

De invloed van financiële participatie door management en werknemers op financiële ondernemingsprestaties

Geert Braam en Erik Poutsma

SAMENVATTING In deze studie wordt de invloed onderzocht van verschillende vormen van financiële participatie op de prestaties van bedrijven voor de periode van 1992-2009. Wij hanteren een unieke paneldataset van bedrijven genoteerd aan de Euronext Amsterdam Stock Exchange. Wij maken daarbij een onderscheid tussen aandelen-, winstdelings- en optieplannen, en tussen financiële participatieplannen voor alleen topmanagement en bedrijfsbrede participatieplannen. De resultaten tonen dat bedrijven met bedrijfsbrede winstdelings- en aandelenplannen op de kortere termijn beter presteren dan bedrijven zonder deze plannen. Echter, bedrijven met optieregelingen voor zowel het topmanagement als bedrijfsbreed presteren op de langere termijn slechter dan bedrijven die geen optieplannen hebben.

RELEVANTIE VOOR DE PRAKTIJK Onze resultaten impliceren dat de vorm(en) van financiële participatieregeling en de toespitsing van beloningsbeleid op het topmanagement of juist bedrijfsbreed invloed hebben op de financiële ondernemingsprestaties. Deze resultaten leveren daarmee een belangrijke bijdrage aan de discussie over hoe het beloningsbeleid van ondernemingen op een verantwoorde en succesvolle manier kan worden vormgegeven.

1 Inleiding

De huidige economische crisis heeft de discussie rondom beloningen van het (top)management wederom hoog doen oplopen. Er wordt naarstig gezocht naar realistische alternatieven die Nederland aantrekkelijk houden voor hoger opgeleid personeel. De vraag die deze discussie oproept, is in hoeverre financiële participatie door het management een positieve dan wel negatieve invloed heeft op de ondernemingsprestaties. En wat de voordelen zijn van zogenoemde bedrijfsbrede financiële participatie, zijnde vormen van financiële participatie die beschikbaar zijn

voor het gehele personeel. Een werknemer die ook aandeelhouder is, heeft bijvoorbeeld een meer duurzame verbintenis met de onderneming en voelt zich waarschijnlijk meer betrokken bij de strategie voor de lange termijn, maar leidt dit ook tot een verbetering van de ondernemingsprestaties?

Ter beantwoording van deze vragen heeft de Radboud Universiteit Nijmegen in samenwerking met de Stichting Nederlands Participatie Instituut (SNPI) onderzocht welke invloed het verstrekken van winstdeling, (certificaten van) aandelen en optieplannen hebben op de performance van ondernemingen, gemeten met zowel financiële als niet-financiële prestatiemaatstaven. Daarnaast is onderzocht of het uitmaakt of alleen het (top)management mocht participeren of dat de regeling bedrijfsbreed was. We maken gebruik van een uniek databestand van aan de Amsterdamse Euronext-beurs genoteerde ondernemingen over een tijdvak van 1992 tot en met 2009.

Een probleem met eerder onderzoek naar de effecten van financiële participatie is dat bijna geen studie een vergelijking maakt tussen de effecten van verschillende vormen van financiële participatie. Deze studie maakt het mogelijk dit wel te doen. Een tweede tekortkoming van eerder onderzoek is dat veel studies vooral uitgaan van de simpele aanwezigheid van het plan en bijvoorbeeld geen rekening houden met de verspreiding van een dergelijk plan in de onderneming. In deze studie zijn wij in staat om dat wel te doen. Tot slot, veel studies zijn cross-sectioneel, wat leidt tot het probleem van causaliteit. Onze longitudinale panelstudie maakt het mogelijk deze causaliteit beter te benaderen.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In de volgende paragraaf wordt een overzicht gegeven van de literatuur en worden hypothesen geformuleerd. In de paragrafen 3 en 4

worden vervolgens de onderzoeksmethode en de resultaten beschreven. Paragraaf 5 bevat concluderende slotopmerkingen.

2 Overzicht literatuur en hypothesen

Sinds de jaren zeventig is een groot aantal studies verricht naar de relaties tussen financiële participatieplannen en de attitude en het gedrag van medewerkers en de performance van bedrijven. In de meeste gevallen is het onderzoek uitgevoerd in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. De literatuur is onder te verdelen naar studies gericht op attitude- en gedragseffecten en studies die meer direct de link leggen tussen financiële participatie en performance. Daarnaast blijken beide typen studies vooral gericht te zijn op specifieke vormen van financiële participatie, zijnde aandelen, opties of winstdeling. Ten slotte blijken veel studies zich te beperken tot regelingen voor executives en topmanagement en minder gericht te zijn op zogenoemde 'broad-based' plannen, plannen bedoeld voor een groot deel van de medewerkers. In het navolgende willen we ons vooral richten op studies die ook kijken naar dat 'broad-based' karakter van regelingen.

