

# Beloning van topbestuurders en ondernemingsprestaties in Nederland

R.J.M. Cornelisse, P.J.W. Duffhues en R. Kabir

*Cornelisse is als project professional verbonden aan Resources Global Professionals te Maarssen. Duffhues en Kabir zijn hoogleraar respectievelijk universitair hoofddocent Ondernemingsfinanciering aan de Economische Faculteit van de Universiteit van Tilburg. Kabir is tevens hoogleraar Financiering aan de University of Stirling (VK).  
p.j.w.duffhues@uvt.nl*

In dit artikel bespreken we de academische literatuur over de relatie tussen de beloning van topbestuurders van ondernemingen en de prestaties van de ondernemingen waaraan zij leiding geven. De resultaten van een nieuw Nederlands onderzoek naar deze relatie worden besproken. De 'beloningstheorie' van topbestuurders behoeft herbezinning.

De op 1 januari 2004 in Nederland wettelijk ingevoerde code-Tabaksblat beoogt van overheidswege een verbeterde *corporate governance*-praktijk over een breed gebied van ondernemingsbestuur. De inspanningen van de wetgever hebben echter niet zonder meer geleid tot het wegnemen van de twijfels over de vraag of de beloningsniveaus en -procedures in publieke ondernemingen de toets der kritiek kunnen doorstaan. Dit artikel biedt een beknopt overzicht van de hierover ontstane discussie. Daarnaast bevat het de resultaten van nieuw Nederlands onderzoek op dit gebied. Ten slotte wordt voorgesteld om de theorie over topbeloningen nog eens kritisch te overdenken.

## Buitenland en corporate governance-stelsels

De commotie over beloningen van topbestuurders is niet uniek voor Nederland. In andere landen speelt een vergelijkbare problematiek. De vraag is of, en zo ja in welke mate, leiders van een aantal publieke ondernemingen buitensporig hoge beloningen ontvangen. Deze vraag houdt de financiële wereld onverminderd bezig, ook na de vele commentaren op verschillende geruchtmakende fraudes.

Opmerkelijk is zeker ook dat de aandacht voor de beloningsniveaus van topmanagers niet beperkt blijft tot een bepaald stelsel van corporate governance. De gedachte zou kunnen postvatten dat de kritiek in Europa vooral is gebaseerd op een relatief meer op relaties georiënteerde vorm van kapitalisme dan in de VS. Maar ook in de VS is de discussie over een groep die enigszins smalend wel *fat cats* wordt genoemd niet minder fel (Rajan & Zingales, 2004; *The Economist*, 2005). De beloning van topmanagers is dan ook een actueel discussiethema dat niet gebonden is aan een bepaald land, noch aan meer of minder strakke vormen van corporate governance en kapitalisme. De discussie is in die zin vrijwel universeel.

## De essentie van de beloningskritiek

De kritiek op de beloning van topmanagers in publieke ondernemingen spitst zich in het algemeen toe op de volgende vier punten:

- het ontbreken van geloofwaardige procedures voor de totstandkoming van beloningsregelingen van topmanagers;
- het ongedifferentieerde karakter van beloningsregelingen (te weinig onderscheid naar individuele doelstellingen binnen de Raad van Bestuur);
- het hoge absolute en relatieve niveau van de feitelijke beloningen;
- het ontbreken van transparantie, de omzeilbaarheid en zelfs de manipuleerbaarheid van de gehanteerde toekenningscriteria en prestatiecriteria voor variabele beloningsvormen zoals aandelenopties, aandelen, cash bonussen en het aangaan en kwijtschelden van 'zachte' leningen.

Als geheel genomen is het resultaat volgens de critici dat beloningen in de praktijk veel minder aan prestaties zijn gerelateerd dan mocht worden verwacht op basis van de prikkels die in de regelingen besloten liggen. Ook Van de Wetering concludeert uit enkele case studies naar de situatie bij Nederlandse beursondernemingen dat "geen van de onderzochte ondernemingen een volledig economisch gerechtvaardigde beloningsstructuur toepast" (Van de Wetering et al, 2005:505). Andere auteurs zijn echter veel minder negatief in hun oordeel.

