Maatschappij |
| 3. C.B.R. | 13. G.I.B. |
| 4. C.M.B. | 14. Kredietbank |
| 5. Cockerill | 15. Petrofina |
| 6. Colruyt | 16. Royal Belge |
| 7. Delhaize | 17. Solvay |
| 8. Electrabel | 18. Tractebel |
| 9. Fortis | 19. U.C.B. |
| 10. G.B.L. | 20. Union Minière |

⁹⁸ VERBOND VAN BELGISCHE ONDERNEMINGEN, *Aanbevelingen van het VBO*, Brussel, januari 1998, 6.

⁹⁹ COMMISSIE VOOR CORPORATE GOVERNANCE, *Rapport*, januari 1998, richtlijn 2.1.

¹⁰⁰ COMMISSIE VOOR CORPORATE GOVERNANCE, *l.c.*, richtlijn 3.1.

¹⁰¹ X., “Bestuurdersbezoldigingen voortaan op een 61-rekening”, *Balans*, 22 oktober 1996, nr. 331, 1-2.

¹⁰² Zie bv. BERTIN, O., “La modération des revenus des mandataires de sociétés”, *R.P.S.*, 1995, 395-415 en ELOY, M., “Nouvelle catégorie de contribuables: les dirigeants d’entreprises”, *L’Echo*, 31 december 1996.

b. bezoldiging

29. De bezoldiging van de bestuurders is opgenomen in de toelichting tot de jaarrekening, en meer bepaald in tabel XIX "Financiële betrekkingen met bestuurders en zaakvoerders"¹⁰³. De boekhoudkundige post 9503 geeft de rechtstreekse en onrechtstreekse bezoldigingen en ten laste van de resultatenrekening toegekende pensioenen, voor zover deze vermelding niet uitsluitend of hoofdzakelijk betrekking heeft op de toestand van een enkel identificeerbaar persoon. De verplichting tot melding van deze bezoldiging rust enkel op de grote vennootschappen in de zin van artikel 12, §2 van de Wet van 17 juli 1975 (artikel 7 K.B. van 8 oktober 1976 op de jaarrekening van de onderneming). Deze vermelding is in overeenstemming met de Vierde Richtlijn van 25 juli 1978 betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen.¹⁰⁴ De uitzondering werd bepaald in artikel 43, derde lid van de Vierde Richtlijn: "De Lid-Staten kunnen toestaan dat ... de verlangde gegevens niet worden verstrekt wanneer deze gegevens kunnen worden herleid tot een bepaald lid van de genoemde organen".

De Commissie voor Boekhoudkundige Normen heeft gesteld dat "de bezoldigingen alleen dan niet mogen worden vermeld indien de vermelding van het bedrag in de toelichting, in voorkomend geval gecombineerd met andere gegevens betreffende het geheel of een gedeelte van de betrokken bezoldigingen, waarvan de bekendmaking of de mededeling krachtens de wet of de statuten reeds gebeurd is, tot gevolg zou hebben dat degenen voor wie deze bekendmaking of deze mededeling bestemd is, het bedrag zouden kennen van de bezoldiging aan een enkel identificeerbaar persoon"¹⁰⁵. Ook andere vergoedingen die de vennootschap aan de bestuurders betaalt, zoals het loon of een vergoeding voor het uitoefenen van een bijzonder mandaat vallen dus onder het begrip van de rechtstreekse en onrechtstreekse bezoldigingen.¹⁰⁶

30. Gegevens inzake de bestuurdersbezoldiging zijn tevens opgenomen in de prospectus dat naar aanleiding van de openbare uitgifte van aandelen moet worden

¹⁰³ Bijlage bij het Koninklijk Besluit van 8 oktober 1976 met betrekking tot het jaarverslag van de ondernemingen (Afdeling III. Vermeldingen op te nemen in de toelichting), *B.S.*, 19 oktober 1976, Err., *B.S.*, 20 november 1976: "XIX. De volgende gegevens over bestuurders en zaakvoerders:

- (...);

- het bedrag van de rechtstreekse en onrechtstreekse bezoldigingen en van de ten laste van de resultatenrekening toegekende pensioenen, respectievelijk aan bestuurders en aan oud-bestuurders en zaakvoerders, voor zover deze vermelding niet uitsluitend of hoofdzakelijk betrekking heeft op de toestand van een enkel identificeerbaar persoon."

¹⁰⁴ *P.B. L.*, nr. 222, 14 augustus 1978, aldus aangevuld bij artikel 4 van de Richtlijn 90/604/EEG, 8 november 1990, *P.B. L.*, nr. 317, 16 november 1990 en gewijzigd bij artikel 1 van de Richtlijn 90/605/EEG, 8 november 1990, *P.B. L.*, nr. 317, 16 november 1990.

Artikel 43, §1, 12° stipuleert: "Het bedrag van de bezoldigingen die voor het boekjaar aan de leden van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen, uit hoofde van hun werkzaamheden zijn toegekend, almede de pensioenen die zijn ingegaan en de pensioenverplichtingen die zijn aangegaan met betrekking tot leden van die organen. Deze gegevens moeten door middel van een totaalbedrag voor elke genoemde groep worden verstrekt."

¹⁰⁵ COMMISSIE BOEKHOUDKUNDIGE NORMEN, Advies, *Bull. Boek. Norm.*, 1980, nr. 111/2, afl. 6,6.

¹⁰⁶ Hierin zijn derhalve ook de voordelen in natura vervat. De uitdrukkelijke verplichting deze gegevens te publiceren is opgenomen in het K.B. van 18 september 1990 (cf. infra nr. 30).

gepubliceerd¹⁰⁷ (Schema A: schema voor het prospectus voor de opnemng van aandelen in de eerste markt van een effectenbeurs¹⁰⁸).

31. De gegevens waarmee in dit onderzoek gewerkt wordt, omvatten, noodzakelijkerwijze, niet de totale remuneratie van de bestuurders. Immers kennen de vennootschappen de bestuurders andere vergoedingen toe die niet in bovenstaande toelichting zijn vermeld. Een dergelijke niet in de toelichting opgenomen fiscaal gunstige bijkomende bezoldiging is de interne pensioenbelofte. Het model houdt bovendien geen rekening met de voordelen in natura en de weinig frequente voorschotten en kredieten die de vennootschap aan bestuurders toestaat. Gezien de geringe publicatievereisten inzake deze gegevens was het niet mogelijk het onderstaand model uit te breiden met deze en andere vormen van bezoldiging, zoals de toekenning van opties¹⁰⁹, warrants,...¹¹⁰.

c. omzet

¹⁰⁷ K.B. 18 september 1990 over het prospectus dat moet worden gepubliceerd voor de opnemng van effecten in de eerste markt van een effectenbeurs, *B.S.*, 22 september 1990, err., *B.S.*, 25 oktober 1990.

¹⁰⁸ Artikel 6.2: "Bezoldigingen en voordelen van de bestuurders in de uitgevende instelling:
6.2.0. Bezoldigingen en voordelen in natura die over het laatst afgesloten boekjaar op welke grond ook, ten laste van de algemene kosten of via de winstdeling zijn toegekend aan de leden van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen; van deze bedragen wordt voor elke categorie van deze organen het totaal vermeld.

Totaalbedrag van de aan alle leden van de bestuurs-, leidinggevende en toezichthoudende organen van de uitgevende instelling toegekende bezoldigingen en voordelen in natura, door alle van haar afhankelijke ondernemingen waarmede zij een groep vormt."

Er werd geen onderzoek verricht of de bedragen in de prospectus verschillend zijn aan deze in de toelichting tot de jaarrekening. Er bestaan echter wezenlijke verschillen tussen beide artikelen. De bezoldiging opgenomen in het prospectus moet ook inlichtingen verschaffen over de leidinggevende en toezichthoudende organen daar waar post XIX van de toelichting tot de jaarrekening enkel spreekt over de bezoldigingen aan bestuurders en zaakvoerders.

¹⁰⁹ Voor een recent voorbeeld: zie het management incentive program van Spector Photo Group dat door de raad van bestuur is goedgekeurd en aan het management de mogelijkheid geeft om "opties aan te kopen op aandelen van dochtervennootschappen die substantieel de consolidatieperimeter van Spector Photo Group weerspiegelen (SPECTOR PHOTO GROUP, *Prospectus van openbaar bod tot inschrijving op nieuwe aandelen met VVPR strip zonder vermelding van nominale waarde met voorkeurrecht voor de aandeelhouders*, oktober 1996, 29).

Recent onderzoek heeft echter aangetoond dat het gebruik van stock options nog niet is ingeburgerd in België en Frankrijk. Geen enkele "outside director" ontvangt een deel van zijn bezoldiging in de vorm van stock options terwijl slechts 15% van de "inside directors" deels worden uitbetaald in stock options (KORN/FERRY INTERNATIONAL, *Board Meeting in Session: European Boards of Directors Study*, London, Korn/Ferry International, 1996, 34; zie ook DUMEZ, E., "Paywatch", *Financieel-Economische Tijd: Zaterdag Tijd*, 19 april 1997, 1). Tot een zelfde vaststelling kwam een Nederlands onderzoek, hoewel vanaf 1997 frequent van deze bezoldigingsmethode zou worden gebruik gemaakt (MORET ERNST&YOUNG, *Stuurt U al op Aandeelhouderswaarde*, Utrecht, 1997, 69-70; zie echter ook B.W., "Nederlandse premier wil optiewinsten topmanagers afromen, *De Financieel-Economische Tijd*, 22 april 1997, 24, waar sprake is van een aandelenoptieplan voor het topmanagement in driekwart van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen). Ook in Frankrijk wordt sinds kort meer gebruik gemaakt van deze vorm van bezoldiging (X., "The Lex Column: French share options", *Financial Times*, 1 april 1977, 22 en OWEN, D. en DIXON, H., "France Telecom considers employee share plan", *Financial Times*, 1 april 1997, 1).

¹¹⁰ Zoals de betaling van (een deel van) de bezoldiging van de bestuurder via een dochtervennootschap met maatschappelijke zetel in een land met een fiscaal gunstig regime. Deze bezoldigingsvorm ("salary splitting") zou in de geconsolideerde toelichting tot de jaarrekening moeten opgenomen zijn.

32. Omzet bevat het bedrag van de verkoop van goederen en de levering van diensten, "in het kader van de gewone bedrijfsuitoefening onder aftrek van de op de verkoopprijs in de handel toegestane kortingen en zonder de belasting over de toegevoegde waarde of enige andere rechtstreeks met de omzet verbonden belasting"¹¹¹. Bij een aantal vennootschappen¹¹² is de omzet verwaarloosbaar klein. De gegevens van deze vennootschappen werden niet in de analyse van de omzet gebruikt.

De analyse maakt gebruik van omzet als onafhankelijke variabele omdat Amerikaanse studies hebben aangetoond dat "sales" een significante invloed kunnen hebben op de remuneratie van bestuurders.¹¹³

d. tantièmes

33. "Tantième" is geen eenduidig begrip in de Belgische wetgeving. Volgens de tekst van het fiscale K.B. van 24 december 1993¹¹⁴ zijn tantièmes "alle winstuitkeringen uitgekeerd aan bestuurders en zaakvoerders van vennootschappen, in welke vorm ook, met uitsluiting van dividenden". Dit bedrag is opgenomen in de post "resultaatverwerking" van de jaarrekening. Vennootschapsrechtelijk kan een tantième worden omschreven als een deel van de winst dat bij de winstverdeling door de algemene vergadering van aandeelhouders wordt uitgekeerd - in overeenstemming met de wettelijke en statutaire bepalingen - aan bestuurders of zaakvoerders.¹¹⁵ Een aantal vennootschappen limiteert statutair deze uitkering van tantièmes.¹¹⁶

34. De fiscus heeft de voorbije tien jaar vaak ingegrepen in de mogelijkheid om hogere tantièmes toe te kennen¹¹⁷. Zo mogen overeenkomstig hoger vermeld Koninklijk Besluit tantièmes tijdens de boekjaren 1994 tot 1996 niet hoger zijn dan het geïndexeerde gemiddelde van de bedragen die voor de boekjaren 1990 tot en met 1992 zijn toegekend.¹¹⁸ Ook ten aanzien van de aanvullende bezoldigingen heeft het K.B. bijzondere regelingen uitgewerkt.¹¹⁹

¹¹¹ OOGHE, H. en VAN WYMEERSCH, C., *Financiële analyse van ondernemingen*, Antwerpen, Stenfert Kroese, 1988, 50. De omzet bevat tevens de tegemoetkomingen van de overheid in het kader van een tarifieringspolitiek als compensatie voor lagere ontvangsten.

¹¹² Zoals bij de portefeuillemaatschappijen.

¹¹³ GARVEY, G.T. en SWAN, P.L., "The economics of corporate governance: Beyond the Marshallian firm", *Journal of Corporate Finance*, 1994, 144; BOYD, B., o.c., 205; zie ook MURPHY, K.J., "Corporate performance and managerial remuneration", *Journal of Accounting and Economics*, 1985, 11 en MAIN, B., BRUCE, A. en BUCK, T., "Total board remuneration and company performance", *The Economic Journal*, 1996, 1638-1641.

¹¹⁴ B.S., 31 december 1993.

¹¹⁵ Voor een bespreking van de verschillpunten tussen het vennootschapsrechtelijk en fiscaal begrip van tantièmes zie VAN BRUYSTEGEM, B. en DENYS, L.A., *Statutair resultaat en winstbestemming*, in *Vennootschap en Belastingen*, I, Antwerpen, Kluwer, 1989, 3-6250.

¹¹⁶ Vaak hanteert de vennootschap de 5% regel van het resultaat na afhouding van de wettelijke reserve, dotaties aan reservefondsen, vooruitzichtfondsen, ...

¹¹⁷ Zie bv. K.B. van 12 januari 1987 tot beperking van het bedrag van de tantièmes betaalbaar voor het boekjaar 1986 (B.S., 17 januari 1987), K.B. nr. 144 van 30 december 1982 en artikel 1 tot en met 6 van de Herstelwet van 31 juli 1984 (B.S., 10 augustus 1984).

¹¹⁸ Voor een toelichting over deze materie zie BERTIN, O., "La modération des revenus des mandataires de sociétés", *R.P.S.*, 1995, nr. 6683, 391-415; JVD, "De tantièmebeperking voor de boekjaren 1994, 1995 en 1996", *Balans*, nr. 295, 22 februari 1995, 1-5; DE KOSTER, P. en VAN HOOGENBEMT, H.,

e. kapitaalvergoeding - shareholder value

35. Kapitaalvergoeding bestaat uit de aan de aandeelhouders betaalde bruto-dividenden. Dit bedrag is opgenomen in de resultaatverwerking van de vennootschap.¹²⁰

De totale vergoeding van de aandeelhouders bestaat naast de dividenden tevens uit de stijging of daling van de beurskoers. De implementatie van deze gegevens in het model creëert een methodologisch probleem. Immers, zowel wanneer de eerste als de laatste beurskoers van het jaar als de hoogste en de laagste beurskoers worden gehanteerd bij de bepaling van de totale "shareholder value", behoudt deze berekening een theoretisch karakter. Een aandeelhouder zal meestal niet op de eerste dag van het jaar kopen en op de laatste dag verkopen noch aan de laagste koers kopen en aan de hoogste koers verkopen. Bovendien moet een aandeelhouder de aandelen in eigendom hebben tijdens de periode t+1 teneinde zijn stemrechten te kunnen uitoefenen bij de vaststelling van de dividenden over de periode t. Algemene vergaderingen vinden immers gemiddeld 4 tot 6 maanden na het afsluiten van het boekjaar plaats. Wanneer sprake is van aandelenkoerswijziging, gaat deze studie uit van de beurskoers op de eerste en laatste dag van het kalenderjaar.

f. geconsolideerde rekening¹²¹

36. Sinds het K.B. van 6 maart 1990 op de geconsolideerde jaarrekening van de ondernemingen¹²² zijn vennootschappen die onder de gestelde voorwaarden vallen, naast de gewone jaarrekening verplicht een geconsolideerde jaarrekening op te stellen. Deze jaarrekening moet, zoals de niet-geconsolideerde versie, vermelden hoeveel aan de bestuurders wordt uitbetaald. De bepaling heeft betrekking op de bestuurders van de consoliderende onderneming voor hun werkzaamheden in de consoliderende onderneming, haar dochter- en geassocieerde ondernemingen.¹²³

Vanaf 1992 nemen de meeste vennootschappen de bezoldiging betaald aan de raad van bestuur van de consoliderende onderneming in hun geconsolideerde

"Inkomensmatiging voor bestuurders en zaakvoerders", *Directeur*, 31 maart 1994, nr. 29, 2-3; JVD, "Wat zijn tantièmes?", *Directeur*, 22 januari 1994, nr. 25, 2-3; voor bestuurders-vennootschappen: X., "Tantièmes aan bestuurders-vennootschappen: geen beperking", *Directeur*, 22 februari 1995, nr. 48, 3.

¹¹⁹ PEETERS, K., "loonmatiging voor bestuurders, zaakvoerders, werkende vennoten, beoefenaars van vrije beroepen en zelfstandigen", *A.F.T.*, 1994, 176-182; X., "Aanvullende bezoldigingen: jaar "waarin" ze worden uitgekeerd", *Directeur*, 22 oktober 1996, nr. 82, 4.

¹²⁰ F. Uit te keren winst: 1. Vergoeding van het kapitaal

¹²¹ Voor een uitgebreide analyse van de geconsolideerde jaarrekening, zie WYMEERSCH, E. en SCHRANS, G. (ed.), *Financiële herregulering in België (DEELIII De geconsolideerde jaarrekening)*, Antwerpen, Kluwer, 1991, 193-298 met bijdragen van MAES, J.-P., "Juridische aspecten van het consolidatiebesluit van 6 maart 1990"; DAUW, C., "De invloed van verschillende consolideringsprincipes en -methodes op resultaat en eigen vermogen: het Koninklijk Besluit van 6 maart 1990 op de geconsolideerde jaarrekening van de ondernemingen"; PAMELEIRE, R. "Aanloopverrichtingen tot de consolidatie" en BYTTEBIER, K., "De gesolideerde jaarrekeningen".

¹²² B.S., 27 maart 1990.

¹²³ "Het totaal bedrag van de ten laste van het boekjaar toegekende bezoldigingen aan de bestuurders of zaakvoerders van de consoliderende onderneming uit hoofde van hun werkzaamheden in de consoliderende onderneming, haar dochterondernemingen en geassocieerde ondernemingen, inclusief het bedrag van aan de gewezen bestuurders of zaakvoerder uit dien hoofde toegekende rustpensioenen." (artikel 69, XVII.A. van het K.B. 6 maart 1990).

jaarrekening op. Deze bepaling heeft geen aanleiding gegeven tot een groter inzicht in de totale bezoldiging van de bestuurders van de moedermaatschappij. Enige uitsplitsing is immers niet mogelijk aangezien het vermelde bedrag betrekking heeft op een groter aantal functies dan het bedrag opgenomen in het niet geconsolideerde jaarverlag. Zo, meldt een van de in het onderzoek opgenomen vennootschappen, bestaat het bedrag in de geconsolideerde rekening uit de vergoeding die aan een van jaar tot jaar verschillend aantal bestuurders, directeuren-generaal en bestuurders van dochtervennootschappen wordt betaald. Deze vermelding is niet conform aan de verplichting van het K.B. 6 maart 1990¹²⁴. Een andere vennootschap merkt op dat in geval een bestuurder andere bestuursfuncties sensu lato in dezelfde groep uitoefent, de bezoldiging van deze functies systematisch aan de moeder wordt overgedragen. Deze en andere redenen maken een verdere omrekening naar de individuele bestuurder toe, onmogelijk.