De argumentatie over effecten van brede regelingen komt wel overeen met die van regelingen voor de top, namelijk dat ze vaak uitgaan van *agency*-denken en het *incentives*-effect, maar er zijn ook verschillen. Over het algemeen is een drietal centrale effecten van brede financiële participatieregelingen op de houding en gedrag van medewerkers te onderscheiden (Klein, 1987):

- Het eigenaareffect (ook wel het intrinsieke effect van de regeling). Bedoeld wordt dat simpel doordat medewerkers een aandeel krijgen, zij een gevoel van mede-eigendom van het bedrijf krijgen en daarnaar handelen. Pierce et al. (1991, 2001, 2003) benadrukken in dit verband het belang van psychologisch eigendom. Het argument is dat eigenaarschap een verandering in de mindset veroorzaakt die aan te duiden is als psychologisch eigendom, wat vervolgens de veranderingen in attitude en gedrag veroorzaakt. Verscheidene empirische studies laten dat effect ook zien (Kaarsemaker, 2006; Pendleton, 2001; Pendleton et al., 1998; Wagner et al., 2003). Die verandering uit zich bijvoorbeeld in extra inspanning als het van belang is om het eigendom/het bedrijf in stand te houden, maar ook in bescherming van het eigendom/het bedrijf tegen negatieve invloeden van buiten.
- Het motivatie-effect; gebaseerd op de verwachting een voordelig resultaat te kunnen bereiken (ook wel het extrinsieke effect genoemd). Bedoeld wordt dat medewerkers verwachten dat ze door extra gemotiveerd de inspanningen te leveren, ze daarvoor extra beloond worden met dividend of anderszins.

- Het bindingseffect, waarbij identificatie met de organisatie en haar doelen plaatsvindt (het gelijkgeschakelen van belangeneffect). Bedoeld wordt dat medewerkers door het hebben van aandelen vinden dat ze een gezamenlijk belang dienen met management en met de aandeelhouders. Dat uit zich bijvoorbeeld in het letten op het rendement van het bedrijf, het willen participeren in het uitstippelen van de koers van het bedrijf en het letten op de kosten van het bedrijf.

Kortom, vormen van participatie beogen de houding van medewerkers te beïnvloeden. Zij moeten leiden tot belangrijke gedragseffecten zoals verhoogde inzet, betere onderlinge samenwerking, minder verloop en grotere binding aan loopbaanontwikkeling in de onderneming. Deze gedragseffecten zullen positieve invloed hebben op de prestaties van de onderneming als geheel.

De meeste studies zijn gericht op een specifieke vorm van financiële participatie, zoals aandelen, opties of winstdeling. Er zijn echter belangrijke verschillen tussen de aan aandelen gerelateerde regelingen en de winstdelingsregelingen. De laatste is veelal op de korte termijn gericht en is typisch een uitkering nadat de prestatie is geleverd. De uitkering is ook gemakkelijker in waarde of geld om te zetten, waardoor dergelijke regelingen een sterker prestatiebevorderend en relatief kortetermijneffect kunnen hebben. Aandelengerelateerde regelingen richten zich vaak op langeretermijneffecten en zijn gebaseerd op toekomstige prestaties, hetgeen risico's met zich meebrengt. Omdat niet zeker is of het resultaat ook positief zal zijn, kan het prestatiebevorderend effect daardoor lager zijn. Optieregelingen kunnen bijvoorbeeld weer heel lucratief zijn voor managers en medewerkers en ook meer langetermijneffecten bewerkstelligen.

Er zijn meer studies verricht naar de relaties tussen financiële participatieplannen voor topmanagement en ondernemingsprestaties dan voor bedrijfsbrede plannen en performance, voor een belangrijk deel als gevolg van geringe beschikbaarheid van data over bedrijfsbrede participatie. Verder zijn er mede om dezelfde reden meer studies verricht naar brede winstdeling en aandelenplannen dan naar brede optieregelingen. Hierna gaan we kort in op de resultaten van onderzoek tot nu toe.

Sinds de jaren zeventig is een groot aantal studies verricht naar de relaties tussen aandelenplannen en de houding en het gedrag van medewerkers. In de meeste gevallen is het onderzoek uitgevoerd in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten. Van de meer dan vijftig studies vindt meer dan tweederde gunstige effecten van aandelenplannen op houding en gedrag, terwijl de overige studies geen duidelijke conclusies laten zien (Kaarsemaker, 2006).

Ook de relatie tussen specifieke aandelenplannen en performance is vele malen onderzocht. Sinds de zeventiger jaren tellen wij alleen al voor aandelenplannen meer dan zeventig studies, waarbij gekeken is naar winstmarges, productiviteit en *return on assets* (ROA). Ten dele hanteren de studies ook subjectieve evaluaties van de relatieve performance van het bedrijf. Een aantal studies verschaft een overzicht van de resultaten (Conte en Svejnar, 1990; Dougouliagos, 1995; Kruse en Blasi, 1997; Pérotin en Robinson, 2003). Samenvattend vinden de meeste studies een klein maar positief effect van aandelenplannen op met name productiviteit. Deze relatie wordt sterker naarmate er sprake is van een meer brede verspreiding, dat wil zeggen bij een meerderheidsbelang van de werknemers in het bedrijf. Probleem bij de meeste studies blijft de causaliteit omdat de meeste studies cross-sectioneel zijn. Een klein aantal studies dat gebruikmaakt van longitudinale paneldata noteert positieve effecten op de wat langere termijn (Kruse, 1992, 1993; Fakhfakh en Pérotin, 2000; Jones en Kato, 1995).