## Het risico van de scheiding van leiding en eigendom

Opmerkelijk is dat de discussie over beloningsregelingen gerelateerd lijkt te zijn aan de feitelijke overdracht van macht van de aandeelhouders aan het topmanagement, zonder dat de toezichhouders (Raad van Commissarissen: RvC) deze ontwikkeling een effectief halt (kunnen of willen) toeroepen. Hieruit vloeit de vraag voort of er sprake is van fundamentele veranderingen rondom het instituut van de publieke onderneming.

Zeker in Nederland is de macht van de RvC bij publieke vennootschappen immers niet gering. Daarbij kan met name worden gedacht aan het optreden van managers in publieke ondernemingen in een houding die de indruk wekt alsof alsof zijzelf de eigenaren van de onderneming zijn. Het is de vraag wat daarvan de legitimering zou kunnen zijn. Dit alles ondanks de aanwezigheid van toezichthouders en zelfs zonder dat topmanagers hierop effectief kunnen worden aangesproken. Veelal is voor deze beloningsmaatregelen niet eens toestemming van de algemene vergadering van aandeelhouders vereist. Ook ontbreekt in vele gevallen verantwoording achteraf, terwijl hier toch de inkomensverhoudingen van alle *stakeholders* aan de orde zijn.

## Twee scholen

Het is in een streven naar een afstandelijke beoordeling niet eenvoudig om snel een gefundeerde conclusie te formuleren over de inkomensontwikkeling van de voorzitters en de Raad van Bestuur als geheel. Er zijn in het academisch literatuurdebat globaal gesproken twee scholen te onderscheiden.

De min of meer traditionele opvatting die hecht is geworteld in de neoklassieke financieringstheorie, kan worden samengevat onder de naam *optimale contract-theorie*. Deze houdt in dat beloningsregelingen alleen tot stand komen als *arm's-length contracting*, dat wil zeggen na zorgvuldige en scherp gevoerde afwegingsprocessen en -procedures en waarbij het contract prikkels kan bevatten om goed werk te leveren en werknemers te binden aan de onderneming (Jensen & Meckling, 1976). Variabele beloningsvormen leveren in deze visie in het algemeen een nuttige bijdrage aan het terugdringen van de kosten van het aansturen en controleren van de agenten (*agency*-kosten). Het management wordt in deze visie gezien als welwillend en bereid tot het doen van zijn uiterste best. Het is echter, om begrijpelijke redenen zoals onverwachte marktontwikkelingen, niet altijd succesvol. De disciplinerende werking van het toezicht door de toezichthouder wordt gekoesterd. Wetenschappelijk onderzoek bevestigt in een aantal gevallen de relevantie van deze stroming, hoewel wordt erkend dat ook anomalieën blijven bestaan die nader moeten worden bestudeerd.

Hiertegenover staat de ontzuisterende *managerial power-theorie*. Deze ziet de hoogte van de topbeloningen vooral als het

resultaat van een door het management systematisch uitgevoerd proces van zelfverrijking. Daarbij fungeren beloningscommissies eerder als vazallen van de direct belanghebbenden dan als echt onafhankelijke arbeidsmarktdeskundigen. Van keurige *arm's length*-onderhandelingen over de arbeidsvoorwaarden van de voorzitter is in de praktijk volgens deze theorie onvoldoende sprake. De zwakke kwaliteit van de corporate governance maakt dit alles mogelijk waardoor *private benefits* aan de onderneming kunnen worden onttrokken en van op prestatie gebaseerde beloningen feitelijk nauwelijks sprake is (Bebchuk & Fried, 2004).

## Nieuw onderzoek

In dit artikel worden de resultaten van nieuw onderzoek gepresenteerd op basis van Nederlandse beloningsdata van de jaren 2002 en 2003. Vertrekpunt in dit onderzoek is de theoretisch veronderstelde causaliteit tussen het beloningsniveau in een bepaalde periode (onafhankelijk variabele) en de invloed hiervan op de prestaties van de onderneming in de volgende periode (afhankelijke variabele). Is die relatie er niet, dan ontstaat al snel de roep om aangescherpte monitoring en eventueel wet- en regelgeving.