Tabel 8 geeft een aantal gegevens over deze bezoldiging uitgekeerd aan de bestuurders van de vennootschappen opgenomen in de BEL-20 index weer. De gemiddelde bezoldiging van alle bestuurders van de consoliderende onderneming bedroeg in 1995 per vennootschap 103,3 mln. BEF, 5,6% meer dan in 1993.

Onderling zijn aanzienlijke verschillen vast te stellen. Eén raad van bestuur van de consoliderende vennootschap kreeg in 1995 slechts 26,9 mln. BEF, terwijl een andere raad niet minder dan 313 mln. werd uitbetaald. De maximale uitbetaalde vergoeding fluctueert sterk van jaar tot jaar. Daar waar in 1993 de best betaalde raad van bestuur van de consoliderende vennootschap 274 mln. BEF heeft ontvangen, daalde de remuneratie in 1994 tot 209 mln. BEF en steeg de vergoeding opnieuw tot 313 mln. BEF in 1995. De minimale vergoeding bleef over deze periode van drie jaar vrijwel constant. De grote schommelingen in de remuneratie van de best betaalde raad van bestuur blijkt ook uit de standaardafwijking. In 1994 was de standaardafwijking veel kleiner dan in de andere twee jaren, te wijten aan de veel kleinere bezoldiging van de best betaalde raad van bestuur.

TABEL 8: Remuneratie van de raad van bestuur van de consoliderende vennootschap (in 000 BEF)

	1993	1994	1995
gemiddeld	97824,9	99021,5	103292,7
		+1,22%	+4,31%
st. afw.	64754,4	55488,8	70794,2
minimum	26800	26903	26903
maximum	274000	209000	313000
mediaan	81509	94276,5	85915
aantal venn.	17	20	20

g. resultaten

37. Een verder deel van dit onderzoek test de verbanden tussen de bestuurdersbezoldiging en de resultaten van de vennootschap. Dit gegeven -

¹²⁴ Andere onregelmatigheden kunnen niet worden vastgesteld aangezien de vennootschappen niet melden hoe het bedrag is samengesteld.

betrokken uit *Memento der Effecten Genoteerd op de Beurzen van Brussel en Antwerpen* - laat toe op een uniforme basis de prestaties van de in het onderzoek betrokken vennootschappen te gebruiken. De cijfers hebben betrekking op de door de vennootschap in de loop van het boekjaar aangegeven resultaat¹²⁵. Dit is het resultaat verminderd met de vennootschapsbelasting, zonder rekening te houden met eventuele winstoverdrachten en na aftrek van de tantièmes om de winst waarin de aandeelhouders geïnteresseerd zijn te doen uitkomen.¹²⁶

2. DESCRIPTIEVE ANALYSE

a. raad van bestuur

I. OMVANG RAAD VAN BESTUUR

38. Tabel 9 geeft de samenstelling van de raad van bestuur van de BEL-20 vennootschappen in de periode 1988-1995 weer. Gemiddeld bestaat een raad van bestuur uit 17 leden. Dit cijfer blijft nagenoeg constant over de gehele periode. Het vlakt echter een aantal onderliggende tendensen sterk af. Vacante plaatsen in de grootste raden van bestuur werden niet meer opnieuw ingenomen terwijl nieuwe bestuurders werden opgenomen in de kleinste raden van bestuur. In 1988 telde de kleinste raad van bestuur slechts 5 leden, in 1995 was dit toegenomen tot 9 leden. De grootste raad van bestuur telt sinds 1991 niet langer meer dan 30 leden.

TABEL 9: Gemiddeld aantal leden van de raad van bestuur van de BEL-20 vennootschappen

	1988	1989	1990	1991
gemiddeld	17,06	16,78	16,89	16,68
st. afw.	9,680	9,050	7,831	7,808
min.	5	8	8	8
max.	31	30	31	29
aantal venn.	18	18	19	19
	1992	1993	1994	1995
gemiddeld	17,53	17,05	16,85	16,95
st. afw.	7,664	7,283	5,730	5,554
min.	9	9	9	10
max.	29	29	27	28
aantal venn.	19	19	20	20

In de periode 1988-1995 is de standaardafwijking gevoelig verminderd van 9,68 tot 5,73. Dit wijst op de evolutie naar raden van bestuur van gelijke omvang. Een daling van de standaardafwijking wijst er immers op dat meer waarden dicht bij het gemiddelde aanleunen.

¹²⁵ Resultatenrekening: Post XI. Resultaat van het boekjaar.

¹²⁶ Bijkomende informatie over de berekening van het resultaat is opgenomen in het *Memento der Effecten Genoteerd op de Beurzen van Brussel en Antwerpen*, meerdere jaargangen.

II. VERGELIJKING MET DE RAAD VAN BESTUUR VAN ALLE BEURSGENOTEERDE VENNOOTSCHAPPEN

39. De omvang van de raad van bestuur van de BEL-20 vennootschappen is groter dan de omvang van de raad van bestuur van alle beursgenoteerde vennootschappen. Van de tien vennootschappen met de grootste raden van bestuur zijn er acht opgenomen in de BEL-20 index.

In 1994 bestond de gemiddelde raad van bestuur uit 9,4 leden (tabel 10). De portefeuillemaatschappijen¹²⁷ hadden aanzienlijk grotere raden van bestuur. Hun raad bestond gemiddeld uit 10,44 leden daar waar de 'andere vennootschappen' een raad van bestuur hadden van gemiddeld 6,84 leden. Slechts drie raden van bestuur - allen van bankinstellingen - van de 'andere vennootschappen', telden meer dan 16 leden. De cijfers uit 1995 geven een vertekend beeld omdat voornamelijk de grootste vennootschappen met de grootste raden van bestuur reeds zijn opgenomen in de tabel. Vooral bij de 'andere vennootschappen' valt de aanzienlijke stijging tegenover 1994 op. Vier vennootschappen zijn echter bankinstellingen waarvan 2 vennootschappen met een raad van bestuur van meer dan 25 leden. Aangezien in de cijfers voor 1995 voornamelijk de kleinere vennootschappen niet zijn verwerkt, wijken de resultaten voor 1995 niet sterk af van deze uit 1994.

TABEL 10: Gemiddeld aantal leden van de raden van bestuur van de Belgische beursgenoteerde vennootschappen

1994		1995	
HOLDINGS		HOLDINGS	
totaal aantal leden	975	totaal aantal leden	777
aantal holdings	93	aantal holdings	65
gemiddeld	10,48	gemiddeld	11,95
ANDERE ONDERNEMINGEN		ANDERE ONDERNEMINGEN	
totaal aantal leden	264	totaal aantal leden	159
aantal ondern.	38	aantal ondern.	17
gemiddeld	6,95	gemiddeld	9,35
TOTAAL gemiddeld	9,4	TOTAAL gemiddeld	11,41

bron: WYMEERSCH, E., "Corporate governance after the Investment Services Directive", *European Financial Services Law*, 1996, 135; eigen berekeningen.

III. VERGELIJKING MET ANDERE LANDEN

40. Een aantal buitenlandse studies maakt gebruik van het aantal bestuurders om andere relaties te onderzoeken. Dit laat toe de omvang van de raden van bestuur van de BEL-20 vennootschappen te vergelijken met de raden van bestuur in andere landen.

41. Mehran stelt naar aanleiding van een studie over de remuneratie van de executive officers in de periode 1979-80 vast dat de gemiddelde raad van bestuur in 153 ad

¹²⁷ Overeenkomstig de definitie van de CBF.

random gekozen Amerikaanse vennootschappen 10,6 leden telt, met een minimum van 3 en een maximum van 19 leden¹²⁸. In 1981 telt de gemiddelde raad van bestuur in 146 vennootschappen uit de lijst van Fortune 14,88 leden¹²⁹. Volgens een onderzoek van Yermack bedraagt de gemiddelde omvang van een raad van bestuur 12,25¹³⁰. Zijn onderzoek is gebaseerd op 452 vennootschappen tijdens de periode 1984 en 1991. De studie van Booth en Deli bij 440 vennootschappen uit de Standard and Poors 500 (S&P 500) lijst, wijst uit dat de gemiddelde raad van bestuur in 1989 uit 12,62 leden bestaat, met een maximum van 33 en een minimum van 4¹³¹. Lorsch meldt een gemiddelde van 13 leden.¹³²

Een recent onderzoek van Kornferry International duidt aan dat de gemiddelde raad van bestuur in Amerika 12 leden telt¹³³. Hoe groter de vennootschap, hoe meer leden in de raad van bestuur zetelen. De grootste raden van bestuur situeren zich in de financiële sector: de raden van bestuur van de banken tellen gemiddeld 15, deze van de verzekeringsinstellingen 13 leden. Een onderzoek over de vennootschapsresultaten en de structuur van de raad van bestuur bevestigt het gemiddeld aantal leden¹³⁴. De raad van bestuur van de vennootschappen opgenomen in de S&P 500 van 1992 en 1993 telt gemiddeld 12,2 resp. 12,3 leden.

Uit deze uiteenlopende cijfers valt op dat de gemiddelde omvang van de raad van bestuur van Amerikaanse vennootschappen beduidend onder het gemiddelde aantal leden van de raad van bestuur van vennootschappen opgenomen in de BEL-20 index ligt, maar niet meer bedraagt dan het gemiddelde aantal uit het onderzoek (1994) van de 132 beursgenoteerde vennootschappen.

42. De Japanse raad van bestuur is beduidend groter: gemiddeld zetelen 22,49 leden in de raad¹³⁵. Dit cijfer slaat op 106 Japanse vennootschappen uit de lijst van Fortune van de duizend grootste vennootschappen ingedeeld naar omzet.

43. Het aantal leden in de raad van bestuur van 11 Zweedse vennootschappen is opgenomen in tabel 11.

44. Volgens een Britse studie bestaat de gemiddelde raad van bestuur uit 12 tot 13 leden met ongeveer evenveel interne als externe bestuurders¹³⁶. Tabel 12 geeft de evolutie van de omvang van de raad van bestuur van grote Britse vennootschappen weer. Zoals in België telt de raad van bestuur van financiële vennootschappen beduidend meer leden dan de raad van industriële vennootschappen. Een ander

¹²⁸ MEHRAN, H., "Executive compensation structure, ownership, and firm performance", *Journal of Financial Economics*, 1995, 173.

¹²⁹ KAPLAN, S., "Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States", *Journal of Political Economy*, 1994, 517.

¹³⁰ YERMACK, D., "Higher market valuation of companies with a small board of directors", *Journal of Financial Economics*, 1996, 191.

¹³¹ BOOTH, J. en DELI, D., "Factors affecting the number of outside directorships held by CEOs", *Journal of Financial Economics*, 1996, 91.

¹³² LORSCH, J., *Pawns or Potentates: The reality of America's Corporate Boards*, Boston, Harvard Business School Press, 1989, 19.

¹³³ VINCKE, F., "The corporate governance debate in Belgium", studiedag *Comparative Corporate Governance*, Financial law Institute, Brussels, 14 June 1995, bijlage 9.

¹³⁴ KLEIN, A., *Firm Performance and Board Committee Structure*, mimeo, March 1996, table 2.

¹³⁵ KAPLAN, S., "Top Executiver Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States", *Journal of Political Economy*, 1994, 517.

¹³⁶ BOSTOCK, R., "Company Responses to Cadbury", *International Review of Corporate Governance*, 1995, 72-73.

onderzoek uitgevoerd bij 224 Britse vennootschappen wijst uit dat de raad van bestuur in 1992-1993 gemiddeld uit 9 leden bestaat waarvan 43% non-executives (gemiddeld 3,9 leden).¹³⁷

TABEL 11: Gemiddeld aantal leden van de raad van bestuur van 11 Zweedse vennootschappen

	members	labor represen- tatives	deputy members	Total
1 INCENTIVE	9	3	3	15
2 MODO	7	3	3	13
3 HAGSTROMER & QVIBERGAB	10			10
4 CELSIUS CORP.	7	3	4	14
5 SCA	7	3	3	13
6 PERSTORP	9	6	5	20
7 SVENSKA HANDELSBANKEN	16		1	17
8 SKANE-GRIPEN	8			8
9 STORA	10	3	3	16
10 SECURITAS AB	6	3	3	12
11 STENA LINE	8	3	3	14
TOTAAL	97	27	28	152
GEMIDDELD	8,82	2,45	2,55	13,82

45. Wegens de tweeledige structuur - Aufsichtsrat en Vorstand - kunnen de raden van de Duitse vennootschappen moeilijk worden vergeleken met de Belgische raden van bestuur. Gemiddeld bestaat de Vorstand uit 11 tot 12 leden, met 21 als maximum.¹³⁸ De gemiddelde Aufsichtsrat van de grootste Duitse vennootschappen is aanzienlijk groter. De Aufsichtsrat van de 42 grootste vennootschappen telde in 1983 gemiddeld 17,63 leden. De Vorstand van deze vennootschappen bestond gemiddeld uit 7,5 leden.¹³⁹ Eigen onderzoek (tabel 6) van de vennootschappen opgenomen in de DAX-index toont aan dat de gemiddelde Vorstand uit 8,14 leden bestaat en de Aufsichtsrat uit 19,18 leden. 24 vennootschappen uit de DAX-index behoren tot de 30 grootste vennootschappen ingedeeld naar beurskapitalisatie.

46. De raad van bestuur van de Zwitserse beursgenoteerde vennootschappen verschilt niet veel van de Belgische raad van bestuur. 60% van de Zwitserse vennootschappen heeft een raad van bestuur met 5 tot 9 leden; 15% heeft een raad van bestuur van 10 tot 14 leden en eenzelfde percentage meer dan 14 leden. 10% van de vennootschappen wordt gerund met een raad van 3 of 4 leden. De grootste raad van bestuur telt slechts 22 leden.¹⁴⁰

¹³⁷ EZZAMEL, M. en WATSON, R., "Executive remuneration and corporate performance", in *Corporate Governance: Responsibilities, Risks and Remuneration*, KEASY, K. en WRIGHT, M. (eds), New York, John Wiley & Sons, 1997, 76.

¹³⁸ WYMEERSCH, E., *o.c.*, 134.

¹³⁹ KAPLAN, S., "Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany", *Journal of Law, Economics and Organisation*, 1994, 146.

¹⁴⁰ DYSLI, P., *Enquête sur les conseils d'administration*, Geneva, Spencer Stuart, juni 1996, 8.

Uit een studie van 70 niet-financiële vennootschappen genoteerd op de Spaanse beurs blijkt dat de gemiddelde raad van bestuur uit 10,9 leden bestaat¹⁴¹. De grootste raad van bestuur telt 29 leden, de kleinste 3 leden. Gemiddeld telt de Spaanse raad 69% niet-operationele bestuurders.

TABEL 12: Samenstelling van de raad van bestuur van grote Britse beursgenoteerde vennootschappen tussen 1971 en 1991.

	1971	1981	1991
<i>Alle vennootschappen</i>			
gemiddelde omvang	14,8	14,2	13,0
% non-exec. directors	42%	45%	48%
<i>Financiële venn.</i>			
gemiddelde omvang	20,9	20,2	16,6
% non-exec. directors	76%	72%	66%
<i>Industriële venn.</i>			
gemiddelde omvang	13,5	12,9	12,3
% non-exec. directors	31%	36%	43%

Bron: STAPLEDON, G.P., *Institutional Shareholders and Corporate Governance*, Oxford, Clarendon Press, 1996, 141.

b. De remuneratie van de raad van bestuur.

I. DE TOTALE RAAD VAN BESTUUR

47. Tabel 13 duidt de remuneratie van de raad van bestuur van de Belgische BEL-20 vennootschappen aan in de periode 1988-1995. De cijfers zijn nominaal, zonder correctie voor inflatie. De gemiddelde vergoeding van de raad van bestuur steeg van 50,1 mln. BEF in 1988 tot 72,4 mln. BEF in 1995. Sinds 1988 is de vergoeding van de raad van bestuur derhalve met 44% gestegen. Gemiddeld steeg de vergoeding ieder jaar, behalve in de periode 1992-1993. De minimale vergoeding die een raad van bestuur in deze periode ontving, is na een scherpe daling, sinds 1993 opnieuw aan het stijgen om sinds 1995 het peil van 1988 te overschrijden.

Zoals blijkt uit het aantal vennootschappen uit tabel 13, zijn de cijfers niet gebaseerd op alle 20 vennootschappen. Immers, niet alle vennootschappen maken de bestuurdersvergoeding over de volledige periode openbaar. Verschillende vennootschappen bestonden in hun huidige structuur nog niet in 1988. Bovendien gaat het onderzoek waar mogelijk uit van het jaarverslag zoals het ter beschikking wordt gesteld van de aandeelhouders. De laatste jaren is er een tendens waar te nemen in de zin van de publicatie van de verkorte jaarrekening van de vennootschap, terwijl de geconsolideerde jaarrekening in extenso in het jaarverslag is opgenomen¹⁴².

¹⁴¹ ALVAREZ, A, ANSON, S. en MENDEZ, C., "The effect of Board size and composition on corporate performance", working paper, University of Oviedo, Spanje, s.d., 19 p.

¹⁴² Voor een discussie dienaangaande, zie C.B.F., *Jaarverslag 1993-94*, 112-114.

Hierdoor zijn wel de geconsolideerde cijfers van de vergoeding ter beschikking maar niet meer de vergoeding van de raad van bestuur van de betrokken vennootschap. Deze evolutie is te betreuren, aangezien grotere onduidelijkheid bestaat over het aantal personen wiens bezoldiging in de geconsolideerde cijfers is opgenomen.¹⁴³

TABEL 13: Gemiddelde vergoeding van de raad van bestuur van de BEL-20 vennootschappen (niet-geconsolideerde) (in 000 BEF)

	1988	1989	1990	1991
gemiddeld	50084,23	56044,69	58393,57	60657,13
%		+11,90%	+4,19%	+3,88%
st. dev.	37371,820	30924,715	31765,282	34931,055
mediaan	40090	60572	55294,5	67592
min.	15877	18123	12570	11118
max.	132153	127887	131894	141040
aantal venn.	13	13	14	15
	1992	1993	1994	1995
gemiddeld	66542,19	65055,11	73009,95	72463,18
%	+9,70%	-2,21%	+12,23%	-0,75%
st. dev.	35360,126	30867,750	37968,856	43716,364
mediaan	66835,5	65428	74243	63247
min.	10720	13429	15470	18546
max.	146906	132183	173472	184407
aantal venn.	16	18	19	17

48. De tien vennootschappen waarvan de gegevens over de periode 1988 tot 1995 ter beschikking zijn, werden ontleed in tabel 14. De gemiddelde vergoeding van de raad van bestuur bereikte voor deze 10 vennootschappen in 1992 een maximum en schommelt sindsdien rond ongeveer 46 miljoen BEF. Sinds 1988 bedraagt de toename van de remuneratie ongeveer 27,4%. Deze stijging is voor een belangrijk stuk te verklaren door de minimale vergoeding van 2,35 miljoen van 1 raad van bestuur in 1988. Sindsdien is de vergoeding van de raad van bestuur van deze vennootschap sterk toegenomen. Immers in drie latere jaren kreeg de raad van bestuur van deze vennootschap de grootste vergoeding uit de beperkte lijst van 10 vennootschappen. De maximale vergoeding die wordt uitgekeerd bedraagt in 1994 en 1995 nauwelijks de helft van deze in de vorige tabel. Dit houdt in dat een aantal vennootschappen waarvan niet alle gegevens ter beschikking staan, beduidend grotere vergoedingen aan hun raad van bestuur toekennen.