De relatie tussen winstdeling en performance is ook vele malen onderzocht. Het algemene beeld is dat er sprake is van een positieve relatie. De overzicht- en metastudies van Doucouliagos (1995) en Kruse en Blasi (1997) laten zien dat in het algemeen en voor de landen waar de studies zijn uitgevoerd, winstdelingsplannen een licht positief significant effect hebben op productiviteit, terwijl aandelenplannen een neutraal of zwak positief verband hebben. Optieplannen hebben over het algemeen tot doel om executives en werknemers aan te trekken, te motiveren en te binden. Het gaat om het aantrekken en behouden van minder risicovolle medewerkers die het acceptabel vinden dat een deel van de compensatie in de toekomst ligt en ongewis is (Hall en Murphy, 2002). Omdat over het algemeen de meeste medewerkers risicovol zijn, wordt het incentive-effect van opties gering geacht. Van belang hierbij is ook of opties een deel van het salaris omvatten of dat het een extra bonus is. In het geval van executives is het vaak een substantieel deel van het salaris en zal het incentive-effect bepalend kunnen zijn. Echter, opties vormen vaak onderdeel van een complexe beloningsstructuur voor de top, waarbij opties niet altijd gebonden zijn aan financiële prestatie maar ook aan andere performance-indicatoren, zoals kostenreductie en snelheid en wijze van reorganisatie (Hewitt Associates en Rijksuniversiteit Groningen, 2006). Dat verklaart ook het verschijnsel dat opties ook worden uitgekeerd (en verzilverd) als de onderneming er slecht voor staat.

In het geval van bedrijfsbrede regelingen vormen opties over het algemeen geen substantieel deel van de beloning. Vaak betreft het een bonus met op termijn een gegarandeerd

voordeel omdat de waarde van opties substantieel lager is dan de prijs van toekomstig te krijgen aandelen. Om die reden worden geen betekenisvolle incentive-effecten toegeschreven aan bedrijfsbrede regelingen. Daar komt nog bij het *free rider-effect* bij deze grote groepen van medewerkers het prestatiebevorderende effect teniet doet (Lazear 2002).

In aanvulling hierop is een andere kritiek op opties dat het een kostbare vorm van beloning kan worden. Aangezien opties een vorm van beloning is met risico's kan dat ertoe leiden dat een risicopremie nodig is. In het geval van topmanagers kan dat leiden tot grotere aantallen opties om die grotere risico's af te kopen. Managers en ook werknemers zijn in dit geval over het algemeen zeer risicovol omdat hun investeringsportefolio gebonden is aan de eigen onderneming en die tegelijkertijd gehouden is te investeren in hun *human capital* in hetzelfde bedrijf, waardoor zij een dubbel risico lopen. Dit kan leiden tot opschroeven van het aantal opties. In het geval dat opties in de winst-en-verliesrekening moeten worden verwerkt, kan dit leiden tot een behoorlijke kostenpost, die groter is dan de resultaten van de eventueel geleverde extra inspanning.

Een verschil met aandelenplannen is dat opties enerzijds minder risico's met zich meebrengen, maar tegelijkertijd ook minder eigenaareffecten teweeg brengen als aandelenplannen (Von Eije en Van der Zwaan, 2002). Een mogelijk eigenaareffect kan optreden als de opties na uitoefening omgezet worden in aandelen, doch in de meeste gevallen wordt zo snel mogelijk gecash't. Ten opzichte van de winstdelingsregelingen kunnen opties een langeretermijneffect hebben samenhangend met de looptijd, hoewel winstdelingsregelingen vanwege belastingvoordelen vaak ook langere tijd 'geblokkeerd' worden (in Nederland vier jaar vanwege de belastingvoordelen, hetgeen vergelijkbaar is met de spaarloonregeling).

Een belangrijke kritiek op opties is ook dat de mogelijkheid bestaat dat er manipulatie optreedt als gevolg van insiderkennis. Om die reden kan de uitoefentermijn strategisch benaderd worden voor een zo groot mogelijk gewin. Dit wordt het 'rent extraction perspective' genoemd. Dat geldt natuurlijk vooral voor executives en toplagen van het management. Het kan ook zijn dat optieregelingen niet meteen een langetermijneffect hebben, maar dat vooral gestreefd wordt naar kortetermijnverhoging van de waarde van de onderliggende aandelen rond het tijdstip van uitoefening. Eigenlijk zijn de bekende boekhoudschandalen daar mede op gebaseerd. Tot slot wordt het met de recente nadruk van het presenteren van de kosten van stockopties in de winst-en-verliesrekening voor bedrijven ook minder aantrekkelijk om deze plannen te initiëren.