## Data

Voor de uitvoering van het onderzoek zijn de beloningsgegevens verzameld van de leden van de Raad van Bestuur (RvB) van beursondernemingen (AEX-, AMX- en lokale fondsen van Euronext Amsterdam). De beloningsgegevens zijn verkregen uit het jaarverslag van de betreffende onderneming. Voor alle bestuurders zijn de salaris- en bonusgegevens verzameld. Een belangrijke handicap voor Nederlandse onderzoekers is het gebrek aan betrouwbare data over het totale inkomen van de voorzitters en de RvB als geheel, zodat de som van salarissen en bonusbetalingen als (enge) definitie van beloningsniveau moest worden gekozen (zie tabel 1). De waarde van aandelenregelingen en optiepakketten van de meeste ondernemingen kon niet worden getraceerd. Hierin ligt een duidelijke beperking van dit onderzoek. In lijn met eerdere onderzoeken werden financiële instellingen niet in de steekproef opgenomen. Het onderzoek is verricht onder per saldo 82 beursgenoteerde ondernemingen.

Tabel 1. Definities van variabelen

variabele	definitie
<b>beloningskenmerken<sup>a</sup></b>	
VS	salaris uitgekeerd aan de voorzitter van de RvB
VB	bonus uitgekeerd aan de voorzitter van de RvB
VSB	salaris plus bonus uitgekeerd aan de voorzitter van de RvB
RVBS	salaris uitgekeerd aan alle leden van de RvB
RVBB	bonus uitgekeerd aan alle leden van de RvB
RVBSB	salaris plus bonus uitgekeerd aan alle leden van de RvB
<b>prestatiemaatstaven<sup>b</sup></b>	
ROA	bedrijfsresultaat / totale activa
ROE	netto winst / boekwaarde eigen vermogen
REND	totaal jaarrendement van het aandeel
<b>ondernemingskenmerken<sup>b</sup></b>	
LEV	lang vreemd vermogen / totale passiva
groot	totale activa
risico	bèta-coëfficiënt

a Bron: De jaarverslagen van de betreffende onderneming.

b Bron: Het databestand REACH en de jaarverslagen. Het aandelenrendement en de bèta-coëfficiënt zijn afkomstig uit Het Financieel Dagblad (2 januari, 2003 en 2004) en het Handboek Nederlandse Beursfondsen.

### Beschrijvende statistiek

Tabel 2 geeft informatie over het beloningsniveau van de voorzitter van de RvB en van de RvB als geheel. Vermeld worden de volgende variabelen: gemiddelde, mediaan, maximum, minimum, standaarddeviatie en aantal waarnemingen.

Het salaris van de voorzitter steeg met 3,3%. De mediaan van de bonus daalde met 3,7%. De mediaan van het totale inkomen (vast salaris + bonus) van de voorzitter steeg per saldo met 10,2%.

Uit tabel 2 blijkt dat de RvB als geheel gemiddeld 9,8% meer salaris incasseerde, maar de bonus nam met 20,1% toe. Salaris en bonus stegen samen met 17,6%.

In 2002 was het niveau van de rendementsmaatstaf ROA ronduit zwak (5%), het ROE-niveau was aanzienlijk beter (9,5%), maar het totale marktrendement (REND) was zeer negatief (-27,6%). In 2003 verbeterde de situatie voor de ROE, maar vooral het marktrendement nam toe, namelijk tot 25,6%.

### Regressie-analyse

Er werd een vertraging van een jaar ingebouwd tussen de onafhankelijk variabelen en de prestatie. Een mogelijk alternatief zou zijn geweest de beloning als afhankelijke te definiëren dan wel geen vertraging in te bouwen. De theorie is op deze punten niet eenduidig. Gebleken is dat voor dit onderzoek de conclusies niet zouden zijn beïnvloed als deze alternatieve onderzoeksmodellen zouden zijn gekozen.

Daarbij is onderscheid gemaakt tussen toetsing op het niveau van de voorzitter van de RvB en op het niveau van RvB als collectiviteit. Topbestuur is niet alleen een verantwoordelijkheid van de voorzitter maar, als het goed is, ook van de RvB. Tabel 3 bevat de resultaten met betrekking tot ROA en REND. De variabele ROE werd in tabel 3 niet opgenomen, omdat deze de conclusies van dit artikel niet aantast.

### Onderzoeksresultaten

Samenvattend blijkt uit dit onderzoek geen significante relatie te bestaan tussen beloning van 2002 en de prestatie van 2003. Deze bevinding geldt zowel voor de voorzitter als voor de RvB als geheel en ongeacht de keuze van de prestatie maatstaf ROA, ROE en REND.