TABEL 14: Gemiddelde vergoeding van de raad van bestuur van 10 vennootschappen uit de lijst van de BEL-20 vennootschappen (in 000 BEF)

	1988	1989	1990	1991
gemiddeld	36673,00	47057,50	47627,00	47055,40

¹⁴³ Cf. supra nr. 36.

%		+28,32%	+1,21%	-1,20%
st. dev.	23820,211	23388,456	23317,568	27775,174
mediaan	29268,5	48931,5	49365,5	48288
min.	2350	18123	12570	11118
max.	73744	73073	89431	81533
aantal venn.	10	10	10	10
	1992	1993	1994	1995
gemiddeld	49952,50	46161,10	45705,40	46726,00
%	+6,16%	-7,59%	-0,99%	+2,23%
st. dev.	24550,562	21468,088	19513,672	23093,133
mediaan	53765,5	45327	47160	41941
min.	10720	13429	15470	18546
max.	83316	77670	74243	89790
aantal venn.	10	10	10	10

II. DE INDIVIDUELE BESTUURDER

49. Louter theoretisch en ter illustratie geeft tabel 15 de gemiddelde vergoeding van 1 lid van de raad van bestuur weer. Opnieuw worden enkel deze vennootschappen waarvan alle cijfers inzake de vergoeding van de raad van bestuur in het jaarverslag over de bestudeerde periode zijn gepubliceerd, in de tabel opgenomen. De tabel is slechts illustratief omdat sommige leden van de raad van bestuur - zoals de voorzitter van de raad van bestuur en de gedelegeerde bestuurder - een proportioneel grotere vergoeding ontvangen, sommige leden van de raad van bestuur die tevens deel uitmaken van het directiecomité twee afzonderlijke vergoedingen ontvangen, sommige bestuurders met meerdere mandaten in verbonden vennootschappen slechts éénmaal een vergoeding krijgen, sommige leden verschillende bezoldigde mandaten cumuleren, zoals voorzitter en gedelegeerd bestuurder, sommige leden tevens een bijkomende vergoeding krijgen wanneer ze deel uitmaken van andere comités - zoals een remuneratiecomité, soms een mandaat beëindigd wordt tijdens het lopende boekjaar waarbij al dan niet een nieuwe bestuurder wordt aangeduid, ...

De gemiddelde bezoldiging van een bestuurder is in de periode 1988-1995 toegenomen van 2,292 mln. BEF tot 2,820 mln. BEF (+ 23%). Deze evolutie is niet rechtlijnig verlopen. In 1989 werden de bestuurders gemiddeld het best betaald: 3,213 mln. Sindsdien is de remuneratie stelselmatig verminderd met uitzondering van de periode 1992-1993. De minimale vergoeding die in deze periode aan een bestuurder is betaald is sterk gestegen. Daar waar in 1988 een lid van de raad van bestuur uit één van de 10 vennootschappen slechts 180.800 BEF kreeg, krijgt de minst betaalde bestuurder nu minimaal 1,686 mln. BEF. De maximale vergoeding die een lid van de raad van bestuur ontvangt, is sinds 1994 sterk verminderd. Daar waar de best betaalde bestuurder in 1988 nog bijna 6,3 mln. BEF ontving en dit zag aangroeien tot 7,767 mln. BEF in 1993, kreeg de best betaalde bestuurder in 1995 slechts 4,045 mln. BEF. Dit is 35,5% minder dan in 1988 en bijna 48% minder dan in 1993. De gemiddelde vergoeding ligt in 7 van de acht onderzochte jaren boven de mediaanwaarde. Dit houdt in dat enkele goed betaalde bestuurders het gemiddelde

sterk beïnvloeden. Immers de gemiddelde remuneratie van de bestuurder van de vijfde en de zesde best betalende vennootschap¹⁴⁴ is reeds lager dan het gemiddelde.

TABEL 15: Gemiddelde vergoeding van een bestuurder van de raad van bestuur van 10 vennootschappen uit de lijst van de BEL-20 vennootschappen (in 000 BEF)

	1988	1989	1990	1991
gemiddeld	2291,99	3213,53	3140,76	2979,56
%		+40,21%	-2,26%	-5,13%
st. dev.	1609,55941	1908,01344	1764,25662	1591,89013
mediaan	2035,708	2870,875	2513,504	2743,896
min.	180,769	674,536	1142,727	1099,182
max.	6267,1	7281,8	6879,308	6759,2
aantal venn.	10	10	10	10
	1992	1993	1994	1995
gemiddeld	3145,00	3056,52	2931,50	2820,02
%	+5,55%	-2,81%	-4,09%	-3,80%
st. dev.	1647,91275	1718,12014	869,51993	729,530516
mediaan	2571,019	2486,287	2840,420	2901,958
min.	1191,111	1492,111	1406,364	1686
max.	7419,5	7767	4453,7	4045
aantal venn.	10	10	10	10

III. VERGELIJKING MET ANDERE RADEN VAN BESTUUR VAN BEURSGENOTEERDE VENNOOTSCHAPPEN

1. De totale raad van bestuur

50. Over de periode 1994-1995 werden 40 andere beursgenoteerde vennootschappen onderzocht inzake de remuneratie van de raad van bestuur¹⁴⁵. In tegenstelling tot de vennootschappen uit de Bel-20 index nemen niet alle vennootschappen in hun toelichting tot de jaarrekening de gegevens over de bestuurdersbezoldiging op. Tabel 16 geeft een overzicht van de vermeldingen. Slechts 40% (42,5%) vermeldt de bezoldiging van de raad van bestuur, 55% (52,5%) neemt geen gegevens op. Hoewel uit de andere cijfers van de jaarrekening van de groep van minstens één vennootschap kan worden afgeleid dat de bestuurders niet werden geremunereerd, is een uitdrukkelijke vermelding van de ontstentenis van enige bezoldiging gewenst. Eén vennootschap baseert zich op de uitzondering voorzien in de wet om geen cijfers over de bezoldiging te moeten publiceren. Eén vennootschap betrokken in het onderzoek neemt enkel het verkorte schema in haar jaarverslag op. Deze resultaten zijn consistent met een ander onderzoek bij 270

¹⁴⁴ Dit is de mediaanwaarde.

¹⁴⁵ Zie bijlage 32 voor de lijst van de 40 beursgenoteerde vennootschappen betrokken in het onderzoek.

vennootschappen, zowel beursgenoteerde als niet-beursgenoteerde¹⁴⁶. Bij deze groep van vennootschappen publiceerde slechts 30% gegevens over de remuneratie van de raad van bestuur. De overige vennootschappen zijn in overtreding met de boekhoudwetgeving.

TABEL 16: Melding van gegevens over de bezoldiging van de raad van bestuur

	1994		1995	
Melding	16	40,0%	17	42,5%
Geen melding	22	55,0%	21	52,5%
Verk. schema	1	2,5%	1	2,5%
uitz.	1	2,5%	1	2,5%
Totaal	40	100%	40	100%

51. Op geconsolideerde basis publiceerden iets meer vennootschappen de bezoldiging van de raad van bestuur. Slechts 38 van de 40 onderzochte vennootschappen moeten een geconsolideerde jaarrekening opstellen. Uit tabel 17 blijkt dat 55,3% (52,6%) van de vennootschappen de vergoeding van de raad van bestuur van de consoliderende vennootschap in haar jaarrekening opneemt. In één van de jaarverslagen uit 1995 werd een materiële vergissing aangetroffen. Volgens het jaarverslag van deze vennootschap ligt de geconsolideerde vergoeding van de raad van bestuur lager dan de niet-geconsolideerde remuneratie.

TABEL 17: Melding van de gegevens over de geconsolideerde bezoldiging van de raad van bestuur

	1994		1995	
Melding	21	55,3%	20	52,6%
Geen melding	17	44,7%	17	44,7%
Mat. vergissing			1	2,6%
Totaal	38	100%	38	100%
Geen consol	2		2	

55. Algemene gegevens over de bezoldiging van deze groep vennootschappen is opgenomen in tabel 18. De vergoedingen liggen beduidend lager dan deze uitgekeerd aan de raad van bestuur van de BEL-20 vennootschappen. Gemiddeld ontving een raad van bestuur 7,5 mln. BEF in 1994 en 6,9 mln. BEF in 1995. Deze bezoldigingen zijn derhalve slechts een tiende van de bezoldiging van de raad van bestuur van de BEL-20 vennootschappen. Op geconsolideerde basis bedraagt de bezoldiging 21,4, resp. 19,9 mln. BEF maar deze cijfers worden sterk beïnvloed door een holdingmaatschappij die in 1994 173,78 mln. en in 1995 162,6 mln. BEF uitbetaalde.

¹⁴⁶ VAN DER ELST, C., *Ondernemingsresultaten en bestuurdersbezoldigingen*, Gent, Working Paper, 1995, niet gepubliceerd.

TABEL 18: Gemiddelde vergoeding van de raad van bestuur van beursgenoteerde vennootschappen die niet zijn opgenomen in de BEL-20

	1994	1994 gecons.	1995	1995 gecons.
gemiddeld	7554,00	21366,10	6882,47	19873,00
st. dev.	6027,052	35056,077	4326,751	33421,487
mediaan	7236,5	10301	6243	11585
min	0	3900	0	4100
max	25862	173763	18259	162621
aantal venn.	16	21	17	20

2. De individuele bestuurder

56. Ook de remuneratie van de individuele bestuurder van deze groep vennootschappen bedroeg slechts een fractie van deze van de vennootschappen opgenomen in de BEL-20 index. Gemiddeld ontving een bestuurder uit deze groep van vennootschappen 958.431 BEF in 1994 en 823.719 BEF in 1995 (tabel 19). Daar waar de remuneratie van de best betaalde bestuurder in 1994 ruim boven de gemiddelde vergoeding van de bestuurder uit een BEL-20 vennootschap uitstak, lag dit in 1995 reeds gevoelig onder het gemiddelde. Ten aanzien van de gegevens vermeld in tabel 19 gelden dezelfde beperkingen als voor de bezoldiging van de individuele bestuurder in de BEL-20 vennootschappen.¹⁴⁷

TABEL 19: Gemiddelde vergoeding van een bestuurder van een beursgenoteerde vennootschap die niet is opgenomen in de BEL-20 index

	1994	1995
gemiddeld	958,431	823,719
st. dev.	858,059	529,755
mediaan	887,5	715
min	0	0
max	3694,571	1825,9
aantal venn.	16	17

IV. VERGELIJKING MET DE BRITSE RAAD VAN BESTUUR

57. MAIN, BRUCE en BUCK hebben in een recente studie onderzocht in welke mate de omzet en de shareholder value de remuneratie van de totale raad van bestuur¹⁴⁸, de best betaalde bestuurder en de chief executive officer beïnvloeden. Tabel 20 geeft de resultaten van de bezoldiging van het Britse onderzoek.

De cijfers hebben betrekking op de remuneratie van de raad van bestuur van 60 vennootschappen tijdens de periode 1981 tot 1989 en zijn uitgedrukt in GBP van

¹⁴⁷ Cf. supra nr. 49.

¹⁴⁸ MAIN, B., BRUCE, A. en BUCK, T., "Total board remuneration and company performance", *The Economic Journal*, 1996, 1634.

1989¹⁴⁹. De auteurs maken een onderscheid tussen de basisvergoeding en de basisvergoeding inclusief optievergoedingen.

Enkel de vergelijking met het basissalaris is mogelijk. De gemiddelde raad van bestuur van deze Britse vennootschappen ontving bijna 107 mln. BEF. Dit cijfer is sterk beïnvloed door enkele zeer goed betalende vennootschappen aangezien de mediaanwaarde 81,3 mln. BEF bedraagt. De best betaalde raad van bestuur uit het onderste kwartiel ontvangt ruim 61,7 mln. BEF, die uit het derde kwartiel 115 mln. BEF.

TABEL 20: Remuneratie van de best betaalde bestuurder, de CEO en de totale raad van bestuur van de Britse vennootschappen in de periode 1981-1989 (uitgedrukt in £ uit 1989)

	Gemiddeld in 000 £	in mln. BEF (1£=62,25)	Mediaan in 000 £	in mln. BEF
<i>Best betaalde bestuurder</i>				
basissalaris	223	13,882	165	10,271
(st. afw.)	184	11,454		
basis met opties	317	19,733	199	12,388
(st. afw.)	362	22,535		
<i>Chief executive officer</i>				
basissalaris	224	13,944	165	10,271
(st. afw.)	191	11,890		
basis met opties	317	19,733	200	12,450
(st. afw.)	385	23,966		
<i>Totale raad van bestuur</i>				
basissalaris	1715	106,759	1306	81,299
(st. afw.)	1346	83,789		
basis met opties	2093	130,289	1543	96,052
(st. afw.)	1787	111,241		
	25° per- centiel in 000£	in mln. BEF (1£=62,25)	75° per- centiel in 000£	in mln. BEF
<i>Best betaalde bestuurder</i>				
basissalaris	126	7,844	241	15,002
basis met opties	131	8,155	374	23,282
<i>Chief executive officer</i>				

¹⁴⁹ De waarde van het pond is in de loop van 1989 sterk gedaald. Op 31 december 1988 was de verhouding 1 pond = 67,25 BEF daar waar de verhouding op 31 december 1989 1 pond = 57,24 BEF bedroeg. Bij de omrekening is gekozen voor een koers van 62,25 BEF voor 1 pond wat het gemiddelde is tussen beide bedragen (de cijfers zijn afkomstig uit ARBEITSGEMEINSCHAFT DER DEUTSCHEN WERTPAPIERBÖRSEN, Jahresbericht 1989, Frankfurt, 1990, 164.)

basissalaris	125	7,781	240	14,940
basis met opties	131	8,155	359	22,348

Totale raad van bestuur

basissalaris	992	61,752	1848	115,038
basis met opties	1074	66,857	2348	146,163

Bron: MAIN, B., BRUCE, A. EN BUCK, T., "Total board remuneration and company performance", *The Economic Journal*, 1996, 1634.

De Britse raad van bestuur ontvangt derhalve beduidend meer dan de Belgische raad van de vennootschappen uit de BEL-20 index. Immers bedroeg de gemiddelde bezoldiging van de Belgische raad van bestuur in 1989 56,044 mln. en in 1988 54,257 mln. BEF¹⁵⁰. De remuneratie van de Britse bestuurders is in de betrokken periode bijna tweemaal zo groot als van de Belgische bestuurders, de standaardafwijking van de bezoldiging ruim tweemaal zo groot. Het is zeer onwaarschijnlijk dat de bezoldiging van de Belgische raad van bestuur tijdens de periode 1981-1987 hoger lag dan tijdens 1988 en 1989, zelfs indien de cijfers gecorrigeerd worden met de inflatiepercentages.

TABEL 21: Remuneratie van de chairmen, de CEO en de highest paid director in 1992-1993.

Chairmen in 000£	non exec. chair	chair is CEO not HPD	chair is CEO and HPD	Chair is not CEO nor HPD	Chair is not CEO but HPD	number comp.
Salary '92	66,70	192,69	253,07	174,11	300,41	
number comp.	77	16	29	55	17	194
Salary '93	63,03	225,13	278,31	180,2	306,41	195
number comp.	78	16	29	55	17	
Change	-3,84	32,44	25,24	6,09	6,00	
number comp.	77	16	29	55	17	194

Executives in 000£	CEO is HPD	CEO is chair and HPD	CEO is not Chair but HPD	CEO not Chair but Chair is HPD	number comp.
Salary '92	236,18	253,07	307,67	238,00	
number comp.	142	29	15	2	188
Salary '93	268,16	278,31	312,53	240,00	
number comp.	146	29	15	2	192
Change	32,74	25,24	4,87	2,00	
number comp.	141	29	15	2	187

¹⁵⁰ Dit zijn de enige twee jaren waarin de bezoldigingen in beide studies werden onderzocht.

HPD= highest paid director.

Bron: EZZAMEL, M. en WATSON, R., "Executive remuneration and corporate performance", in *Corporate Governance: Responsibilities, Risks and Remuneration*, KEASY, K. en WRIGHT, M. (eds), New York, John Wiley & Sons, 1997, 80.

In 1989 lag de bezoldiging van de Britse raad van bestuur ruim 3,57 maal hoger dan de remuneratie van de Belgische raad van bestuur. De gemiddelde Britse raad ontving in 1989 ruim 3,22 mln. GBP (200,45 mln. BEF). Dit cijfer slaat wel op de totale vergoeding van de raad van bestuur, inclusief opties. Er kan echter worden aangenomen dat de variabele gedeelte van de bezoldiging in België in 1989 zeer bescheiden was.

Meer recente gegevens zijn te vinden in een studie van Ezzamel en Watson (tabel 21)¹⁵¹ De resultaten hiervan zijn opgenomen in tabel 21. Enkel de bezoldiging van individuele leden van de raad van bestuur zijn opgenomen wat vergelijking met de Belgische situatie onmogelijk maakt.

¹⁵¹ Zie voor gelijkaardige resultaten, BACON & WOODROW, *Directors TRP Survey 1996*, London, 1996.

3. STATISTISCHE ANALYSE

a. Onderzoek in het buitenland

58. Zoals hoger reeds gesteld is de bezoldiging van de raad van bestuur veel minder bestudeerd dan de remuneratie van de CEO. De voornamelijk Amerikaanse literatuur¹⁵² heeft echter reeds een aantal determinanten van de bestuurdersbezoldiging onderzocht.

Uitgangspunt van het onderzoek is de relatie tussen de omvang van de vennootschap en de bezoldiging van de bestuurder, uitgedrukt in de functie:

$$\text{Bezoldiging} = k [\text{omvang vennootschap}]$$

De meest eenvoudige verklaring voor deze relatie is de volgende: hoe omvangrijker de vennootschap, hoe meer middelen zij ter beschikking kan stellen om de beste en veelal ook best betaalde bestuurders aan te trekken. Bovendien bestaan in een grotere vennootschap veelal meer hiërarchische niveaus waaraan (in de meeste gevallen) telkenmale een hogere bezoldiging is verbonden. Deze hypothesen moeten ten aanzien van de bestuurders met de nodige omzichtigheid worden gehanteerd.