Het meeste onderzoek naar effecten van stockopties gaat over opties voor executives. Dit onderzoek levert een wisse-

lend beeld op van de effecten van opties op performance. Deze effecten kunnen zowel negatief als positief zijn, waarbij de positieve effecten beperkt zijn. Er zijn maar weinig studies die hebben gekeken naar het effect van bedrijfsbrede regelingen. In een studie in het Verenigd Koninkrijk worden wel associaties gevonden tussen het bestaan van bedrijfsbrede regelingen en performance-indicatoren, maar hier geldt evenzeer het omgekeerde: beter presenterende ondernemingen keren eerder stockopties uit (Conyon en Freeman, 2000). Een meer diepgaande studie is uitgevoerd door de Rutgers University (Blasi et al., 2000; Sesil et al., 2001). In deze studie van bedrijven in de Verenigde Staten blijken positieve relaties te bestaan tussen 'broad-based option plans' met een reeks van performance-indicatoren in vergelijking met bedrijven zonder 'broad-based plan'. Opgemerkt moet worden dat de studie vooral ook plaatsvond bij bedrijven in de biotechnologie en computerindustrie waarin meer substantiële optieplannen gebruikelijk zijn; iets wat we in Nederland nauwelijks aantreffen.

Van belang is de constatering dat de studies niet altijd onderscheid (kunnen) maken naar type participatieplan. Dat wil zeggen dat de bedoelde studies geen uitsluitel kunnen geven over de toeschrijving van de effecten aan een enkel type plan, zoals aandelen of winstdeling, omdat de studies doorgaans één van de twee meten, terwijl in de praktijk vaak een combinatie voorkomt. Die combinatie kan ook leiden tot belangrijke complementaire effecten, zoals winstdeling met kortetermijneffecten in combinatie met aandelenplannen voor langetermijneffecten; of eigenaareffecten en bindingseffecten gecombineerd met motivatie-effecten. Er zijn echter nauwelijks onderzoeken die het effect van de interactie van verschillende plannen meten (een uitzondering is Robinson en Wilson (2006), die overigens in de zijlijn van hun betoog constateren dat de combinatie van winstdeling en aandelenplannen geassocieerd is met hogere efficiency dan in bedrijven zonder plannen).

Uitgaande van het model van Klein (1987) en de besproken literatuur kunnen we de volgende hypothesen opstellen. Aandelenplannen hebben vooral een eigenaareffect en een bindingseffect. Deze is afhankelijk van de substantie van het aandelenpakket; die zal in het geval van de top substantiëler zijn dan in het geval van bedrijfsbrede regelingen. Bovendien beogen ze langetermijneffecten.

H1: Aandelenplannen voor de top (1a) en bedrijfsbrede aandelenplannen (1b) hebben op de langere termijn een positief effect op indicatoren van bedrijfsprestatie.

Volgens het model van Klein hebben winstdelingsregelingen een direct motivatie-effect. Deze zijn vooral op de

korte termijn effectief. Bij brede regelingen zal het free rider-effect eerder optreden dan bij regelingen voor de top en dat zal een drukkend effect hebben op de langere termijn.

H2: Winstdelingsregelingen voor de top (2a) en bedrijfsbrede winstdelingsregelingen (2b) hebben op de korte termijn een positief effect op de indicatoren van bedrijfsprestatie.

In het model van Klein hebben optieplannen geen duidelijk effect. Optieplannen lijken niet direct een eigenaareffect te sorteren, tenzij bij uitoefenen de aandelen worden behouden. In de praktijk echter worden deze snel te gelde gemaakt. Het eigenaareffect treedt niet op. Het motivatie-effect lijkt daarom wel op te treden, maar kan teniet worden gedaan na verkoop van de aandelen. Bij regelingen voor de top lijkt dit motivatie-effect vanwege de substantie eerder op te treden dan in het geval van bedrijfsbrede regelingen. Daarentegen is de top eerder in staat om de bedrijfsprestatie te beïnvloeden via *earnings management* met een neutraal effect voor de lange termijn. Voor de top lijkt het bindingseffect relevant voor de duur van de uitoefenperiode, waarna het effect kan verdwijnen. Bedrijfsbrede regelingen hebben een soortgelijk bindingseffect. Optieplannen lijken daarom geen eenduidige effecten op korte en lange termijn te hebben.

H3: Optieplannen voor de top (3a) en bedrijfsbrede optieplannen(3b) hebben op de lange termijn een neutraal effect op de bedrijfsprestatie.

3 Onderzoeksmethode

3.1 Data

Het onderzoek richtte zich op de aan de Euronext Amsterdam genoteerde ondernemingen, niet zijnde financiële instellingen, over de periode 1992 tot en met 2009. De data werden ontleend aan ondernemingsjaarverslagen en koersinformatie die beschikbaar zijn via de databases Amadeus, Reach en Company.Info. Het gegenereerde databestand omvat 2196 observaties over achttien jaar (panel-data). Tabel 1 panel A bevat beschrijvende statistiek van de beursgenoteerde bedrijven over deze periode.