#### Voorzitter Raad van Bestuur

Uitgaande van ROA als prestatie maatstaf blijkt de regressiecoëfficiënt van de bonus van de voorzitter van de RvB positief te zijn en de coëfficiënt van 'salaris' plus 'bonus' negatief. Beide coëfficiënten zijn statistisch niet significant, zelfs niet op tienprocentniveau. Kiezen we voor de prestatie maatstaf REND dan wijzigen zich wel de coëfficiënten (beide zijn nu negatief) maar niet de conclusie. De relatie tussen het beloningsniveau als onafhankelijk variabele en de ondernemingsprestaties in het volgend jaar als afhankelijk variabele blijkt niet significant voor zowel ROA als REND. De *F*-waarde is voldoende hoog en wijst op een statistisch acceptabele kwaliteit van de regressievergelijking.

#### Raad van Bestuur

Dezelfde tabel 3 geeft in de kolommen RVBB en RVBSB een analyse van het inkomen van de groep van leden van de RvB als geheel, wederom met twee verschillende prestatie maatstaven. Er blijkt ook nu geen significant verband tussen beloning van 2002 en de prestatie gemeten als ROA en als REND van 2003. Opnieuw tonen de controlevariabelen een wisselend beeld. Ook nu zijn de *F*-waarden voldoende hoog.

### Kanttekeningen

Uiteraard is het gepresenteerde onderzoek niet vrij van beperkingen zoals de beschikbaarheid van de data (tot twee jaar), de beperking van het inkomensbegrip en de mogelijkheid van meerdere controlevariabelen.

Tabel 2. Overzicht van beloningskenmerken, financiële prestatie maatstaven en algemene ondernemingskenmerken

variabele	gemiddelde		mediaan		maximum		minimum		standaarddeviatie		aantal	
	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002	2003	2002
<b>voorzitter Raad van Bestuur</b>												
VS (€)	381.929	356.856	326.956	316.500	1.020.000	1.012.000	102.000	102.000	199.041	182.219	82	80
VB (€)	238.993	227.343	132.467	137.000	1.792.000	2.666.670	9.000	9.000	348.715	373.829	62	56
VS (€)	646.629	592.838	499.924	453.796	2.773.000	3.520.714	132.500	156.000	510.022	492.544	62	56
<b>Raad van Bestuur</b>												
RVBS (€)	1.028.523	952.480	777.200	707.842	6.429.000	3.490.720	102.000	114.000	964.056	756.230	82	80
RVBB (€)	636.054	467.510	333.962	278.000	4.679.264	3.065.670	15.000	10.000	889.252	582.668	64	59
RVBSB (€)	1.795.764	1.421.915	1.324.000	1.126.100	10.522.000	5.465.180	132.500	199.889	1.825.439	1.260.136	64	59
<b>prestatie-maatstaven</b>												
ROA	0,018	0,010	0,050	0,050	0,182	0,169	-1	-0,701	0,156	0,148	82	82
ROE	0,100	-0,041	0,105	0,095	1	0,461	-1	-1	0,299	0,379	82	82
REND	0,301	-0,249	0,256	-0,276	1	0,685	-0,730	-0,841	0,410	0,300	82	82
<b>ondernemings-kenmerken</b>												
LEV	0,170	0,165	0,139	0,133	0,913	0,558	0	0	0,169	0,147	82	82
risico	0,863	0,837	0,670	0,680	2,54	4,48	-0,320	0,040	0,584	0,625	82	82
groot (€ mln)	2172	2400	418	525	29.000	32.289	6	9	5155	5489	82	82

Bron: CPB (2004, bijlage A9) en CBS (2004, tabel D 0.5)