Studies hebben ook onderzocht welke relaties bestaan tussen de beurskapitalisatie en de bestuurdersbezoldiging. Deze relaties waren veelal significant maar zwak tijdens de jaren tachtig, en statistisch niet significant in de jaren negentig. Ook Arthur Andersen stelt dat in Frankrijk geen correlatie bestaat tussen de beurskapitalisatie en de bestuurdersbezoldiging.¹⁵³ Een studie van Pigé wijst eveneens uit dat beursresultaten zelden de bonus bepalen.¹⁵⁴

Een andere positieve relatie zou bestaan tussen de ondernemingsresultaten en de bestuurdersbezoldiging, uitgedrukt in volgende functie:

$$\log [\text{bezoldiging}]_{it} = \alpha + \beta [\text{resultaten}]_{it} + \varepsilon_t$$

Deze relatie laat toe het agency probleem op te vangen aangezien de belangen van de agent in het verlengde liggen van deze van de opdrachtgever. Wanneer bv. als onafhankelijke variabele de shareholder value wordt gebruikt is de remuneratie van de bestuurder afhankelijk van de dividenden en de koersstijgingen waarvan de aandeelhouder geniet. Een goede bezoldiging van de agent impliceert derhalve een toename van de rijkdom van de aandeelhouder als opdrachtgever. β duidt derhalve de gevoeligheid van de remuneratie ten aanzien van vennootschapsresultaten aan.

¹⁵² Voor recente Britse resultaten, zie MAIN, B., BRUCE, A. en BUCK, T., "Total board remuneration and company performance", *The Economic Journal*, 1996, 1627-1644.

¹⁵³ JACK, A., "A French revolution in pay disclosure", *The Financial Times*, 16 april 1994, 14.

¹⁵⁴ PIGE, B., "La politique de rémunération en tant d'incitation à la performance des dirigeants", *Revue du Financier*, 1994, 54.

De studie van Alcouffe en Alcouffe wijst uit dat de bonusvergoedingen die worden uitbetaald tegelijkertijd zijn gekoppeld aan een indicator m.b.t. de omzet of de realisatie van specifieke normen en rentabiliteitsindicatoren¹⁵⁵. De bonusvergoeding is niet steeds gekoppeld aan de bovenstaande indicatoren die betrekking hebben op de vennootschap maar soms ook aan dezelfde indicatoren die betrekking hebben op het groepsniveau. Deze vaststelling sluit aan bij de Franse rechtspraak¹⁵⁶ die vereist dat een bonusvergoeding moet gekoppeld zijn aan de resultaten.

Meer recente studies¹⁵⁷ laten de bestuurdersbezoldiging niet enkel afhangen van de ondernemingsresultaten maar ook van de positionering van de vennootschap in de sector:

$$\log [\text{bezoldiging}]_{it} = \alpha + \beta [\text{resultaten}]_{it} + \gamma [\text{gemiddelde winstgevendheid van de sector}]_{it}^{158}$$

BOYD heeft twee andere relaties met als afhankelijke variabele de bestuurdersbezoldiging onderzocht. De vergoeding van de bestuurder in de V.S. is negatief gerelateerd aan het aandelenbezit van de raad van bestuur. De verklaring kan worden gevonden in het feit dat bestuurders die een groot aandelenpakket bezitten in de vennootschap waarin ze bestuurder zijn, geen voordeel hebben de bestuurdersbezoldiging te verhogen ten nadele van de dividenden uitgekeerd aan de aandeelhouders.¹⁵⁹ Tot slot stelt BOYD vast dat een sterke relatie bestaat tussen de bestuurdersbezoldiging en zijn kennis van de “omgeving” waarin de vennootschap werkzaam is.¹⁶⁰

b. Methodologie van deze studie

59. De studie onderzoekt de verbanden die bestaan tussen de afhankelijke variabele bestuurdersbezoldiging (eventueel inclusief tantièmes) en een aantal onafhankelijke variabelen. Als onafhankelijke variabelen worden gebruikt: omzet, beurskapitalisatie, dividenden, shareholder value en ondernemingsresultaten. De globale invloed van de onafhankelijke variabelen op de bestuurdersbezoldiging wordt eveneens getoetst.

De gehanteerde basisvergelijking luidt:

¹⁵⁵ ALCOUFFE, A. en ALCOUFFE, C., “Rémunérations et performances des dirigeants des sociétés françaises”, *Revue Internationale de Droit Economique*, 1996, 382.

¹⁵⁶ Versailles, 15 mei 1985, *Recueil Dalloz Sirey*, 1987, 404, noot BOIZARD, M.

¹⁵⁷ Sommige studies implementeren ook reeds de gevraagde persoonlijkheidskenmerken en “governance characteristics” in het model, zie EZZAMEL, M. en WATSON, R., “Executive remuneration and corporate performance”, in *Corporate Governance: Responsibilities, Risks and Remuneration*, KEASY, K. en WRIGHT, M. (eds), New York, John Wiley & Sons, 1997, 73.

¹⁵⁸ Voor een uitgewerkte wiskundige analyse zie, EZZAMEL, M. en WATSON, R., *o.c.*, 72-75 en CONYON, M. en LEECH, D., “Top Pay, Company Performance and Corporate Governance”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 1994, 229-238. Zie ook WINFREY, F., “The control of CEO Compensation by Institutional Investors: An Empirical Study of Agency Theory in Large U.S. Industrial Corporations”, *Corporate Governance - An International Review*, 1994, 217.

¹⁵⁹ BOYD, B.K., *o.c.*, 203.

¹⁶⁰ BOYD, B.K., *o.c.*, 205.

$$[\text{Bezoldiging}]_{it} = \alpha + \beta [\text{onafhankelijke variabele}]_{it}$$

(t-stat.)

met:

α : constante

β : richtingcoëfficiënt van de geschatte regressierechte

t : jaar

i : vennootschap

t-stat. : t-waarde van de significantietoets

De studie houdt rekening met tijdsintervallen. De invloed die uitgaat van de onafhankelijke variabele t-1 op de bestuurdersbezoldiging op tijdstip t wordt eveneens geanalyseerd. De cumulatieve invloed van de onafhankelijke variabele op tijdstip t en t-1 maakt tevens deel uit van het onderzoek. R^2 duidt aan in welke mate de onafhankelijke variabele een verklaring biedt voor de schommeling in de bestuurdersbezoldiging. De relatie tussen de onafhankelijke variabelen en de afhankelijke variabele komt tot uiting in de aangepaste R^2 om te vermijden dat het louter toevoegen van onafhankelijke variabelen de verklaringkracht van de regressievergelijking zou vergroten.

Waar mogelijk maakt de studie een onderscheid tussen de periode 1988-1990 en 1991-1995. Dit onderscheid laat toe verschillen vast te stellen tussen de verbanden in de twee perioden. Immers, zoals hoger aangeduid, evolueren de relaties tussen de bestuurdersvergoeding en de onafhankelijke variabelen in de tijd.

Aangezien een aantal regressievergelijkingen, voornamelijk bij de jaaruitsplitsing, gebaseerd zijn op een beperkt aantal gegevens, werd, in geval het model significante resultaten opleverde de Spearman's rank correlation test toegepast om eventuele heteroscedasticiteit¹⁶¹ vast te stellen.

De resultaten opgenomen in de tabellen zijn steeds uitgedrukt in duizenden.

c. Resultaten

I. OMZET EN BESTUURDERSVERLONING

¹⁶¹ Wanneer een model gebruik maakt van regressieanalyse impliceert dit een aantal basisveronderstellingen. Eén van deze uitgangspunten betreft de homoscedasticiteit van de restterm. Dit houdt in dat het model onderstelt dat de variantie van de restterm van de vergelijking een bepaalde constante waarde is of statistisch uitgedrukt $E(u_i^2) = s^2$ en $i=1,2,3,\dots,N$. Hieraan liggen de logaritmische modellen van de andere studies ten grondslag. Immers, wanneer met logaritmische waarden wordt gewerkt, is de kans dat heteroscedasticiteit optreedt veel kleiner. Bovendien geven de logaritmische waarden de elasticiteit van de bezoldiging ten opzichte van de onafhankelijke variabele weer. Aangezien dit de eerste studie is in België over het onderwerp en zij tevens gericht is aan een ruim publiek werd doelbewust niet geopteerd om met logaritmische waarden te werken.

60. Tabel 22 geeft de resultaten van de regressieanalyse tussen de onafhankelijke variabele omzet en de afhankelijke variabele bestuurdersvergoeding. De gemiddelde vaste vergoeding die een raad van bestuur van een BEL-20 vennootschap ontvangt bedraagt 30,6 mln. BEF. Iedere omzetsijging van 1 miljard BEF levert de raad van bestuur een bijkomende vergoeding van 362.000 BEF op. Het model levert gelijkaardige resultaten op in geval met een tijdsinterval wordt rekening gehouden. De relatie tussen de onafhankelijke variabelen omzet t en omzet t-1 leverde geen significante resultaten op (bijlage 10)

TABEL 22: Verband tussen omzet en bestuurdersverloning

Totale periode 1988-1995 ¹ bezoldiging op t		Totale periode 1988-1995 ² bezoldiging op t	
constante	30591,81	constante	31167,927
omzet op t	0,00036204	omzet op t-1	0,00037118
t-stat.	(7,103)*	t-stat.	(6,403)*
R ²	0,387	R ²	0,373

*: significant op het 1% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t significant op het 20% niveau; ²: t niet significant;

Zoals hoger reeds aangeduid bestaan in dit onderzoek intertemporele effecten¹⁶². Zo verdween in de V.S. de significantie van de beurskapitalisatie op de bestuurdersremuneratie in de loop van de jaren negentig. Daarom werd tevens onderzocht of er significante verschillen bestaan tussen de periode 1988-1990 en 1991-1995. De verbanden zijn opgenomen in tabel 24. Door de hoge constante vergoeding tijdens de beginjaren van dit decennium, is het vaste gedeelte van de vergoeding in de tweede regressie aanzienlijk hoger dan in de eerste regressie of tijdens de periode 1994-1995. De verklarende waarde van de invloed van de omzet op de bestuurdersbezoldiging daalde aanzienlijk tijdens de periode 1988-1995.

In tabel 23 werden de data uitgesplitst over de 8 jaren waarvoor in deze studie gegevens ter beschikking staan. Het variabel element in de vergoeding is sinds 1988 steeds afgenomen, met uitzondering van de vergoeding in het jaar 1994. In 1988 bedroeg de bijkomende vergoeding van de raad van bestuur bij een omzetsijging van 1 miljard BEF nog 883.000 BEF. Het laatste jaar is de vaste vergoeding van de raad van bestuur aanzienlijk gedaald. In 1995 bedroeg deze remuneratie iets meer dan 23 mln. BEF, ruim 9 mln. minder dan het jaar voordien. Hierbij kwam in 1995 256.700 BEF bijkomende vergoeding bij 1 miljard BEF bijkomende omzet. Deze laatste cijfers zijn beduidend lager dan het gemiddelde over de periode 1988-1995. Later onderzoek zal moeten uitwijzen of deze daling aanhoudt dan wel verband houdt met de grote kans op heteroscedasticiteit van de resultaten uit 1995.

¹⁶² Cf. supra nr. 50.

TABEL 23: Verband tussen omzet en bestuurdersverloning uitgesplitst naar jaar.

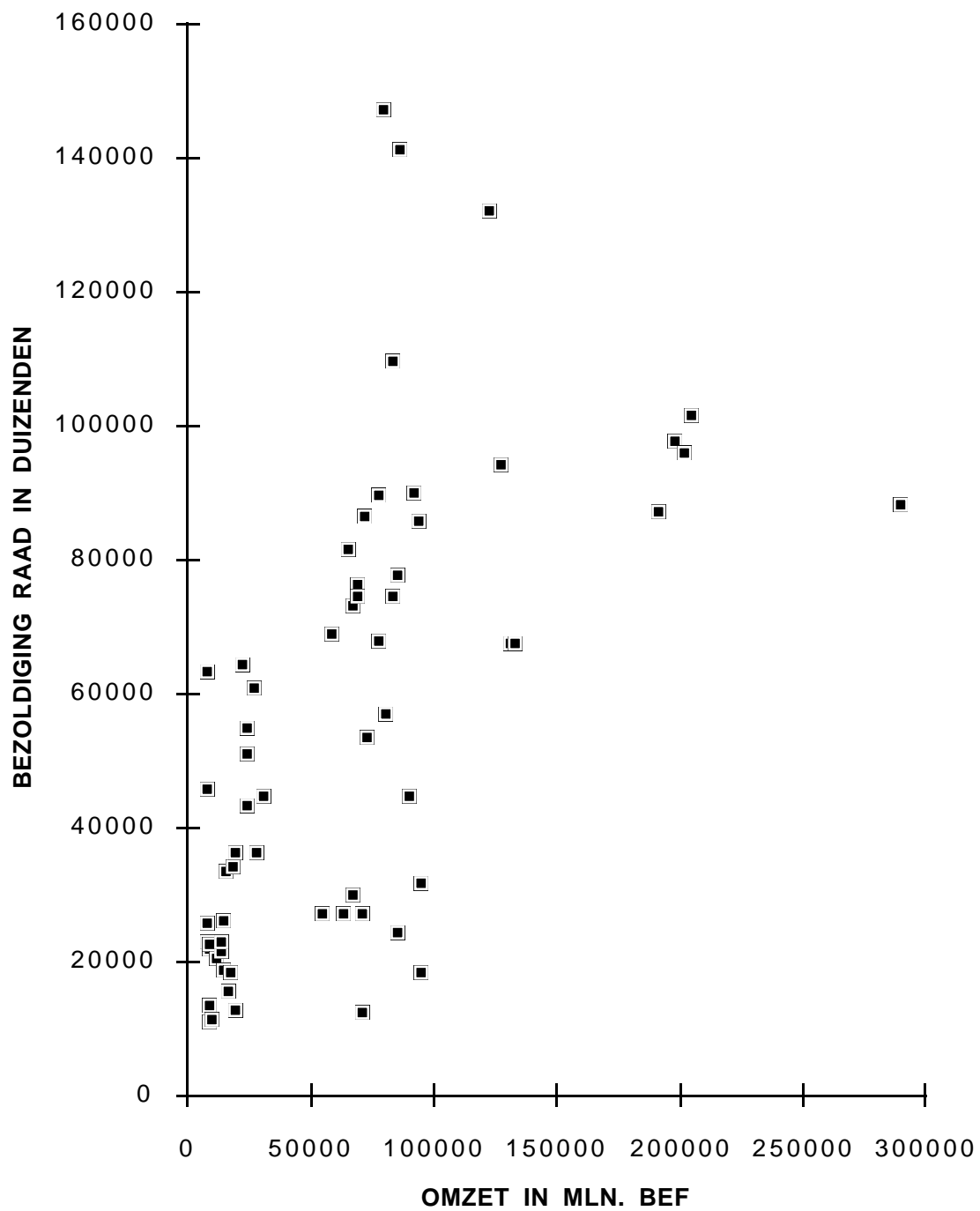
Periode	1988-1995			
	bestuurdersbezoldiging op t			
	1988 ³	1989 ²	1990 ³	1991 ¹
constante	5702,9596	32537,3567	25298,251	31779,543
omzet op t	0,00088332	0,00044822	0,00046206	0,00034223
t-stat.	(4,197)*	(2,083)****	(2,861)**	(2,005)****
R ²	0,688	0,352	0,476	0,309
	1992 ¹	1993 ¹	1994 ¹	1995 ⁴
constante	32928,1868	32343,5226	32603,2239	23056,4575
omzet op t	0,00033637	0,00028394	0,00034829	0,00025669
t-stat.	(1,757)*****	(2,232)***	(2,324)***	(3,647)*
R ²	0,255	0,356	0,403	0,689

*: significant op het 1% niveau; **: significant op het 2% niveau; ***: significant op het 5 % niveau; ****: significant op het 10% niveau; *****: significant op het 20% niveau

heteroscedasticiteit: ¹: t niet significant; ²: t significant op het 20% niveau; ³: t significant op 10% niveau; ⁴: t significant op het 2% niveau.

FIGUUR 1

**BESTUURDERSBEZOLDIGING EN OMZET
1988-1995**



Tabel 24: Verband tussen omzet en bestuurdersverloning uitgesplitst naar periode.

Periode 1988-1990 ¹	Periode 1991-1995 ²
bezoldiging op t	bezoldiging op t
constante	constante
22884,2735	31985,7264
omzet op t	omzet op t
0,00054536	0,00030146
t-stat. (5,158)*	t-stat. (4,951)*
R ²	R ²
0,478	0,333

*: significant op het 1% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t significant op het 20% niveau; ²: t niet significant.

II. OMZET EN BESTUURDERSVERLONING INCLUSIEF TANTIÈMES

61. Naast de vergoeding opgenomen in post XIX van de toelichting van de jaarrekening, keren een aantal vennootschappen aanzienlijke bedragen uit aan bestuurders in de vorm van tantièmes. De analyse onderzoekt dan ook welke de verbanden zijn tussen de omzet enerzijds en de bestuurdersverloning en tantièmes anderzijds.

De verbanden tussen beide grootheden zijn zeer significant en de omzet geeft een aanzienlijke verklaring van de variaties in de bezoldiging inclusief tantièmes. Uit tabel 25 blijkt dat het verband tussen de variabelen iets sterker is wanneer rekening wordt gehouden met een tijdsinterval van één jaar. De vaste vergoeding is hoger wanneer het tijdsinterval niet in rekening wordt gebracht maar het variabel deel ligt 65.000 BEF lager per miljard omzetstijging. De raad van bestuur ontvangt over de periode 1988-1995 naast een vaste jaarlijkse vergoeding van 29,07 mln. BEF 609.000 BEF bijkomende vergoeding bij een omzetstijging van 1 mrd. BEF.

TABEL 25: Verband tussen omzet en bestuurdersverloning inclusief tantièmes

Periode 1988-1995 ¹	Periode 1988-1995 ²
bezoldiging incl. tantièmes op t	bezoldiging incl. tantièmes op t
constante	constante
29032,234	27133,115
omzet op t	omzet op t-1
0,00060913	0,00066423
t-stat. (10,07)*	t-stat. (9,463)*
R ²	R ²
0,602	0,603

*: significant op het 1% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t significant op het 2% niveau; ²: t niet significant.

Wanneer de bestudeerde periode wordt uitgesplitst in jaarcijfers komen meer gedetailleerde gegevens aan het licht (tabel 26). De vaste vergoeding die de raad van

bestuur krijgt, neemt toe tot in 1992 en daalt sterk in 1995. In 1992 bekam de raad van bestuur een vaste vergoeding van 28,3 mln. BEF terwijl deze som in 1995 was afgenomen tot 19,9 mln. BEF. Het cijfer voor 1989 is niet significant. Bovendien verminderde de bijkomende vergoeding die wordt uitgekeerd wanneer de vennootschap meer omzet realiseert aanzienlijk. Tussen 1988 en 1994 schommelde de bijkomende vergoeding voor de raad van bestuur rond 700.000 BEF bij een stijging van de omzet met 1 mrd. BEF. In 1995 kreeg de raad van bestuur slechts 453.000 BEF bijkomende vergoeding bij een gelijkaardige omzetsijging. Het verband tussen de omzet en de remuneratie van de bestuurders met inbegrip van de tantièmes neemt sterk toe in de periode 1988-1995. De omzet verklaart niet minder dan 91% van de variatie van de bestuurdersbezoldiging in 1995, daar waar dit in 1988 nog slechts 35% was; bovendien is het resultaat voor 1995 zeer significant.