3.2 Variabelen

De verschillende vormen van financiële participatie zijn gemeten met behulp van dummyvariabelen. Allereerst werd aan de hand van de informatie uit de jaarverslagen per onderneming per jaar vastgesteld of de onderneming de volgende vormen van financiële participatie had geïmplementeerd: winstdelingsregelingen, aandelenparticipatie- en optieplannen. Voor de bedrijven die financiële participatieplannen hadden geïmplementeerd, werd vervolgens per

Tabel 1 Beschrijvende statistiek van de beursgenoteerde ondernemingen (1992-2009)**Panel A: Kenmerken van de ondernemingen**

Sector	Aantal observaties		Ondernemingsgrootte			
	n	%	Aantal werknemers		Totale activa	
			Gemiddeld	Standaard-deviatie	Gemiddeld	Standaard-deviatie
Industrie	1185	54,0	11.223	30.003	1.999.266	6.431.763
Handel	368	16,8	27.304	57.923	1.037.440	3.683.203
Dienstverlening exclusief ICT	372	16,9	13.313	28.948	1.255.878	3.963.773
ICT	230	10,5	21.758	65.028	157.522	564.405
Overig	41	1,9	29.814	22.412	103.788.996	79.111.898
Totaal	2196	100,0				

Panel B: Financiële participatievormen per sector

	Aandelen				Winstdeling				Opties			
	0	1	2	tot.	0	1	2	tot.	0	1	2	tot.
Industrie	892	175	118	1185	997	21	167	1185	492	492	201	1185
Handel	299	43	26	368	324	4	40	368	157	184	27	368
Dienstverlening exclusief ICT	284	54	34	372	344	10	18	372	114	205	53	372
ICT	199	16	15	230	218	0	12	230	47	53	130	230
Overige bedrijven	19	4	18	41	21	10	10	41	10	19	12	41
Totaal	1693	292	211	2196	1904	45	247	2196	820	953	423	2196

Toelichting:

0 = afwezigheid van het type financieel participatieplan

1 = financiële participatieplannen voor topmanagement

2 = bedrijfsbrede financiële participatieplannen

bedrijf per jaar vastgesteld op wie een plan van toepassing was: alleen topmanagement of bedrijfsbreed (inclusief topmanagement). Tabel 1 panel B bevat een overzicht van de implementatie van winstdelingsregelingen, aandelenparticipatie- en optieplannen over de jaren 1992-2009. Zoals gesteld hebben winstdelingsplannen op de korte termijn een effect op ondernemingsprestaties. Omdat aandelenplannen een relatief groter langeretermijneffect op de ondernemingsprestaties hebben dan de winstdelingsplannen, zijn de effecten van aandelenplannen gemeten met een jaar vertraging, terwijl de effecten van optieregelingen zijn gemeten met een vertraging van vier jaar.¹

Ondernemingsprestatie is een breed begrip. Om hier invulling aan te geven, werden de prestaties van ondernemingen gemeten met zes prestatiemaatstaven, zoals Rendement op eigen vermogen (ROE), Resultaat per aandeel, Dividendrendement en Aandelenkoers per AEX-punt. We merken hierbij op dat deze prestatiemaatstaven

verschillende aspecten van de ondernemingsperformance meten. Bijvoorbeeld, het dividendrendement geeft aan hoe hoog het dividend is per prijs van het aandeel, terwijl de aandelenkoers per AEX-punt de *outperformance* van het desbetreffende aandeel ten opzichte van de AEX-index weergeeft. Dividend is meestal relatief stabiel, terwijl de beurskoers meer fluctueert. Dit impliceert dat een stijging van de beurskoers leidt tot een stijging van de koers per AEX-punt, maar tot een daling van het dividendrendement. Tabel 2 bevat een volledig overzicht van de gebruikte prestatie-indicatoren.

3.3 Statistische analyse

De statistische analyses betreffen econometrische panel-data-analyses met behulp van Stata 10. Bij de regressieanalyses werd standaard gecontroleerd voor bedrijfseffecten (*fixed firm effects*) en de invloed van de periode (Wooldridge, 2002). Daarnaast werd gecontroleerd voor de invloed van de bedrijfsgrootte.

4 Resultaten

Tabel 2 toont de resultaten om de hypothesen H1-3 te testen. H1 voorspelt een positief verband tussen aandelenplannen en ondernemingsprestaties op de langere termijn. De resultaten tonen dat aandelenplannen voor het topmanagement een positief effect hebben op de marktgebaseerde prestatie-indicatoren in vergelijking met ondernemingen die geen aandelenplannen hebben. Het effect van de aandelenkoers per AEX-punt is daarbij significant ($\beta = 1,18$, $p. < 0,05$). Echter, de aandelenplannen voor het topmanagement hebben een negatief maar niet significant verband met de accounting en de accounting & marktgebaseerde prestatie-indicatoren ten opzichte van bedrijven die geen aandelenplannen hebben. Dit suggereert dat de plannen voor het topmanagement deze

ondernemingsprestaties niet beïnvloeden. Verder blijkt uit tabel 2 dat de bedrijfsbrede aandelenplannen positief gerelateerd zijn met de marktgebaseerde prestatie-indicatoren en de accounting & marktgebaseerde prestatie-indicatoren in vergelijking met bedrijven die geen aandelenplannen hebben. De effecten op eigen vermogen per aandeel en dividendrendement zijn daarbij ook significant (respectievelijk $\beta = 0,04$, $p. < 0,10$; $\beta = 0,40$, $p. < 0,10$). Echter, de bedrijfsbrede aandelenplannen zijn negatief maar niet significant gerelateerd aan de accounting prestatie-indicatoren. Samenvattend: de resultaten tonen beperkte support voor H1.