Tabel 3. Regressieresultaten

	ROA				REND			
	VB	RVBB	VSB	RVBSB	VB	RVBB	VSB	RVBSB
constante	0,046	-0,200	0,187	0,511	0,997	0,666	1,407	0,203
beloning <sub>t-1</sub>	0,001	0,007	-0,012	-0,058	-0,027	-0,022	-0,059	0,023
LEV <sub>t-1</sub>	-0,015	-0,299*	-0,010	-0,254*	0,094	-0,353	0,101	-0,366
risico <sub>t-1</sub>	-0,041*	0,024	-0,042*	-0,033	0,219*	0,161*	0,220*	0,161*
groot <sub>t-1</sub>	-0,007	0,026	-0,003	0,057*	-0,087*	-0,027	-0,080	-0,047
prestatie <sub>t-1</sub>	0,457*	0,597*	0,456*	0,649*	-0,119	-0,068	-0,127	-0,063
Adj. R <sup>2</sup>	0,43	0,35	0,44	0,38	0,22	0,07	0,22	0,07
F-waarde	9,47*	7,29*	9,56*	7,96*	4,03*	1,92	4,02*	1,90
aantal observaties	55	58	55	58	55	58	55	58

Deze tabel geeft de resultaten weer van de regressieanalyse tussen de beloning van de voorzitter van de RvB en die van alle leden van de RvB in 2002 en de ondernemingsprestatie in 2003.

$$PRESTATIE_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 (BELONING)_{i,t-1} + \beta_2 (LEV)_{i,t-1} + \beta_3 (RISICO)_{i,t-1} + \beta_4 (GROOT)_{i,t-1} + \beta_5 (PRESTATIE)_{i,t-1}$$

De financiële prestatie maatstaven zijn ROA en REND. De beloning variabelen zijn de logwaardes van de bonus van de voorzitter (VB), de bonussen van alle leden van de RvB (RVBB), de salarissen en bonussen van de voorzitter (VSB) en de salarissen en bonussen van alle leden van de RvB (RVBSB). De controle variabelen zijn vermogensstructuur (LEV), systematisch risico (RISICO) en ondernemingsgrootte (GROOT). De statistische significantie van de regressiecoëfficiënten en de zinvolheid van de geschatte vergelijking worden getoetst door middel van t-waarde en F-waarde, respectievelijk. Het symbool \* duidt op een significantieniveau van 10%.

In de Amerikaanse literatuur zijn aandeelgerelateerde beloningen in het algemeen wel verwerkt in de inkomensdata. De publicatie van Crespi et al (2002) waarin de beloning voor twee Europese landen (het Verenigd Koninkrijk en Spanje) is onderzocht, is daardoor beter vergelijkbaar met het onderhavige artikel, omdat in die publicatie ook van het enge inkomensbegrip wordt uitgegaan. De conclusies uit dat artikel komen op hoofdlijnen overeen met de conclusies van dit artikel.

Van een andere orde is de volgende beperking. In dit artikel is aan het begin gezinspeeld op mogelijke tekortkomingen van de beloningstheorie zelf. De theorie uit zich onzes inziens onvoldoende over de precieze relatie die zou moeten blijken tussen enerzijds op perioden gedefinieerde beloningen en prestaties, en anderzijds met welke vertraging die relatie dan zou moeten blijken en met welke andere verschuivingen rekening moet worden gehouden, zoals verschuivingen in gouden handdrukregelingen, toegenomen druk van grote beleggers en gewijzigde fiscale regels voor topinkomens. Het netto-contante-waardemodel uit de financieringstheorie, met daarin geïncorporeerd het risico-aspect van een arbeidscontract, leent zich aanzienlijk beter voor het evalueren van arbeidscontracten. Wij pleiten voor een waardebenadering bij de beoordeling van arbeidscontracten.

## Conclusies

Hoewel de code-Tabaksblat over Corporate Governance nog niet gold over de jaren 2002 en 2003, is onderzoek naar het niveau van de beloning van topmanagers in Nederland over die jaren toch zinvol. Het onderzoeksresultaat over de jaren 2002 en 2003 toont aan dat de theoretisch verwachte samenhang niet wordt bevestigd. De praktijk van de beloning van topmanagers was in de onderzochte jaren volgens deze regressieanalyse niet in overeenstemming met de *optimal contract*-theorie: de gevonden coëfficiënten waren in geen enkel geval significant. Dit levert dus geen robuuste ondersteuning voor de *optimal contract*-theorie op. Andere mogelijke ondernemingsdoelen dan het leveren van rendementsprestaties – bijvoorbeeld het nastreven van groei omwille van de groei of het willen incasseren van *rents* (*managerial rent-seeking*) – zijn niet in strijd met de data.

Betwijfeld wordt of de bestaande beloningstheorie met betrekking tot topbestuurders van ondernemingen wel realistisch is. Waardebepaling van arbeidscontracten lijkt veeleer een geschikt uitgangspunt voor onderzoek dan fixatie op periode-kasstroom.