TABEL 26: Verband tussen omzet en bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar jaar

Periode	1988-1995			
	bestuurdersbezoldiging inclusief tantièmes op t			
	1988 ¹	1989	1990 ¹	1991 ¹
constante	20871,356	57120,095	23166,430	23982,823
omzet op t	0,00066922	0,00010375	0,0007460	0,0007378
t-stat.	(1,798)**	(0,265)***	(4,037)*	(3,917)*
R ²	0,350	0,012	0,700	0,657
	1992 ¹	1993 ²	1994 ¹	1995 ²
constante	28334,151	23914,638	25947,795	19938,176
omzet op t	0,00070661	0,00069215	0,00069279	0,00045349
t-stat.	(3,775)*	(5,355)*	(4,739)*	(7,214)*
R ²	0,640	0,782	0,782	0,912

*: significant op het 1% niveau; **: significant op het 20% niveau; ***: niet significant

heteroscedasticiteit: ¹: t niet significant; ²: t significant op het 20% niveau.

Zoals in andere studies werd nagegaan of sinds het einde van de jaren tachtig zich belangrijke verschuivingen hebben voorgedaan in het verband tussen de omzet en de bestuurdersverloning. Zoals uit de vorige tabel reeds kon worden vermoed, verklaart de omzet in de eerste helft van dit decennium beter de wijzigingen in de bestuurdersvergoedingen dan op einde van de jaren tachtig.

TABEL 27: Verband tussen omzet en bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar periode

Periode 1988-1990 ¹	bezoldiging incl. tantièmes op t	Periode 1991-1995 ²	bezoldiging incl. tantièmes op t
constante	28914,165	constante	27868,202
omzet op t t-stat.	0,00063559 (4,105)*	omzet op t t-stat.	0,00061607 (9,468)*
R ²	0,458	R ²	0,671

*: significant op het 1% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t niet significant; ²: t significant op het 1% niveau.

De resultaten uit 1989 zijn niet significant. De correlatie tussen omzet en bestuurdersvergoeding is beduidend hoger in de eerste helft van dit decennium. Dit blijkt zowel uit tabel 27 als uit tabel 28. Het resultaat vergt nader onderzoek naar de toekomst en naar andere vennootschappen toe. Bovendien is er een grote waarschijnlijkheid dat de resultaten van de periode 1991-95 aangetast zijn door heteroscedasticiteit. Indien een algemeen onderzoek dezelfde verbanden vertoont, stelt zich de vraag of dit een gewenste evolutie is. Omzet is niet noodzakelijk de beste factor om de bestuurdersbezoldiging op te enten.

TABEL 28: Verband tussen omzet en bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar periode

Periode 1988-1989 ¹	bezoldiging incl. tantièmes op t	Periode 1990-1995 ¹	bezoldiging incl. tantièmes op t
constante	37863,0568	constante	27410,4451
omzet op t t-stat.	0,00039443 (1,481)**	omzet op t t-stat.	0,00063288 (10,416)*
R ²	0,135	R ²	0,672

*: significant op het 1% niveau; **: significant op het 20% niveau

heteroscedasticiteit: ¹: t niet significant.

III. BEURSKAPITALISATIE EN BESTUURDERSVERLONING

62. Tabel 29 geeft de resultaten over de periode 1990-1995 weer. De relatie tussen de beurskapitalisatie en de bestuurdersbezoldiging is zwak maar significant. De raad van bestuur ontvangt ongeveer 46 mln. BEF vaste vergoeding. Daarnaast resulteert een stijging van de beurskapitalisatie met 1 mrd. BEF in een bijkomende vergoeding van ongeveer 151.000 BEF.

TABEL 29: Verband tussen beurskapitalisatie en bestuurdersverloning

Periode 1988-1995 ¹		Periode 1988-1995 ²	
bezoldiging op t		bezoldiging op t	
constante	46003,851	constante	45939,892
beurskap. t	0,000151086	beurskap t-1	0,00015100
t-stat.	(4,316)*	t-stat.	(4,121)*
R ²	0,144	R ²	0,152

*: significant op het 1% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t significant op het 1% niveau; ²: t significant op het 2% niveau.

Wanneer een tijdsinterval van één jaar in het model wordt ingebouwd stijgt de correlatie tussen beide variabelen lichtjes. De vaste bezoldiging neemt een iets kleiner aandeel in het totale vergoedingspakket in en het variabele deel blijft ongeveer gelijk bij een toe- of afname van de aandelenkoers. Het vaste deel van de bezoldiging van de raad van bestuur is 45,9 mln. groot en daarbovenop krijgt de raad bij iedere stijging met 1 mrd. BEF van de beurskapitalisatie genoteerd in het jaar voorafgaand aan het boekjaar waarin de bezoldiging is vastgesteld een bijkomende vergoeding van 151.000 BEF.

TABEL 30: Verband tussen beurskapitalisatie en bestuurdersverloning uitgesplitst naar jaar

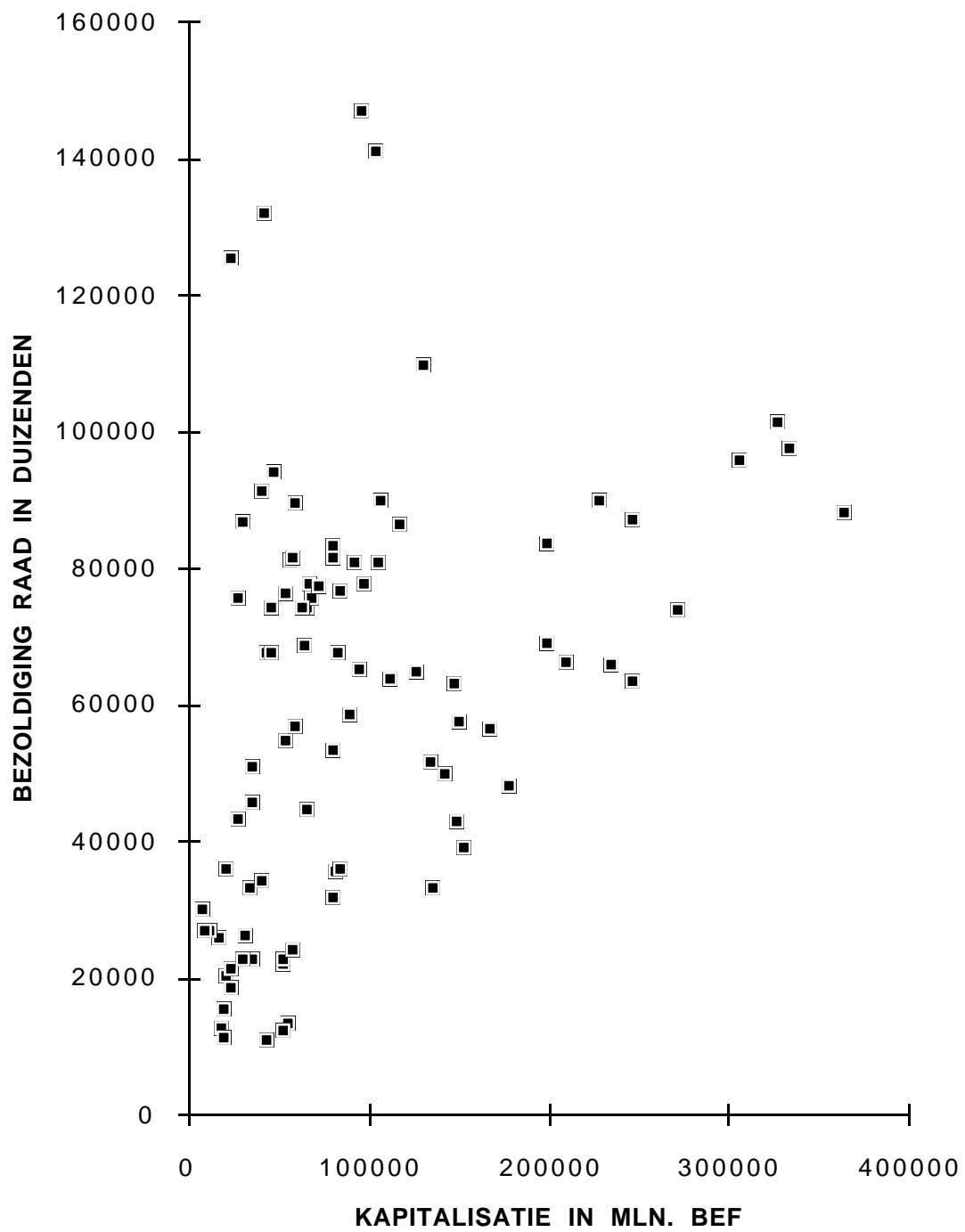
Periode	1988-1995			
	bestuurdersbezoldiging op t			
	1988	1989	1990	1991
constante	39871,842	53771,373	45966,870	45211,525
beurskap. op t	0,0001753	0,0001237	0,00015435	0,00017437
t-stat.	(1,231)***	(0,953)***	(1,283)***	(1,333)***
R ²	0,132	0,083	0,121	0,120
	1992	1993 ¹	1994 ²	1995 ¹
constante	55623,031	43982,630	42874,534	38352,044
beurskap. op t	0,00012539	0,00014579	0,00018576	0,00015216
t-stat.	(1,137)***	(2,018)**	(2,328)*	(2,183)**
R ²	0,085	0,225	0,294	0,302

*: significant op het 5% niveau; **: significant op het 10% niveau; ***: niet significant

heteroscedasticiteit: ¹: t niet significant; ²: t significant op het 5% niveau.

FIGUUR 2

KAPITALISATIE EN BEZOLDIGING 1990-1995



De beurskapitalisatie is pas sinds kort een relevante factor bij de verklaring van de remuneratie van de raad van bestuur. Sinds 1993 zijn de bekomen resultaten significant. De correlatie tussen beide factoren nam sinds 1993 gestaag toe. Ten aanzien van het vaste gedeelte van de vergoeding valt te noteren dat zoals bij de omzet dit bedrag gevoelig terugloopt. In 1995 bedroeg dit bedrag nog slechts 38,35 mln. BEF. De bijkomende vergoeding fluctueert rond dezelfde waarde: ongeveer 150.000 BEF bijkomende vergoeding per bijkomende mrd. BEF beurskapitalisatie van de vennootschap. Latere studies zullen moeten uitwijzen of, zoals bij de omzet, ook dit gedeelte van de vergoeding minder omvangrijk zal worden. De combinatie van de invloed van de beurskapitalisatie op periode t-1 en periode t is weergegeven in bijlage 12. De resultaten zijn echter niet significant.

Zoals later nog zal blijken is vanaf het boekjaar 1993 een duidelijk ander patroon vast te stellen. De correlatie tussen de onafhankelijke en afhankelijke variabelen neemt gevoelig toe, zoals ook de kans op de aanwezigheid van heteroscedasticiteit.

TABEL 31: Verband tussen beurskapitalisatie en bestuurdersverloning tijdens de periode 1993-1995

Periode	1993-1995 ¹
	bestuurdersbezoldiging op t
constante	42311,923
beurskap. op t	0,00015729
t-stat.	(3,860)*
R ²	0,262

*: significant op het 1% niveau.
heteroscedasticiteit: ¹: t significant op het 1% niveau

IV. BEURSKAPITALISATIE, BESTUURDERSVERLONING EN TANTIËMES

63. De gegevens van de beurskapitalisatie zijn ook gehanteerd bij het testen van de relatie met de bestuurdersverloning inclusief tantièmes. De relatie tussen beide grootheden is sterk significant en de invloed van de beurskapitalisatie op de wijzigingen van de bestuurdersbezoldiging is iets groter wanneer rekening wordt gehouden met een tijdsinterval van 1 jaar (tabel 232).

De vaste vergoeding van de bestuurdersbezoldiging is begroot op 26,3 mln. BEF met een verhoging van 878.000 BEF wanneer de beurskapitalisatie van de vennootschap toeneemt met 1 mrd. BEF. De vaste vergoeding is iets hoger indien het tijdsinterval niet in kaart wordt gebracht. Daartegenover staat een hogere variabele vergoeding wanneer de beurskapitalisatie van 1 jaar voordien als onafhankelijke variabele in het model wordt opgenomen. Voor de relatie tussen de onafhankelijke variabele op t en t-1 wordt verwezen naar bijlage 13.

De vaste vergoeding is veel kleiner in geval rekening wordt gehouden met de tantièmes. Immers de raad van bestuur krijgt slechts 26,4 mln. BEF uitgekeerd in geval het model tevens rekening houdt met de tantièmes terwijl anders 46 mln. BEF wordt betaald aan de raad van bestuur. Daartegenover staat, uiteraard, een gevoelig hogere variabele vergoeding. De grote kans op de aanwezigheid van heteroscedasticiteit is een gevolg van de resultaten uit de periode 1988-1991.

TABEL 32: Verband tussen beurskapitalisatie en bestuurdersverloning inclusief tantièmes

Periode 1988-1995 ¹		Periode 1988-1995 ¹	
	bezold.+tant. op t		bezold.+tant. op t
constante	26377,249	constante	24192,554
beurskap. t	0,00087792	beurskap t-1	0,00092611
t-stat.	(9,385)*	t-stat.	(9,470)*
R ²	0,442	R ²	0,486

*: significant op het 1% niveau.
heteroscedasticiteit: ¹: t significant op 1% niveau.

TABEL 33: Verband tussen beurskapitalisatie en bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar jaar

Periode	1988-1995			
	bestuurdersbezoldiging inclusief tantièmes op t			
	1988 ¹	1989 ²	1990 ²	1991 ²
constante	5574,297	-3031,368	-24700,150	-8683,819
kap. op t	0,0013314	0,0013837	0,0015324	0,0014264
t-stat.	(4,570)*	(3,398)*	(5,032)*	(4,073)*
R ²	0,676	0,536	0,679	0,561
	1992 ³	1993 ⁴	1994 ⁴	1995 ⁴
constante	57637,079	39818,439	53571,568	47405,600
kap. op t	0,0005480	0,0006038	0,0005301	0,0004903
t-stat.	(2,654)**	(3,773)*	(3,024)*	(2,531)***
R ²	0,335	0,504	0,413	0,368

*: significant op het 1% niveau; **: significant op het 2% niveau; ***: significant op het 5% niveau
heteroscedasticiteit: ¹: t significant op 5% niveau; ²: t significant op het 10% niveau; ³: t significant op het 20% niveau; ⁴: t niet significant.

Gedurende de gehele onderzocht periode is de relatie tussen beide grootheden zeer significant. Er is, zoals bij de relatie tussen de bestuurdersbezoldiging exclusief tantièmes en de kapitalisatie een keerpunt te noteren rond 1993.¹⁶³ Vanaf 1993 stijgt het vaste gedeelte van de bezoldiging terwijl het variabele deel lichtjes daalt (tabel 28). In de periode hieraan voorafgaand is het vaste gedeelte gering tot sterk negatief (theoretisch moet de raad van bestuur tot 24,7 mln. BEF aan de vennootschap terugbetalen in geval de beurskapitalisatie 0 zou zijn). De variabele vergoeding daarentegen is aanzienlijk. Iedere stijging van de beurskapitalisatie met 1 mrd. BEF levert de raad van bestuur een bijkomende vergoeding op van 1,3 tot 1,5 mln. BEF. Vanaf 1993 tonen de cijfers aan dat de bezoldiging uit een aanzienlijk vast deel bestaat (bv. 1994: 53,6 mln BEF) maar de stijging van de beurskapitalisatie met 1 mrd. BEF levert de raad van bestuur slechts 0,5 tot 0,6 mln. BEF op.

Het onderscheid tussen de periode 1988-1990 en 1991-1995 is voornamelijk gelegen in de verklaaringswaarde van dit model. In de periode 1988-1990 is 62,7% van de wijziging van de bestuurdersbezoldiging te verklaren door de beurskapitalisatie. In de periode 1991-1995 spelen duidelijk andere factoren een meer belangrijke rol: slechts 37,9% van de bestuurdersbezoldiging is nog te verklaren aan de hand van de variaties die van de beurskapitalisatie van de vennootschap.

TABEL 34: Verband tussen beurskapitalisatie en bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar periode

Periode 1988-1990 ¹		Periode 1991-1995 ¹	
	bezold.+tant. op t		bezold.+tant. op t
constante	-6575,652	constante	43893,622
beurskap. t	0,0014083	beurskap t	0,0006552
t-stat.	(7,771)*	t-stat.	(6,671)*
R ²	0,627	R ²	0,379

*: significant op het 1% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t significant op 1% niveau

Periode 1992-1995 ²		Periode 1993-1995 ¹	
	bezold.+tant. op t		bezold.+tant. op t
constante	48354,972	constante	44851,001
beurskap. t	0,0005766	beurskap t	0,00057178
t-stat.	(5,854)*	t-stat.	(5,108)*
R ²	0,442	R ²	0,465

*: significant op het 1% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t niet significant; ²: t significant op het 5% niveau.

¹⁶³ 1992 heeft een geringe significantie.

V. SHAREHOLDER VALUE EN BESTUURDERSVERLONING

1. dividenden en bestuurdersverloning

64. Tabel 35 en figuur 3 geven de verbanden tussen de dividenden en de bestuurdersverloning weer. De correlatie tussen de dividenden en de bestuurdersverloning is niet groot, ook niet indien met een tijdsinterval van 1 jaar wordt rekening gehouden.¹⁶⁴ De vaste vergoeding over de gehele bestuurder periode bedraagt ongeveer 19,5 mln. BEF voor de raad van bestuur van een BEL-20 vennootschap. Iedere dividendstijging met 100 mln. BEF levert de raad een bijkomende vergoeding op van 220.000 BEF.

TABEL 35: Verband tussen de dividenden en de bestuurdersverloning

Periode	1988-1995 ¹	Periode	1988-1995 ¹
	bezoldiging op t		bezoldiging op t
constante	49564,514	constante	49240,504
div. op t	0,0022245	div. op t-1	0,0023625
t-stat.	(4,066)*	t-stat.	(4,127)*
R ²	0,128	R ²	0,149

*: significant op het 1% niveau.