H2 voorspelt een positief verband tussen winstdelingsplannen en ondernemingsprestaties op de korte termijn.

Tabel 2 De invloed van winstdelingsregelingen en aandelen- en optieplannen op ondernemingsprestaties

Sector	Afhankelijke variabelen					
	Accounting		Accounting & marktgebaseerd		Marktgebaseerd	
	ROE	ROA	EPS	SEPS	DY	Expaex
Intercept	-6,571 (-1,28)	-26,38*** (-3,50)	1,765 (0,49)	2,191*** (4,02)	3,539* (1,71)	-3,289 (-1,41)
Winstdeling voor alleen topmanagement	0,002 (0,20)	1,299 (0,19)	-1,177 (-1,26)	0,439 (0,46)	-1,539*** (-2,88)	0,700* (1,31)
Winstdeling bedrijfsbreed	0,992** (1,63)	2,064 (1,18)	1,426*** (2,57)	1,3145* (1,56)	-0,029 (-0,09)	0,897*** (2,50)
Aandelenplannen voor alleen topmanagement	-1,345 (-0,08)	-2,005 (-0,33)	-0,161 (-0,15)	-0,418 (-0,67)	0,230 (0,98)	1,185** (2,24)
Aandelenplannen bedrijfsbreed	-1,860 (-0,21)	-0,194 (-0,23)	0,359 (0,35)	0,039* (1,35)	0,405* (1,47)	0,024 (0,67)
Opties voor alleen topmanagement	-0,510 (-0,11)	-0,853* (-1,66)	-0,422* (-1,69)	-2,202*** (-3,25)	-0,218 (-0,85)	-0,444** (-1,74)
Opties bedrijfsbreed	-1,467 (-0,25)	-1,955** (-2,34)	-0,793* (-1,72)	-2,416*** (-5,00)	-0,181 (-0,57)	-0,975** (-2,12)
Bedrijfsgrootte (LNTA)	3,388* (1,88)	2,166*** (5,38)	0,142 (1,09)	2,634*** (6,51)	0,166 (1,21)	0,682*** (3,95)
Jaar dummy's ^a	J	J	J	J	J	J
Bedrijfseffecten ^a	J	J	J	J	J	J
F-statistic	1,28**	3,12***	2,28***	29,31***	9,65***	9,61***
R ²	0,082	0,049	0,059	0,122	0,069	0,152
N	1141	1141	1066	929	930	929
<i>Toelichting</i>						
***, ** en * geven de statistische significantieniveaus aan op achtereenvolgens 1%, 5% en 10%.						
De t-waarden zijn weergegeven onder de coëfficiënten tussen de haakjes.						
H1 en H2 worden eenzijdig getoetst; H3 wordt tweezijdig getoetst.						
ROE = rendement op eigen vermogen (<i>return on equity</i>); ROA = rendement op totale activa (<i>return on total assets</i>); EPS = resultaat per aandeel (<i>earnings per share</i>); SEPS = eigen vermogen per aandeel (<i>shareholders' equity per share</i>); DY = dividendrendement (<i>dividend yield</i>); Expaex = aandelenkoers per AEX punt (<i>exchange rate per AEX point</i>).						
^a De regressiecoëfficiënten van de jaardummy's en de bedrijfseffecten (<i>fixed firm effects</i>) zijn niet weergegeven.						

De effecten van winstdelingsplannen voor het topmanagement op ondernemingsprestaties zijn gemengd ten opzichte van ondernemingen die helemaal geen winstdelingsplannen hebben. Het effect van de aandelenkoers per AEX-punt is positief en significant ($\beta = 0,70$, $p. < 0,10$), terwijl de invloed van dividendrendement ook significant is maar negatief ($\beta = -1,53$, $p. < 0,01$). De overige verbanden zijn niet significant. Deze resultaten leiden tot het verwerpen van H2a. Echter, tabel 2 toont positieve en significante verbanden tussen bedrijfsbrede winstdelingsregelingen en ROE ($\beta = 0,99$, $p. < 0,05$), winst per aandeel ($\beta = 1,42$, $p. < 0,01$), eigen vermogen per aandeel ($\beta = 1,31$, $p. < 0,10$) en aandelenkoers per AEX-punt ($\beta = 0,89$, $p. < 0,01$). Deze resultaten suggereren dat ondernemingen met een bedrijfsbrede winstdelingsregeling op de korte termijn beter presteren dan bedrijven die niet beschikken over winstdelingsplannen, dit na controle voor effecten van de bedrijfsgrootte en jaar, alsook de bedrijfseffecten. De bevindingen leiden daarmee tot acceptatie van H2b.

H3 verwacht op de langere termijn een neutrale impact van optieregelingen op de prestaties van bedrijven. Echter, de resultaten tonen consequent negatieve relaties tussen optieplannen voor zowel de top als bedrijfsbreed en de ondernemingsprestaties op de langere termijn in vergelijking met bedrijven die geen optieplannen hebben. Uit tabel 2 blijkt dat de optieregelingen voor het topmanagement significant negatief gerelateerd zijn met ROA ($\beta = -0,85$, $p. < 0,10$), winst per aandeel ($\beta = -0,42$, $p. < 0,10$), eigen vermogen per aandeel ($\beta = -2,20$, $p. < 0,01$) en aandelenkoers per AEX-punt ($\beta = -0,44$, $p. < 0,05$), terwijl de relatie tussen de optieregelingen voor het topmanagement en ROE en dividendrendement ook negatief zijn maar niet significant. De bedrijfsbrede optieplannen zijn significant negatief gerelateerd met ROA ($\beta = -1,95$, $p. < 0,05$), winst per aandeel ($\beta = -0,79$, $p. < 0,10$), eigen vermogen per aandeel ($\beta = -2,41$, $p. < 0,01$) en aandelenkoers per AEX-punt ($\beta = -0,97$, $p. < 0,01$). De relaties tussen de bedrijfsbrede optieregelingen en ROE en dividendrendement zijn ook negatief maar niet significant. In tegenstelling tot onze verwachtingen, suggereren deze resultaten dat zowel de optieregelingen voor het topmanagement als de bedrijfsbrede optieplannen een negatief effect hebben op de prestaties van bedrijven op de langere termijn, dit afgezet tegen bedrijven die geen optieplannen hebben. Omdat deze resultaten niet in overeenstemming zijn met onze verwachtingen, worden H3a en H3B verworpen.

5 Conclusie

Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen met bedrijfsbrede financiële participatieplannen voor werknemers in de vorm van winstdeling en aandelenparticipatie presteren beter dan ondernemingen zonder deze vormen van participatie of ondernemingen met alleen financiële participatie

door het (top)management. Vergelijkbare effecten van optieregelingen zijn juist negatief. Deze empirische bevindingen suggereren dat bedrijfsbrede financiële participatie voor werknemers in de vorm van winstdeling en aandelenparticipatie een positieve invloed heeft op de productiviteit en concurrentiepositie van deze ondernemingen. Deze resultaten komen overeen met resultaten van panelonderzoek in andere landen (Fakhfakh en Pérotin, 2000; Jones en Kato, 1995; Oxera, 2007) en suggereert dat aandelenplannen en winstdelingsregelingen belangrijke eigenaar- en motivatie-effecten bewerkstelligen die doorwerken in de prestatie van de onderneming. Dit wordt ook bevestigd door uitgebreid onderzoek in de Verenigde Staten (Kruse et al., 2010).

Een opmerkelijk resultaat is dat deze voordelen niet voor de optieplannen gelden. Ondernemingen met optieregelingen voor zowel het topmanagement als bedrijfsbreed presteren op de langere termijn slechter dan ondernemingen die geen optieplannen hebben. Onze interpretatie van deze bevindingen is dat optieplannen voornamelijk zijn bedoeld om managers en personeel te binden via de vesting- en uitoefenperiode en niet om de prestaties te bevorderen. De optieplannen geven geen signaal af voor extra motivatie en inspanning maar functioneren kennelijk als een bonus die in een groot aantal gevallen wordt gegeven na de prestatie met een mogelijk gunstig resultaat bij uitoefening. De beperkte werking van optieplannen op prestaties wordt ook in de praktijk onderkend. Er is de laatste jaren een sterke daling van het gebruik van optieplannen en ze worden in toenemende mate vervangen door prestatieaandelen.

De resultaten impliceren dat de vorm(en) van financiële participatieregeling (aandelen, winstdeling en/of opties) en de toespitsing van beloningsbeleid op het topmanagement of juist bedrijfsbreed invloed hebben op de effectiviteit en de efficiency van de bedrijfsvoering. Deze resultaten leveren daarmee een belangrijke bijdrage aan de discussie over hoe het beloningsbeleid van ondernemingen op een verantwoorde en succesvolle manier kan worden vormgegeven. ■

Dr. Geert Braam RA is werkzaam als universitair hoofddocent Accounting aan het Institute for Management Research van de Faculteit der Managementwetenschappen van de Radboud Universiteit Nijmegen.

Dr. Erik Poutsma is werkzaam als universitair hoofddocent Labour Relations aan het Institute for Management Research van de Faculteit der Managementwetenschappen van de Radboud Universiteit Nijmegen.

De auteurs bedanken de Stichting Nederlands Participatie Instituut voor haar (financiële) bijdrage, en de redactie van het MAB voor de waardevolle suggesties en opmerkingen.