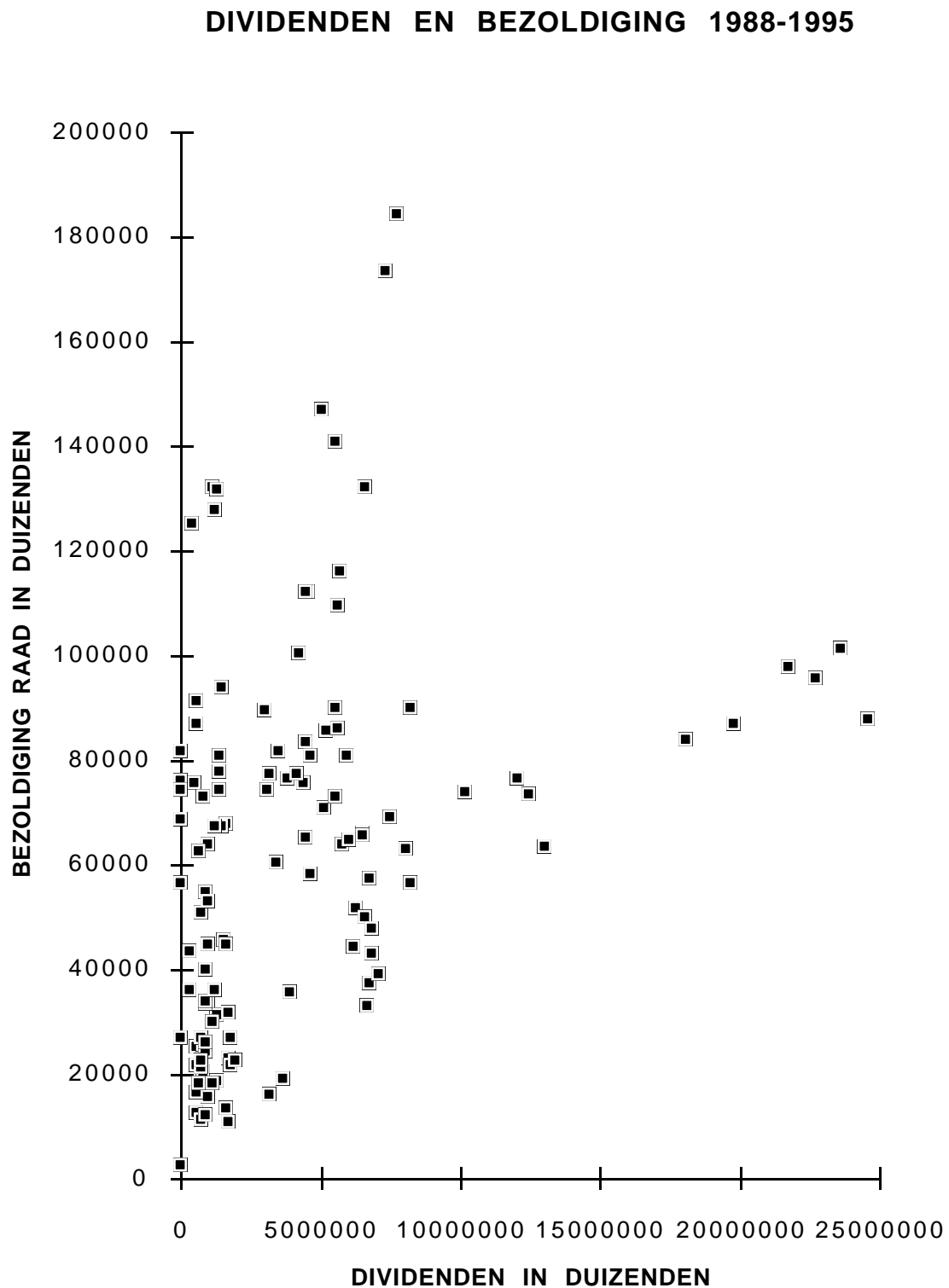
heteroscedasticiteit: ¹: t significant op het 1% niveau.

Omdat de BEL-20 lijst van vennootschappen een aantal financiële vennootschappen bevat, werden de resultaten tevens gecontroleerd ten aanzien van de industriële vennootschappen (tabel 36). Dit kan de vergelijking met andere studies vergemakkelijken. De resultaten wijken echter niet sterk af van deze van de totale groep. De correlatie tussen de dividenden en de bezoldiging van de raad van bestuur is significant maar zwak, zowel met als zonder tijdsinterval van 1 jaar. De raad van bestuur van de industriële vennootschap ontvangt ongeveer 49,3 mln. BEF vaste vergoeding en een bijkomende bezoldiging van 255.000 BEF wanneer de vennootschap 100 mln. meer aan dividenden uitkeert in het jaar voorafgaand aan het tijdstip van bezoldiging. Gezien het gevaar op heteroscedasticiteit indien geen tijdsinterval wordt in acht genomen, zijn de resultaten van de regressie waarbij rekening wordt gehouden met een tijdsinterval van 1 jaar meer betrouwbaar.

Zoals bij de beurskapitalisatie zijn de verbanden tussen de dividenden en de bestuurdersbezoldiging slechts significant en zwak vanaf 1993 (tabel 37). Ook hier valt een duidelijke afname van het vast gedeelte van de vergoeding vast te stellen tussen 1993 en 1995. Het variabel gedeelte fluctueert tussen de 200.000 en 230.000 BEF bijkomende bezoldiging bij een bijkomende dividenduitkering van 100 mln. BEF. De correlatie tussen de dividenduitkeringen en de bezoldiging stijgt in de betrokken periode aanzienlijk.

¹⁶⁴ Wanneer het model rekening houdt, zowel met de dividenden op tijdstip t als op het tijdstip t-1, zijn de resultaten niet significant (bijlage 14).

FIGUUR 3



TABEL 36: Verband tussen de dividenden en de bestuurdersverloning voor de industriële vennootschappen

Periode 1988-1995 ²	bezoldiging op t	Periode 1988-1995 ¹	bezoldiging op t
constante	47639,273	constante	49286,404
div. op t	0,002528	div. op t-1	0,0025467
t-stat.	(4,405)*	t-stat.	(3,996)*
R ²	0,191	R ²	0,182

*: significant op het 1% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t niet-significant; ²: t significant op het 2% niveau.

Zoals hoger aangeduid is de correlatie tussen de dividenduitkering en de bestuurdersbezoldiging de laatste jaren aanzienlijk toegenomen. Daar waar de significantie van de resultaten tussen 1988 en 1990 slechts het 10%-niveau haalde, zijn deze resultaten zeer significant (op het 1%-niveau) tijdens de periode 1993-1995 (tabel 38). Niettemin blijven de correlatiecoëfficiënten van de dividenden en de bestuurdersbezoldiging beduidend onder deze van de omzet en de bestuurdersbezoldiging.

TABEL 37: Verband tussen de dividenden en de bestuurdersverloning uitgesplitst naar jaar

Periode 1988-1995	bestuurdersbezoldiging op t			
	1988	1989	1990	1991
constante	37868,100	50020,606	50008,881	53038,056
div. op t	0,0046287	0,0347111	0,0020019	0,0020139
t-stat.	(1,28)**	(0,629)**	(1,179)**	(1,263)**
R ²	0,131	0,035	0,104	0,109
	1992	1993 ¹	1994 ²	1995 ¹
constante	58858,141	49710,785	50462,671	45462,671
div. op t	0,0019773	0,0020146	0,0022945	0,0020089
t-stat.	(1,123)**	(1,908)*	(1,960)*	(1,817)*
R ²	0,083	0,206	0,228	0,231

*: significant op het 10% niveau; **: niet significant

heteroscedasticiteit: ¹: t niet significant; ²: t significant op het 5% niveau.

TABEL 38: Verband tussen de dividenden en de bestuurdersverloning uitgesplitst naar periode

Periode 1988-1990 ¹		Periode 1991-1995 ²	
	bezoldiging op t		bezoldiging op t
constante	46372,515	constante	51528,724
div. op t	0,0025074	div. op t	0,0020632
t-stat.	(1,904)**	t-stat.	(3,503)*
R ²	0,087	R ²	0,144

*: significant op het 1% niveau, **: significant op het 10% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t significant op het 5% niveau; ²: t significant op het 1% niveau.

Periode 1993-1995¹
bestuurdersbezoldiging
op t

constante 48859,212

div. op t 0,0020876
t-stat. (3,413)*

R² 0,217

*: significant op het 1% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t significant op het 1% niveau.

2. dividenden en tantièmes

65. Zoals hoger reeds aangehaald, bepalen de statuten in meer dan 50% van de BEL-20 vennootschappen een vaste verhouding tussen de uitkering van tantièmes en dividenden. Aangezien hierdoor de onderzoeksgroep te beperkt wordt en statistische fouten kunnen optreden zijn in deze studie geen verbanden onderzocht.

3. dividenden, aandelenkoerswijzigingen en bestuurdersverloning

66. De Belgische vennootschappen in België hebben de vergoeding van de raad van bestuur nog niet gekoppeld aan de "shareholder value". Immers, er bestaat geen verband tussen de remuneratie van de raad van bestuur enerzijds en de dividenduitkering verhoogd of verlaagd met de stijging of daling van de aandelenkoers. De resultaten van de regressie tussen beide grootheden voor de periode 1988-1995 is opgenomen in bijlage 15.

Dit resultaat is consistent met de bevinden van Jensen en Murphy die in een onderzoek naar de relatie tussen de vergoeding van de CEO en de "shareholder

wealth” vaststelden dat slechts 2% van de vergoeding in cash bepaald wordt door de onafhankelijke variabele “shareholder wealth”.¹⁶⁵

4. dividenden, aandelenkoerswijzigingen en tantièmes

67. Ten aanzien van deze relatie geldt dezelfde opmerking als deze gemeld bij de relatie tussen de dividenden en de tantièmes.

5. dividenden, aandelenkoerswijzigingen en bezoldiging inclusief tantièmes

68. Zoals voor de bestuurdersbezoldiging exclusief tantièmes reeds is vastgesteld, bestaat evenmin enig verband tussen de bestuurdersbezoldiging met inbegrip van de tantièmes en de dividenden verhoogd of verlaagd met de schommelingen in de aandelenkoers (bijlage 16). Wanneer een tijdsinterval van 1 jaar in het model wordt ingebouwd zijn de resultaten zeer zwak significant maar de correlatie tussen de onafhankelijke variabele en de bestuurdersbezoldiging inclusief tantièmes is zeer klein.

vi. resultaten en bestuurdersverloning

69. Tot slot van de enkelvoudige regressies is de relatie getest tussen de resultaten van de vennootschap en de bestuurdersbezoldiging. De verklarende waarde van de resultaten op de bezoldiging is gering, en ligt iets hoger wanneer rekening wordt gehouden met een vertraging van één jaar. Iedere stijging van de resultaten met 100 mln. BEF levert de raad van bestuur een bijkomende vergoeding op van 140.400 BEF. De vaste vergoeding van de raad van bestuur is ongeveer 49,7 mln. BEF (tabel 39 en figuur 4).

TABEL 39: Verband tussen de resultaten en de bestuurdersverloning

Periode	1988-1995 ¹	Periode	1988-1995 ¹
	bezoldiging op t		bezoldiging op t
constante	49748,155	constante	49425,039
Res. op t	0,00140423	Res. op t-1	0,00146826
t-stat.	(3,479)*	t-stat.	(3,621)*
R ²	0,097	R ²	0,119

*: significant op het 1% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t significant op het 1% niveau;

Een uitsplitsing over de verschillende jaren levert geen eenduidige resultaten op (tabel 40). Meerdere jaren geven niet significante resultaten en in de andere jaren overstijgt de significantie het 10% betrouwbaarheidsinterval niet. Het variabele

¹⁶⁵ EZZAMEL, M. en WATSON, R., “Executive remuneration and corporate performance”, in *Corporate Governance: Responsibilities, Risks and Remuneration*, KEASY, K. en WRIGHT, M. (eds), New York, John Wiley & Sons, 1997, 65.

gedeelte van de vergoeding situeert zich tussen de 291.000 BEF (1988) en 179.000 BEF (1994) wanneer het resultaat van de vennootschap met 100 mln. BEF wijzigt. Het vaste gedeelte van de vergoeding stijgt tussen 1988 en 1993 van 35,6 mln. BEF naar 55,8 mln. BEF en daalt daarna tot 42,9 mln. BEF.

TABEL 40: Verband tussen de resultaten en de bestuurdersverloning uitgesplitst naar jaar

Periode	1988-1995			
	bestuurdersbezoldiging op t			
	1988 ¹	1989	1990	1991 ¹
constante	32297,521	55446,662	47072,504	48937,871
Res. op t	0,0032137	0,0000694	0,0014504	0,0021352
t-stat.	(1,821)*	(0,046)***	(1,192)***	(1,597)**
R ²	0,232	0,001	0,106	0,164
	1992 ²	1993	1994 ³	1995 ³
constante	55149,657	55863,495	48926,893	42947,794
Res. op t	0,0020523	0,0004170	0,0017935	0,0019401
t-stat.	(1,434)**	(0,584)***	(1,809)*	(1,939)*
R ²	0,128	0,024	0,201	0,255

*: significant op het 10% niveau; **: significant op het 20% niveau; ***: niet significant

heteroscedasticiteit: ¹: t niet significant; ²: t significant op het 20% niveau; ³: t significant op het 10% niveau.

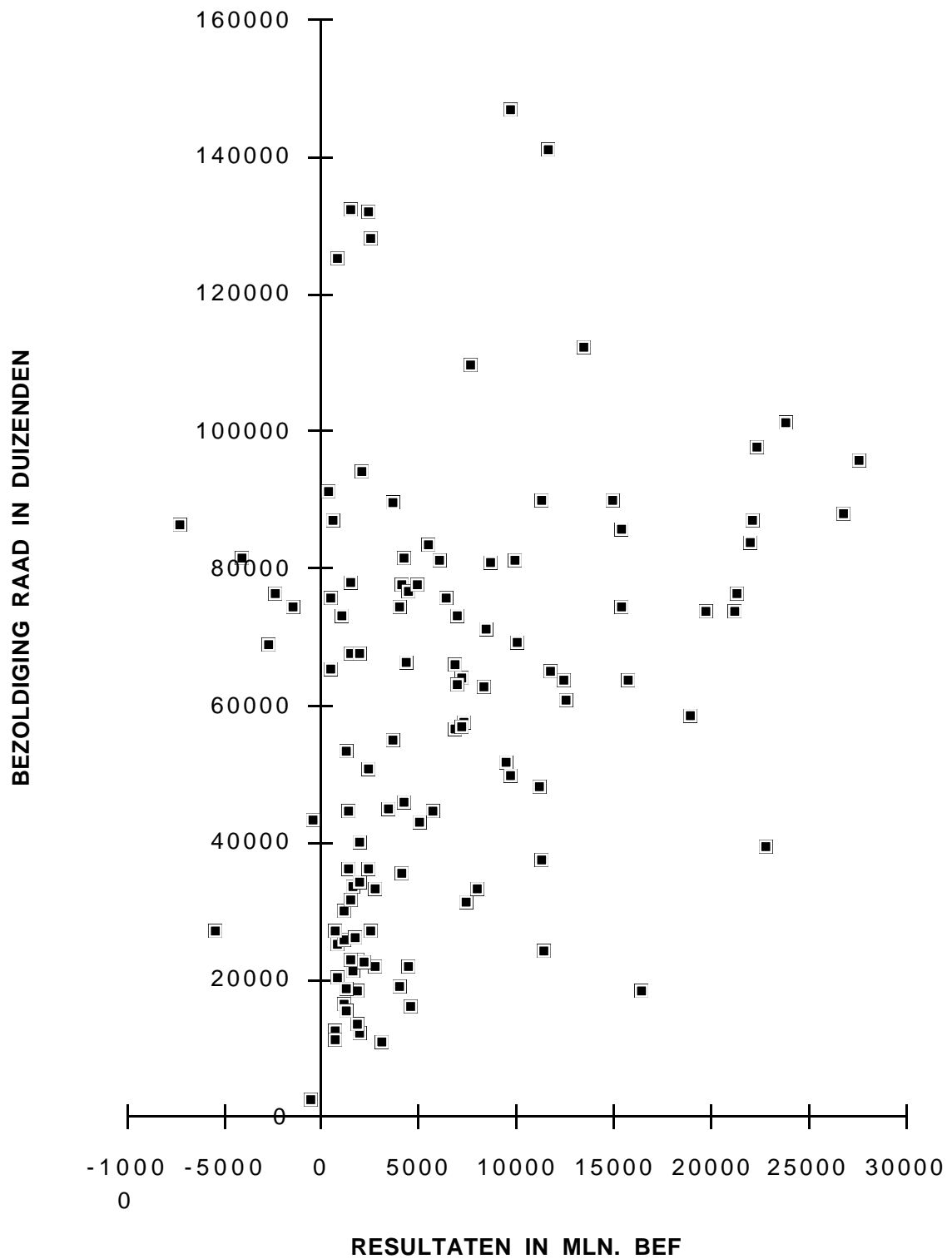
TABEL 41: Verband tussen de resultaten en de bestuurdersverloning uitgesplitst naar periode

Periode	1988-1990 ¹	Periode	1991-1995 ²
	bezoldiging op t		bezoldiging op t
constante	43840,196	constante	52246,360
Res. op t	0,00151257	Res. op t	0,00144464
t-stat.	(1,874)**	t-stat.	(3,125)*
R ²	0,085	R ²	0,118

*: significant op het 1% niveau; **: significant op het 10% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t significant op het 2% niveau; ²: t significant op het 1% niveau.

BESTUURDERSBEZOLDIGING EN RESULTATEN 1988-1995



De resultaten van de regressievergelijking voor de periode 1988-1990 en de periode 1991-95 leveren geen verschillen op die op duidelijke breuk wijzen. Het vaste gedeelte van de vergoeding stijgt in deze periode van 43,8 mln. BEF naar 52,2 mln. BEF maar het variabele gedeelte van de bezoldiging neemt in de eerste helft van dit decennium af van 151.000 BEF tot 144.000 BEF bij een resultatenwijziging van 100 mln. BEF. De invloed van de vennootschapsresultaten op het tijdstip t en t-1 op de bezoldiging is opgenomen in bijlage 17. Enkel het resultaat op tijdstip t-1 is significant.

vii. resultaten en bestuurdersverloning inclusief tantièmes

70. De vennootschapsresultaten bieden slechts een geringe verklarende waarde aan de bestuurdersverloning met inbegrip van de tantièmes. De gegevens zijn echter meer significant dan wanneer alleen de bestuurdersbezoldiging als afhankelijke variabele in het model wordt geïmplementeerd. De totale vergoeding van de raad van bestuur bestaat uit ongeveer 59 mln. te verhogen met 7,4 mln. wanneer het resultaat toeneemt met 1 mrd. BEF (tabel 42). De resultaten worden echter aangetast door de hoge kans op heteroscedasticiteit.

TABEL 42: Verband tussen de resultaten en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes

Periode 1988-1995 ¹		Periode 1988-1995 ¹	
	bezoldiging incl. tantièmes op t		bezoldiging incl. tantièmes op t
constante	58968,584	constante	58465,765
Res. op t t-stat.	0,00740845 (6,070)*	Res. op t-1 t-stat.	0,00749586 (5,963)*
R ²	0,246	R ²	0,268

*: significant op het 1% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t significant op het 1% niveau.

In de loop van dit decennium is de verklarende waarde van het vennootschapsresultaat zeer klein geworden. Daar waar in 1988 nog 65,8% van de variatie van de bezoldiging met inbegrip van de tantièmes van de raad van bestuur verklaard wordt door de resultaten is dit in 1994 afgenomen tot minder dan 15% (1995: 21,4%). Deze vaststelling vloeit ook voort uit tabel 44 die de resultaten van de periode 1988-1990 en 1991-1995 weergeeft.

TABEL 43: Verband tussen de resultaten en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar jaar

Periode	1988-1995			
	bestuurdersbezoldiging incl. tantièmes op t			
	1988 ³	1989 ³	1990 ⁴	1991 ²
constante	-4564,074	6658,340	21309,423	53649,472
Res. op t	0,0179684	0,0118116	0,0118	0,0116636
t-stat.	(4,596)*	(2,137)****	(2,862)**	(2,592)***
R ²	0,658	0,293	0,406	0,341
	1992 ¹	1993 ¹	1994 ¹	1995 ¹
constante	83399,949	84222,742	75543,409	69169,739
Res. op t	0,0044021	0,0028278	0,0036930	0,0051919
t-stat.	(1,446)*****	(1,526)*****	(1,462)*****	(1,730)*****
R ²	0,130	0,143	0,141	0,214

*: significant op het 1% niveau; **: significant op het 2% niveau; ***: significant op het 5% niveau; ****: significant op het 10% niveau; *****: significant op het 20% niveau

heteroscedasticiteit: ¹: t niet significant; ²: t significant op het 20% niveau; ³: t significant op het 5% niveau; ⁴: t significant op het 2% niveau.

TABEL 44: Verband tussen de resultaten en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes uitgesplitst naar periode

Periode	1988-1990 ²	Periode	1991-1995 ¹
	bezoldiging incl. tantièmes op t		bezoldiging incl. tantièmes op t
constante	10112,150	constante	76279,648
Res. op t	0,01306267	Res. op t	0,00506710
t-stat.	(5,243)*	t-stat.	(3,927)*
R ²	0,420	R ²	0,174

*: significant op het 1% niveau.

heteroscedasticiteit: ¹: t significant op het 2% niveau; ²: t significant op het 1% niveau;

viii. gecombineerd effect van de onafhankelijke variabelen op de bezoldiging

71. In de hierna volgende paragrafen zijn de resultaten opgenomen van de invloed van de verschillende onafhankelijke variabelen op de bestuurdersbezoldiging. De

meeste resultaten zijn echter niet significant of slechts significant op een matig niveau.

1. dividenden, resultaten en kapitalisatie

72. Uit bijlage 19 valt af te leiden dat de combinatie van de dividenden de resultaten en de kapitalisatie geen bijkomende verklaring biedt. Enkel de waarde voor de kapitalisatie is significant maar slechts op het 20%-niveau. De verklaringskracht van de variaties van de onafhankelijke waarden op de bezoldiging is gering.

Bovendien bestaat het gevaar op autocorrelatie in geval in het model zowel de onafhankelijke variabele dividenden en resultaten zijn betrokken. Immers is het resultaat in vele gevallen een determinerende factor bij de bepaling van de omvang van de dividenden.

De resultaten van de uitsplitsing naar de periode 1988-1990 en 1991-1995 zijn opgenomen in de bijlage 19.

2. dividenden, kapitalisatie, resultaten en omzet

73. Als onafhankelijke variabele werd tevens omzet ingebracht. Deze variabele beperkt het aantal te weerhouden gegevens aanzienlijk aangezien de financiële vennootschappen uitgesloten worden. De resultaten van de regressie zijn niet significant (bijlage 20).

De resultaten van de uitsplitsing naar de periode 1988-1990 en 1991-1995 zijn opgenomen in de bijlage 20. De resultaten zijn evenmin significant.

3. resultaten en kapitalisatie

74. Hier is enkel de waarde van de kapitalisatie significant (bijlage 21). De resultaten van de uitsplitsing naar de periode 1988-1990 en 1991-1995 zijn opgenomen in de bijlage 21. De resultaten zijn niet significant.

4. dividenden en kapitalisatie

75. De bekomen resultaten zijn niet significant (bijlage 22). De resultaten van de uitsplitsing naar de periode 1988-1990 en 1991-1995 zijn opgenomen in de bijlage 22. De resultaten zijn evenmin significant.

5. resultaten, kapitalisatie en omzet

76. De bekomen resultaten zijn niet significant (bijlage 23). De resultaten van de uitsplitsing naar de periode 1988-1990 en 1991-1995 zijn opgenomen in de bijlage 23. De resultaten zijn niet significant.

6. kapitalisatie en omzet

77. Hier is enkel de waarde van de kapitalisatie matig significant (bijlage 24). De resultaten van de uitsplitsing naar de periode 1988-1990 en 1991-1995 zijn opgenomen in de bijlage 24. De resultaten zijn niet significant.

7. resultaten en omzet

78. De onafhankelijke variabelen zijn gering en matig significant, en de verklaringskracht van het model is niet groot (tabel 45). De resultaten van de uitsplitsing naar de periode 1988-1990 en 1991-1995 zijn opgenomen in de bijlage 25.

TABEL 45: Verband tussen de resultaten en de omzet en de bestuurdersverloning

Totale periode 1988-1995			
	constante	result. op t	omzet op t
bestuurders- bezold. op t	47973,679	0,00101988	0,00007642
R ²	0,166		
R ² gecor.	0,156		
t-stat.		(1,590)**	(1,671)*

*: significant op het 10% niveau; **: significant op het 20% niveau

8. dividenden, kapitalisatie en omzet

79. De bekomen resultaten zijn niet significant (bijlage 26). De resultaten van de uitsplitsing naar de periode 1988-1990 en 1991-1995 zijn opgenomen in de bijlage 26.

9. dividenden en omzet

80. De onafhankelijke variabelen zijn gering en matig significant, maar de verklaringskracht van het model is niet groot (tabel 46). De resultaten van de uitsplitsing naar de periode 1988-1990 en 1991-1995 zijn opgenomen in de bijlage 27.

TABEL 46: Verband tussen de dividenden en de omzet en de bestuurdersverloning

Totale periode 1988-1995			
	constante	dividend op t	omzet op t
bestuurders- bezold. op t	48697,225	0,00129972	0,00007915
R ²	0,166		
R ² gecor.	0,156		

t-stat. (1,608)** (1,784)*

*: significant op het 10% niveau; **: significant op het 20% niveau

ix. gecombineerd effect van de onafhankelijke variabelen op bezoldiging en tantièmes.

81. In tegenstelling tot de resultaten bekomen met als afhankelijke variabele de bestuurdersbezoldiging zijn de waarden bekomen voor het model met als afhankelijke variabele bestuurdersbezoldiging met inbegrip van de tantièmes meer significant. Bovendien verklaart het model veel meer de evolutie van de afhankelijke variabele.

1. resultaten, kapitalisatie en omzet

82. De bezoldiging van de raad van bestuur inclusief tantièmes is positief gerelateerd aan de kapitalisatie en de omzet (tabel 47). Een stijging van de resultaten verlagen de bezoldiging. Ten aanzien van dit model dient enig voorbehoud te worden geformuleerd omdat de kans bestaat dat een vast verband kan gevonden worden tussen de tantièmes als deel van de afhankelijke variabele en de resultaten.

De omzet is de best verklarende factor. De significantie van deze onafhankelijke variabele is zeer sterk.

De uitsplitsing van de gegevens over de periode 1988-1990 en 1991-1995 tonen onderlinge verschillen aan (bijlage 28). De resultaten tonen de zeer sterke correlatie aan tussen de bezoldiging met inbegrip van de tantièmes en de onafhankelijke variabelen. Tijdens de eerste periode verklaren de onafhankelijke variabelen bijna volledig de wijzigingen van de bestuurdersbezoldiging met inbegrip van de tantièmes. Nochtans is enkel de onafhankelijke variabele omzet sterk significant. De tweede periode 1991-1995 kenmerkt zich door het geringer verklarend karakter van het model ($R^2 = 0,619$) maar de resultaten van de kapitalisatie zijn eveneens sterk significant.

TABEL 47: Verband tussen de resultaten, de kapitalisatie en de omzet en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes

Totale periode 1988-1995				
	constante	result. op t	kapital. op t	omzet op t
bezoldiging inclusief tantiemes op t	19966,285	-0,0031752	0,00045073	0,00081272
R ²	0,734			
R ² gecor.	0,727			
t-stat.		(-1,926)**	(2,770)*	(8,132)*

*: significant op het 1% niveau; **: significant op het 10% niveau.

2. kapitalisatie en omzet

83. Ook in dit model is voornamelijk de omzet de factor met de sterkste significantie (tabel 48).

TABEL 48: Verband tussen de kapitalisatie en de omzet en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes

Totale periode 1988-1995			
	constante	kapital. op t	omzet op t
bezoldiging inclusief tantiemes op t	21396,116	0,00024028	0,0007929
R ²	0,721		
R ² gecor.	0,718		
t-stat.		(1,959)**	(7,846)*

*: significant op het 1% niveau; **: significant op het 10% niveau.

Voor een uitsplitsing over de periode 1988-1990 en 1991-1995 volstaat de verwijzing naar de bijlage 29. Dit model levert geen nieuwe elementen op.

3. resultaten en kapitalisatie

84. Zoals hoger reeds vastgesteld zijn de resultaten negatief gecorreleerd met de bestuurderbezoldiging inclusief tantièmes (tabel 49). De bekomen waarde is echter niet significant.

TABEL 49: Verband tussen de resultaten en de kapitalisatie en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes

Totale periode 1988-1995			
	constante	result. op t	kapital. op t
bezoldiging			
inclusief	28092,396	-0,0017958	0,00110019
tantièmes op t			
R ²	0,513		
R ² gecor.	0,508		
t-stat.		(-0,816)**	(5,777)*

*: significant op het 1% niveau; **: niet significant

Voor een uitsplitsing over de periode 1988-1990 en 1991-1995 volstaat de verwijzing naar de bijlage 30. Dit model levert geen nieuwe elementen op.

4. resultaten en omzet

85. Dit model sluit sterk aan bij de bevindingen van de andere modellen. Omzet is sterk significant terwijl de waarde van het resultaat niet significant is (tabel 50).

TABEL 50: Verband tussen de resultaten en de omzet en de bestuurdersverloning inclusief tantièmes

Totale periode 1988-1995			
	constante	result. op t	omzet op t
bezoldiging			
inclusief	28648,710	-0,0000111	0,00094856
tantièmes op t			
R ²	0,708		
R ² gecor.	0,705		
t-stat.		(-0,087)**	(10,470)*

*: significant op het 1% niveau; **: niet significant

Voor een uitsplitsing over de periode 1988-1990 en 1991-1995 volstaat de verwijzing naar de bijlage 31. Dit model levert evenmin nieuwe elementen op.

d. vergelijking met de Britse raad van bestuur

86. De resultaten uit de studie van MAIN, BRUCE en BUCK¹⁶⁶ zijn niet rechtstreeks vergelijkbaar met de gegevens uit dit onderzoek omdat met logaritmische waarden en

¹⁶⁶ MAIN, B., BRUCE, A. en BUCK, T., "Total board remuneration and company performance", *The Economic Journal*, 1996, 1638-1641.

met andere tijdsintervallen werd gewerkt en de resultaten betrekking hebben op een andere periode. Er kunnen echter wel gelijkaardige conclusies worden getrokken. Ook in Groot-Britannië zijn de bezoldigingen (exclusief de opties) van de raad van bestuur sterk gecorreleerd aan de omzet. De correlatie tussen de bezoldiging van de raad van bestuur en de shareholder value is, zoals in België niet significant. Significante resultaten troffen de auteurs aan tussen de remuneratie van de best betaalde bestuurder en de CEO enerzijds en de shareholder value anderzijds. Wanneer bij de bezoldiging als afhankelijke variabele tevens rekening wordt gehouden met de waarde van de opties, worden andere verbanden vastgesteld. De correlatie tussen de bezoldiging en de omzet verkleint terwijl deze met de shareholder value sterk toeneemt. Een stijging van de shareholder value met 10% resulteert in een toename van de bezoldiging van de totale raad van bestuur van 7,03%. Dergelijke verbanden tussen de shareholder value en de bestuurdersbezoldiging treft men niet aan in België. De gepubliceerde gegevens laten niet toe de waarde van de opties in het model op te nemen, maar een eerste studie¹⁶⁷ en anecdotisch materiaal wijzen uit dat slechts weinig vennootschappen een aandelenoptieplan hebben ten voordele van de bestuurders.

E. BESLUIT

87. De recente Angelsaksische literatuur besteedt in het kader van de corporate governance discussie uitgebreid aandacht aan de bezoldiging van de raad van bestuur. Op het Europese continent beperkt de bespreking zich voorlopig tot een theoretische uiteenzetting met hoofdzakelijk fiscale bedenkingen, wegens een acuut gebrek van gegevens. Veelal is de bekendmaking van de bezoldiging beperkt tot een globaal bedrag toegekend aan de gehele raad van bestuur. De invoering van een Europese Richtlijn die slechts beperkte openbaarmakingsverplichtingen oplegt, ligt aan de grondslag van deze situatie. Een aantal vennootschappen kennen desalniettemin een grotere openheid. De Zweedse vennootschappen publiceren beduidend meer gegevens dan de Belgische. Uiteenlopende, niet-homogene gegevens worden aangetroffen bij een aantal Zwitserse en Franse vennootschappen.

Ondanks deze belangrijke beperking poogt dit onderzoek een aanzet te zijn de remuneratie van de raad van bestuur economisch te benaderen. In een eerste deel wordt na een uiteenzetting van de structuur van het onderzoek, een descriptieve analyse van de gegevens opgenomen. Het aantal leden van de raad van bestuur van de vennootschappen opgenomen in de BEL-20 index is groter dan de gemiddelde omvang van de raad van alle beursgenoteerde Belgische vennootschappen. Ook in vergelijking met de raden van bestuur van de andere landen, treffen we in de raad van bestuur van de BEL-20 vennootschappen meer leden aan. Enkel de Japanse raad van bestuur is omvangrijker.

De vergoeding van de raad van bestuur neemt in België geen overmatige vormen aan. In 1995 bedroeg de gemiddelde bezoldiging van de raad van bestuur 46,7 mln. BEF voor 10 vennootschappen uit de BEL-20 die reeds vanaf 1988 hierover gegevens publiceren. Theoretisch en gemiddeld bedraagt de vergoeding van de individuele bestuurder 2,8 mln. BEF. De remuneratie van de raad van bestuur van

¹⁶⁷ Volgens KORN/FERRY INTERNATIONAL ontvangt geen enkele "outside director" in België een deel van zijn bezoldiging in stock options terwijl slechts 15% van de "inside directors" genieten van een stock option plan (KORN/FERRY INTERNATIONAL, *Board Meeting in Session: European Boards of Directors Study*, London, Korn/Ferry, 1996, 34).

deze 10 BEL-20 vennootschappen bedraagt echter wel een veelvoud van de vergoeding van de raad van bestuur van de beursgenoteerde vennootschappen die niet zijn opgenomen in de BEL-20. Een groot aantal uit deze laatste groep vennootschappen leeft de boekhoudwetgeving niet na en maakt de vergoeding van de raad van bestuur niet openbaar. De gemiddelde vergoeding van de totale raad van bestuur van de Britse vennootschappen bedroeg in 1989 reeds 106,8 mln. BEF, deze van de best betaalde bestuurder¹⁶⁸ 10,27 mln. BEF.

Tot op heden blijkt de vergoeding van de raad van bestuur niet gerelateerd aan de shareholder value. Voornamelijk de omzet verklaart op de meest significante wijze de wijziging van de bezoldiging van de raad van bestuur. In mindere mate bezit ook de kapitalisatie een verklarende waarde. De verklaringskracht van de kapitalisatie is gevoelig beter in geval naast de bestuurderbezoldiging ook de tantièmes in het model worden opgenomen. De vennootschapsresultaten bieden geen goede verklaring voor de schommelingen in de bestuurdersbezoldigingen. Dezelfde resultaten komen naar voor in geval in het model tegelijkertijd wordt rekening gehouden met de omzet en de kapitalisatie ten aanzien van de bestuurdersbezoldiging van de bestuurders met inbegrip van de tantièmes.

De kapitalisatie kan worden gezien als een functie van de winstvooruitzichten, die tot uiting komen in de jaarlijkse resultaten. Aangezien de resultaten een eerder geringe verklaring bieden voor de wijzigingen in de bezoldigingen, dienen we te besluiten dat de bezoldiging afgestemd is op toekomstige resultaten, eerder dan op de resultaten van het boekjaar. Deze toekomstige resultaten zitten nu reeds in de beurskoers en dus in de kapitalisatie verwerkt. Tantièmes zijn vaak bepaald in functie van de resultaten zodat hier de verklaringsgrond ligt voor het sterker verband tussen de resultaten en bestuurdersbezoldigingen inclusief tantièmes.

Bovenstaande redenering biedt echter geen verklaring bieden voor de geringe verbanden tussen de bestuurdersbezoldigingen en de "shareholder value". Immers duidt een toename van de kapitalisatie bij een zelfde aantal aandelen op een stijging van de aandelenkoers. Dit zou dan moeten resulteren in een sterker verband tussen bezoldiging en "shareholder value". Het onderzoek levert echter geen verbanden op. Er bestaat echter grote waarschijnlijkheid op heteroscedasticiteit in het model dat de relatie tussen bestuurderbezoldiging en kapitalisatie onderzoekt.

De resultaten uit het onderzoek kunnen niet rechtstreeks geëxtrapoleerd worden naar alle vennootschappen. Immers, de steekproef is niet omvangrijk genoeg en de BEL-20 vennootschappen hebben veelal een structuur en kenmerken die enkel bij (een deel van) de beursgenoteerde vennootschappen is terug te vinden. Een algemene vaststelling kan echter niet ontbreken. Aangezien de vennootschappen opgenomen in deze studie vaak een internationale aandeelhoudersstructuur kennen en derhalve meer gevoelig zijn aan externe invloeden, kan worden aangenomen dat deze groep van vennootschappen het eerst een koppeling zullen doorvoeren tussen enerzijds de bestuurdersbezoldiging en shareholder value. Het is een boeiende conclusie dat zelfs in deze vennootschappen nog niets is terug te vinden van dergelijke relatie.

Christoph Van der Elst
Instituut Financieel Recht,
Universiteit Gent

¹⁶⁸ Dit is de mediaanwaarde van de best betaalde bestuurder uit 60 Britse beursgenoteerde vennootschappen uitgedrukt in £ in 1989.