Literatuur

- Blasi, J., D. Kruse, J. Sesil, M. Kroumova en E. Carberry (2000), *Stock options, corporate performance and organizational change*, Oakland, Ca.: National Center for Employee Ownership; zie www.nceo.org/library/optionreport.html.
- Conte, M. en J. Svenjar (1990), The performance effects of employee ownership plans, in: A. Blinder (redactie), *Paying for productivity: a look at the evidence*, Washington DC: Brookings Institution, pp. 143-172.
- Conyon M.J. en R.B. Freeman (2001), Shared modes of compensation and firm performance: UK evidence, NBER working paper series; zie: www.nber.org/papers/w8448.
- Doucouliagos, C. (1995), Worker participation and productivity in labor-managed and participatory capitalist firms: A meta-analysis, *Industrial and Labor Relations Review*, vol. 49, no. 1, pp. 58-78.
- Fakhfakh, F. en V. Pérotin (2000), The effects of profit-sharing schemes on enterprise performance in France, *Economic Analysis*, vol. 3, no. 2, pp. 93-111.
- Hall, B. en K. Murphy (2002), Stock options for undiversified executives, *Journal of Accounting and Economics*, vol. 33, no. 1, pp. 3-42.
- Hewitt Associates en Rijksuniversiteit Groningen (2006), Topmanagement remuneratie: 'het belang van belonen', zie www.hewitt.com.
- Jones, D.C. en T. Kato (1995), The productivity effects of employee stock ownership plans and bonuses: Evidence from Japanese panel data, *American Economic Review*, vol. 85, no. 3, pp. 391-414.
- Kaarsemaker, E. (2006), *Employee ownership and human resource management. A theoretical and empirical treatise with a digression on the Dutch context*, Doctoral Dissertation, Radboud University, Nijmegen.
- Klein, K. (1987), Employee stock ownership and employee attitudes: a test of three models, *Journal of Applied Psychology*, vol. 72, no. 2, pp. 319-332.
- Kruse, D.L. (1992), Profit sharing and productivity: Microeconomic evidence from the United States, *Economic Journal*, vol. 102, no. 410, pp. 24-36.
- Kruse, D.L. (1993), *Profit sharing - Does it make a difference?*, W.E. Upjohn Institute for Employment Research, Kalamazoo, Michigan, US.
- Kruse, D.L. en J. Blasi (1997), Employee ownership, employee attitudes, and firm performance: A review of the evidence', in: D. Lewin, D.J.B. Mitchell en M.A. Zaidi (redactie), *The human resource management handbook*, Part 1 (pp. 113-152), JAI Press, Greenwich, CT.
- Kruse, D.L., R.B. Freeman en J.R. Blasi (redactie) (2010), *Shared capitalism at work employee ownership, profit and gain sharing, and broad-based stock options*, Chicago: University of Chicago Press.
- Lazear, E. (2002), Output-based pay: incentives, retention or sorting, Unpublished paper, Hoover Institution and Graduate School of Business, Stanford University.
- Oxera (2007), Tax advantaged employee share schemes: analysis of productivity effects Report 2: Productivity measured using gross value added, August 2007, HM Revenue Customs Research Report 33.
- Pendleton, A. (2001), *Employee ownership, participation and governance: a study of ESOPs in the UK*, London en New York: Routledge.
- Pendleton, A., N. Wilson en M. Wright (1998), The perception and effects of share ownership: empirical evidence from employee buy-outs, *British Journal of Industrial Relations*, vol. 36, no. 1, pp. 99-123.
- Pérotin, V. en A. Robinson (2003), Employee participation in profit and ownership: a review of the issues and evidence, European Parliament, Luxembourg.
- Pierce, J.L., S.A. Rubinfeld en S. Morgan (1991), Employee ownership: A conceptual model of process and effects, *Academy of Management Review*, vol. 16, pp. 121-144.
- Pierce, J.L., T. Kostova en K.T. Dirks (2001), Toward a theory of psychological ownership in organizations, *Academy of Management Review*, vol. 26, pp. 298-310.
- Pierce, J.L., T. Kostova en K.T. Dirks (2003), The state of psychological ownership: Integrating and extending a century of research, *Review of General Psychology*, vol. 7, no. 1, pp. 84-107.
- Robinson, A. en N. Wilson (2006), Employee financial participation and productivity: an empirical reappraisal, *British Journal of Industrial Relations*, vol. 44, no. 1, pp. 31-50.
- Sesil, J., M. Kroumova, J. Blasi en D. Kruse (2002), Broad-based employee stock options in US 'new economy' firms, *British Journal of Industrial Relations*, vol. 40, pp. 273-294.
- Von Eije, H. en A. van der Zwaan (2002), Belonen met aandelen of opties bij een beursgang?, *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, vol. 76, no. 9, pp. 468-473.
- Wagner, S., C. Parker en N. Christiansen (2003), Employees that think and act like owners: effects of ownership beliefs and behaviors on organizational effectiveness, *Personnel Psychology*, vol. 56, no. 4, pp. 847-871.
- Wooldridge, J.M. (2002), *Econometric analysis of cross section and panel data*, The MIT Press, Cambridge, MA.

Noot

1 Er heeft tevens een robuustheidsanalyse plaatsgevonden. De effecten van winstdelingsplannen gemeten met een jaar vertraging en/of

aandelenplannen gemeten met een vertraging van twee jaren en/of optieplannen met een vertraging van drie en vijf jaar op de ondernemingsprestaties

zijn consistent met de resultaten in tabel 2.