BIJLAGEN 1-9 BESTAAN ENKEL OP HARD COPY. Zij kunnen worden
aangevraagd bij de auteur

BIJLAGE 1: UITTREKSEL UIT HET JAARVERSLAG 1993 VAN J. SAINSBURY

BIJLAGE 2: UITTREKSEL UIT HET JAARVERSLAG 1994 VAN BOOKER

BIJLAGE 3: UITTREKSEL UIT HET JAARVERSLAG 1994 VAN BLUE CIRCLE

BIJLAGE 4: UITTREKSEL UIT HET JAARVERSLAG 1994 VAN TATE & LYLE

BIJLAGE 5: UITTREKSEL UIT HET JAARVERSLAG 1994 VAN UNITED
BISCUITS

BIJLAGE 6: UITTREKSEL UIT HET JAARVERSLAG 1994 VAN BARCLAYS EN
BP

BIJLAGE 7: UITTREKSEL UIT DE FINANCIAL TIMES, WEEKEND EDITION

BIJLAGE 8: UITTREKSEL UIT HET JAARVERSLAG VAN REDLAND PLC EN
PRUDENTIAL CORPORATION

BIJLAGE 9: COMPLIANCE WITH THE CADBURY CODE

**BIJLAGE 10: INVLOED VAN DE OMZET OP T EN T-1 OP DE
BESTUURDERSBEZOLDIGING OP T (NIET SIGNIFICANT)**

Totale periode 1988-1995

	constante	omzet op t	omzet op t-1
bestuurders- bezoldiging op t	31349,6922	0,00018654	0,00017413
R ²	0,377		
R ² gecor.	0,368		

t-stat. (0,732)* (0,739)*

*: niet significant

**BIJLAGE 11: INVLOED VAN DE OMZET OP T EN T-1 OP DE
BESTUURDERSBEZOLDIGING INCLUSIEF TANTIEMES OP T (NIET
SIGNIFICANT)**

Totale periode 1988-1995

	constante	omzet op t	omzet op t-1
bestuurders- bezoldiging op t	27516,068	0,0001706	0,00048003
R ²	0,605		
R ² gecor.	0,598		

t-stat. (0,535)* (1,366)*

*: niet significant

**BIJLAGE 12: INVLOED VAN DE KAPITALISATIE OP T EN T-1 OP DE
BESTUURDERSBEZOLDIGING OP T (NIET SIGNIFICANT)**

Totale periode 1990-1995

	constante	Kap. op t	Kap. op t-1
bestuurders- bezoldiging op t	43606,8084	0,00012145	0,00004360
R ²	0,200		
R ² gecor.	0,177		

t-stat. (0,509)* (0,059)*

*: niet significant

**BIJLAGE 13: INVLOED VAN DE KAPITALISATIE OP T EN T-1 OP DE
BESTUURDERSBEZOLDIGING INCLUSIEF TANTIEMES OP T (SIGNIFICANT OP
T-1, NIET SIGNIFICANT OP T)**

Totale periode 1988-1995			
	constante	Kap. op t	Kap. op t-1
bezoldiging incl. tantièmes op t	27729,938	-0,0003876	0,00134043
R ²	0,476		
R ² gecor.	0,470		
t-stat.		(0,986)**	(10,625)*

*: significant op het 1% niveau; **: niet significant

**BIJLAGE 14: INVLOED VAN DE DIVIDENDEN OP T EN T-1 OP DE
BESTUURDERSBEZOLDIGING OP T (NIET SIGNIFICANT)**

Totale periode 1988-1995			
	constante	dividend op t	dividend op t-1
bestuurders- bezoldiging op t	49258,387	-0,0002041	0,0025712
R ²	0,149		
R ² gecor.	0,104		
t-stat.		(0,004)*	(0,640)*

*: niet significant

BIJLAGE 15: INVLOED VAN DE DIVIDENDEN EN DE
AANDELENKOERSSCHOMMELINGEN OP DE BESTUURDERSBEZOLDIGING
(NIET SIGNIFICANT)

Periode 1989-1995	bezoldiging op t	Periode 1989-1995	bezoldiging op t
constante	60162,531	constante	58394,590
div.+ op t t-stat.	0,001336 (0,837)*	div.+ op t-1 t-stat.	-0,00009233 (-0,516)*
R ²	0,007	R ²	0,004

*: niet significant.

Periode 1989-1995	bestuurdersbezoldiging op t			
	1989	1990	1991	
constante	72616,134	59546,330	62560,597	
div.+ op t t-stat.	-0,0010168 (-0,555)*	-0,0002679 (-0,511)*	0,0003279 (0,644)*	
R ²	0,037	0,025	0,033	
	1992	1993	1994	1995
constante	67306,003	55919,417	58839,911	48289,772
div.+ op t t-stat.	0,0001659 (0,507)*	0,0001626 (0,237)*	0,0005721 (1,241)*	0,0003041 (0,709)*
R ²	0,019	0,004	0,106	0,044

*: niet significant

Periode 1993-1995	bestuurdersbezoldiging op t
constante	55281,941
div.+ op t t-stat.	0,0002335 (0,989)*
R ²	0,023

*: niet significant

BIJLAGE 16: INVLOED VAN DE DIVIDENDEN EN DE
AANDELENKOERSSCHOMMELINGEN OP DE BESTUURDERSBEZOLDIGING
INCLUSIEF DE TANTIEMES (NIET SIGNIFICANT)

Periode 1989-1995		Periode 1989-1995	
bezold.+tant. op t		bezold.+tant op t	
constante	109640,668	constante	107380,580
div.+ op t t-stat.	0,00015536 (0,285)**	div.+ op t-1 t-stat.	-0,00095469 (-1,559)*
R ²	0,001	R ²	0,035

*: significant op het 20% niveau; **: niet significant.

Periode 1989-1995				
bestuurdersbezoldiging inclusief tantièmes op t				
	1989	1990	1991	
constante	227634,547	113523,157	129704,276	
div.+ op t t-stat.	-0,0102966 (-1,263)*	-0,0022851 (1,038)*	-0,0009418 (-0,460)*	
R ²	0,166	0,097	0,017	
	1992	1993	1994	1995
constante	114091,665	71339,663	101155,568	72362,678
div.+ op t t-stat.	-0,0001028 (-0,146)*	0,0023247 (1,292)*	-0,0003441 (-0,288)*	0,0012707 (1,040)*
R ²	0,002	0,106	0,006	0,090

*: niet significant

Periode 1993-1995	
bestuurdersbezoldiging op t	
constante	55281,941
div.+ op t t-stat.	0,0002335 (0,989)*
R ²	0,023

*: niet significant

**BIJLAGE 17: INVLOED VAN HET RESULTAAT OP T EN T-1 OP DE
BESTUURDERSBEZOLDIGING OP T (SIGNIFICANT OP T-1, NIET SIGNIFICANT
OP T)**

Totale periode 1988-1995			
	constante	result. op t	result. op t-1
bestuurders- bezoldiging op t	49007,3739	0,0001635	0,00135786
R ²	0,120		
R ² gecor.	0,111		
t-stat.		(0,148)**	(7,430)*

*: significant op het 1% niveau; **: significant op het 20% niveau

**BIJLAGE 18: INVLOED VAN HET RESULTAAT OP T EN T-1 OP DE
BESTUURDERSBEZOLDIGING INCLUSIEF TANTIEMES**

Totale periode 1988-1995			
	constante	result. op t	result. op t-1
bestuurders- bezoldiging op t	52015,844	0,00321075	0,005306
R ²	0,294		
R ² gecor.	0,287		
t-stat.		(3,106)*	(1,866)**

*: significant op het 1% niveau; **: significant op het 10% niveau

BIJLAGE 19: INVLOED VAN HET DIVIDEND, HET RESULTAAT EN DE KAPITALISATIE OP DE BESTUURDERSBEZOLDIGING

Totale periode 1988-1995				
	constante	divid. op t	resultaat op t	kapital. op t
bestuurders- bezold. op t	45679,972	-0,0003276	0,00048324	0,00013644
R ²	0,147			
R ² gecor.	0,132			
t-stat.		(0,047)**	(0,445)**	(2,304)*

*: significant op het 20% niveau, **: niet significant

periode 1988-1990				
	constante	divid. op t	resultaat op t	kapital. op t
bestuurders- bezoldiging op t	43919,933	-0,0007871	0,00116417	0,00010902
R ²	0,128			
R ² gecor.	0,078			
t-stat.		(0,070)*	(0,465)*	(0,437)*

*: niet significant

periode 1991-1995				
	constante	divid. op t	resultaat op t	kapital. op t
bestuurders- bezoldiging op t	46320,525	-0,0001522	0,00031422	0,00013638
R ²	0,162			
R ² gecor.	0,138			
t-stat.		(0,006)*	(0,136)*	(1,387)*

*: niet significant

BIJLAGE 20: INVLOED VAN HET DIVIDEND, HET RESULTAAT DE
KAPITALISATIE EN DE OMZET OP DE BESTUURDERSBEZOLDIGING

Totale periode	1988-1995					
	constante	dividend op t	result. op t	kapital. op t	omzet op t	
bestuurders- bezold. op t	45580,387	-0,0005134	0,00053509	0,00011674	0,00004463	
R ²	0,178					
R ² gecor.	0,147					
t-stat.		(-0,270)*	(0,541)*	(0,892)*	(0,804)*	
*:niet significant						
periode	1988-1990					
	constante	dividend op t	result. op t	kapital. op t	omzet op t	
bestuurders- bezoldiging op t	49279,748	0,00029539	-0,0000029	0,00011379	0,00002023	
R ²	0,127					
R ² gecor.	0,022					
t-stat.		(0,082)*	(-0,001)*	(0,247)*	(0,150)*	
*: niet significant						
periode	1991-1995					
	constante	dividend op t	result. op t	kapital. op t	omzet op t	
bestuurders- bezoldiging op t	35617,093	0,00029539	-0,0000029	0,00011379	0,00002023	
R ²	0,280					
R ² gecor.	0,237					
t-stat.		(-1,015)**	(0,929)**	(0,369)**	(2,280)*	
*: significant op het 5% niveau; **: niet significant						

BIJLAGE 21: INVLOED VAN DE RESULTATEN EN DE KAPITALISATIE OP DE BEZOLDIGING

Totale periode 1988-1995

	constante	resultaat op t	kapital. op t
bestuurders- bezold. op t	46098,611	0,00041832	0,0001215

R² 0,147

R² gecor. 0,139

t-stat. (0,636)** (2,096)*

*: significant op het 5% niveau; **: niet significant

Totale periode 1988-1990

	constante	result. op t	kapital. op t
bestuurders- bezoldiging op t	44412,635	0,00097945	0,000084088

R² 0,126

R² gecor. 0,102

t-stat. (0,637)* (0,630)*

*: niet significant

Totale periode 1990-1995

	constante	result. op t	kapital. op t
bestuurders- bezoldiging op t	46560,589	0,00028293	0,00012883

R² 0,162

R² gecor. 0,150

t-stat. (0,376)** (1,938)*

*: significant op het 10% niveau; **: niet significant

BIJLAGE 22: INVLOED VAN DE DIVIDENDEN EN DE KAPITALISATIE OP DE BEZOLDIGINGEN

Totale periode 1988-1995

	constante	dividend op t	kapital. op t
bestuurders- bezold. op t	40575,288	-0,0033864	0,00029866

R² 0,137

R² gecor. 0,136

	insign	insign
t-stat.	(-0,229)*	(0,535)*

*: niet significant

Totale periode 1988-1990

	constante	divid. op t	kapital. op t
bestuurders- bezoldiging op t	45507,954	0,000043829	0,00015341

R² 0,116

R² gecor. 0,091

t-stat.	(0,016)*	(1,021)*
---------	----------	----------

*: niet significant

Totale periode 1990-1995

	constante	divid. op t	kapital. op t
bestuurders- bezoldiging op t	46570,823	0,00017051	0,00013785

R² 0,160

R² gecor. 0,149

t-stat.	(0,101)*	(1,198)*
---------	----------	----------

*: niet significant

BIJLAGE 23: INVLOED VAN HET RESULTAAT, DE KAPITALISATIE EN DE OMZET OP DE BESTUURDERSBEZOLDIGING

Totale periode 1988-1995

	constante	result. op t	kapital. op t	omzet op t
bestuurders- bezold. op t	46239,282	0,00040775	0,00009004	0,00004928

R² 0,177

R² gecor. 0,157

t-stat. (0,471)* (1,054)* (0,940)*

*: niet significant

periode 1988-1990

	constante	result. op t	kapital. op t	omzet op t
bestuurders- bezoldiging op t	48970,313	0,00003674	0,00013133	0,00001728

R² 0,126

R² gecor. 0,059

t-stat. (0,014)* (0,329)* (0,135)*

*: niet significant

periode 1991-1995

	constante	result. op t	kapital. op t	omzet op t
bestuurders- bezoldiging op t	39310,942	0,000442	-0,0000438	0,00029776

R² 0,265

R² gecor. 0,237

t-stat. (0,435)** (-0,384)** (2,209)*

*: significant op het 5% niveau; **: niet significant

BIJLAGE 24: INVLOED VAN DE KAPITALISATIE EN DE OMZET OP DE BESTUURDERSBEZOLDIGING

Totale periode 1988-1995

	constante	kapital. op t	omzet op t
bestuurders- bezold. op t	46055,663	0,00011706	0,00005183
R ²	0,175		
R ² gecor.	0,165		

t-stat. (1,858)* (0,998)**

*: significant op het 10% niveau; **: niet significant

periode 1988-1990

	constante	kapital. op t	omzet op t
bestuurders- bezoldiging op t	48979,581	0,0001362	0,0000163
R ²	0,126		
R ² gecor.	0,094		

t-stat. (0,634)* (0,153)*

*: niet significant

periode 1991-1995

	constante	kapital. op t	omzet op t
bestuurders- bezoldiging op t	38613,920	-0,0000152	0,00030169
R ²	0,262		
R ² gecor.	0,239		

t-stat. (-0,165**) (2,261*)

*: significant op het 5% niveau; **: niet significant

BIJLAGE 25: INVLOED VAN HET RESULTAAT EN DE OMZET OP DE BESTUURDERSBEZOLDIGING

periode 1988-1990

	constante	result. op t	omzet op t
bestuurders- bezoldiging op t	49784,814	0,00073455	0,00005363
R ²	0,123		
R ² gecor.	0,090		
t-stat.		(0,536)*	(0,851)*
*: niet significant			

periode 1991-1995

	constante	result. op t	omzet op t
bestuurders- bezoldiging op t	39143,768	0,00021678	0,00026302
R ²	0,263		
R ² gecor.	0,249		
t-stat.		(0,263)**	(2,651)*
*significant op het 1% niveau; **: niet significant			

BIJLAGE 26: INVLOED VAN HET DIVIDEND, DE KAPITALISATIE EN DE OMZET OP DE BESTUURDERSBEZOLDIGING

Totale periode 1988-1995				
	constante	dividend op t	kapital. op t	omzet op t
bestuurders- bezold. op t	46022,191	-0,0000240	0,00011871	0,00005165
R ²	0,175			
R ² gecor.	0,154			
t-stat.		(-0,014)*	(0,911)*	(0,962)*
*: niet significant				
periode 1988-1990				
	constante	dividend op t	kapital. op t	omzet op t
bestuurders- bezoldiging op t	49278,245	0,000295	0,00011346	0,00002030
R ²	0,127			
R ² gecor.	0,059			
t-stat.		(0,084)*	(0,327)*	(0,171)*
*: niet significant				
periode 1991-1995				
	constante	dividend op t	kapital. op t	omzet op t
bestuurders- bezoldiging op t	36281,300	-0,0011498	0,00005497	0,00030973
R ²	0,267			
R ² gecor.	0,239			
t-stat.		(-0,597)**	(0,367)**	(2,295)*
*significant op het 5% niveau; **: niet significant				

BIJLAGE 27: INVLOED VAN HET DIVIDEND EN DE OMZET OP DE BESTUURDERSBEZOLDIGING

periode	1988-1990			
	constante	dividend op t	omzet op t	
bestuurders- bezoldiging op t	51307,469	0,00117927	0,0000529	
R ²	0,123			
R ² gecor.	0,090			
t-stat.		(0,544)*	(0,833)*	
*: niet significant				

periode	1991-1995			
	constante	dividend op t	omzet op t	
bestuurders- bezoldiging op t	37270,793	-0,0005949	0,00033243	
R ²	0,265			
R ² gecor.	0,252			
t-stat.		(-0,503)**	(2,795)*	
*significant op het 1% niveau; **: niet significant				

BIJLAGE 28: INVLOED VAN HET RESULTAAT, DE KAPITALISATIE EN DE OMZET OP DE BESTUURDERSBEZOLDIGING INCLUSIEF TANTIEMES

periode 1988-1990

	constante	result. op t	kapital. op t	omzet op t
bezoldiging inclusief tantiemes op t	25042,705	-0,0017053	0,0001245	0,00093171

R² 0,971

R² gecor. 0,969

t-stat. (-0,918)** (0,426)** (9,968)*

*significant op het 1% niveau; **: niet significant

periode 1991-1995

	constante	result. op t	kapital. op t	omzet op t
bezoldiging inclusief tantiemes op t	16776,9095	-0,0039301	0,0005415	0,00076744

R² 0,619

R² gecor. 0,607

t-stat. (-1,938)** (2,718)* (4,912)*

*significant op het 1% niveau; **: significant op het 10% niveau

BIJLAGE 29: INVLOED VAN DE KAPITALISATIE EN DE OMZET OP DE BESTUURDERSBEZOLDIGING INCLUSIEF TANTIEMES

periode 1988-1990

	constante	kapital. op t	omzet op t
bezoldiging inclusief tantiemes op t	24612,509	-0,0000965	0,0009764

R² 0,971

R² gecor. 0,969

t-stat. (-0,623)** (12,272)*

*significant op het 1% niveau; **: niet significant

periode 1990-1995

	constante	kapital. op t	omzet op t
bezoldiging inclusief tantiemes op t	30042,318	0,00043728	0,00046201

R² 0,451

R² gecor. 0,441

t-stat. (1,922)* (1,407)**

*significant op het 10% niveau; **: significant op het 20% niveau

BIJLAGE 30: INVLOED VAN DE RESULTATEN EN DE KAPITALISATIE OP DE BESTUURDERSBEZOLDIGING INCLUSIEF TANTIEMES

periode 1988-1990

	constante	result. op t	kapital. op t
bezoldiging inclusief tantiemes op t	7758,787	-0,0113411	0,0026421

R² 0,858

R² gecor. 0,853

t-stat. (-3,271)* (8,238)*

*significant op het 1% niveau

periode 1991-1995

	constante	result. op t	kapital. op t
bezoldiging inclusief tantiemes op t	35778,9847	-0,0033088	0,00094705

R² 0,449

R² gecor. 0,438

t-stat. (-1,330)** (4,573)*

*significant op het 1% niveau; **: significant op het 20% niveau

BIJLAGE 31: INVLOED VAN DE RESULTATEN EN DE OMZET OP DE BESTUURDERSBEZOLDIGING INCLUSIEF TANTIEMES

periode 1988-1990

	constante	result. op t	omzet op t
bezoldiging inclusief tantiemes op t	25814,824	-0,0010438	0,00096617

R² 0,971

R² gecor. 0,970

t-stat. (-1,040)** (20,919)*

*significant op het 1% niveau; **: niet significant

periode 1991-1995

	constante	result. op t	omzet op t
bezoldiging inclusief tantiemes op t	26984,152	-0,0001190	0,00102423

R² 0,412

R² gecor. 0,401

t-stat. (-0,057)** (4,043)*

*significant op het 1% niveau; **: niet significant

BIJLAGE 32: LIJST VAN BEURSGENOTEERDE VENNOOTSCHAPPEN
DIE NIET ZIJN OPGENOMEN IN DE BEL-20 INDEX OP 1/9/1996

1 Ackermans en van Haaren	21 Floridienne
2 Almanij	22 Franki
3 Belcofi	23 Gevaert
4 Belgische Betonmaatschappij	24 Immobel
5 Belgolaise	25 Mekaniver
6 Berginvest	26 Mosane
7 Bernheim-Comofi	27 N.P.M.
8 BMT	28 Powerfin
9 Brederode	29 Recticel
10 Campine	30 SCF
11 C.F.E.	31 Sidro
12 City Hotels	32 Socfin
13 Forges de Clabecq	33 Sococlavecq
14 Cobepa	34 Sofina
15 Comp. Bois Sauvage	35 Spector
16 Corona-Lotus	36 Surongo
17 Electrafina	37 Telinfo
18 Electrorail	38 Tessenderlo
19 Fimeuse	39 Walibi
20 Finoutremer	40 Wittock