Ten slotte rijst de vraag of toezichthouders als de RvC in Nederland zich niet alleen meer feitelijke onafhankelijkheid zouden moeten verwerven ten opzichte van de topleiding en tegelijkertijd meer afhankelijk zouden moeten zijn van de eigenaren. Deze suggestie gaat lijnrecht in tegen een stelsel als het Nederlandse waarbij de RvC juist de hoogst mogelijke onafhankelijkheid moet tonen. Als toezichthouders gehavend aan de start verschijnen, kan ook van hen geen superprestatie worden verwacht. ■

Roel Cornelisse, Piet Duffhues en Rezaul Kabir

## Literatuur

- Bebchuk, L. & J. Fried (2004) *Pay without Performance*. Harvard University Press.
- Crespi, R., C. Gispert & L. Renneboog (2002) Cash-Based Executive Compensation in Spain and the UK. In: *Corporate Governance Regimes (Convergence and Diversity)*, J. McCahery, P. Moerland, Th. Raaijmakers & L. Renneboog (red.), Oxford University Press, 647-667.
- Jensen, M.C. & W.H. Meckling (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 350-360.
- Rajan, R. & L. Zingales (2004) Making Capitalism Work for Everyone. *Journal of Applied Corporate Finance*, 16, 4, 101-108.
- The Economist* (2005) CEO Pay: Fat cats turn to low fat. 5 maart, 14.
- Wetering, H. van de, I. de Loo & H. Spekreyse (2005) Prestatiebeloning van topbestuurders. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfseconomie*, 77, 11, 500-508.

A.W.A. Boot

Hoogleraar financiële economie aan de Universiteit van Amsterdam en directeur van het Amsterdam Center for Law & Economics (ACLE).  
Met dank aan Mirjam van Praag voor zeer nuttig commentaar.  
a.w.a.boot@uva.nl

De vraag die Cornelisse, Duffhues en Kabir trachten te beantwoorden, is buitengewoon relevant: is er in de Nederlandse beloningspraktijk van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen een verband tussen prestaties en beloning? Het onderzoek beperkt zich tot het vergelijken van de beloning met de prestaties voor 2002 en 2003. De door de auteurs getrokken conclusie is dat er geen verband is tussen beloning en prestaties. Hoewel het heel goed mogelijk is dat er inderdaad geen verband is tussen beloning en prestaties, is het de vraag of de auteurs zich niet al te gemakkelijk naar deze conclusie hebben laten leiden. Ik beschouw het als een aardige eerste stap die vraagt om een vervolg. Dit neemt niet weg dat ik een aantal fundamentele problemen heb met het onderzoek.

Als een meer zijdelingse opmerking is het jammer dat de auteurs het uitgebreide Angelsaksische onderzoek links laten liggen. Juist als het gaat over de effectiviteit van prestatiebeloning is daar nu eenmaal veel meer onderzocht en bekend en vooral ook: er zijn veel meer data beschikbaar. Deze omissie is jammer, omdat de auteurs terecht wijzen op de grotere neiging tot prestatiemeting in Amerika, vergeleken met de traditioneel meer gezamenlijke verantwoordelijkheid alhier. In dit verband is het interessant om op te merken dat eerdere Amerikaanse onderzoeken ook wezen op een gebrekkig *pay-for-performance*-element (Jensen & Murphy, 1990), maar dat recente studies, die gebruikmaken van meer geavanceerde technieken, hier genuanceerder over denken (Milbourn, 2003).<sup>1</sup>

Een reden voor een mogelijk gebrekkig verband tussen beloning en prestaties is gelegen in de invloed die bestuurders mogelijk zelf hebben op hun eigen beloningscontract. De auteurs leggen hier terecht de nadruk op. Dit fenomeen is door de bekende econoom Galbraith tientallen jaren geleden aangeduid met *managerial capitalism* (Galbraith, 1967). Een voorbeeld ervan is de enorme macht die Eisner als CEO had bij The Disney Company. Een dergelijk gebeuren staat haaks op de principaal-agenttheorie. Deze stelt het contract centraal dat door de principaal (de aandeelhouders) moet worden opgesteld om de agent (het management) optimaal te prikkelen. De afwezigheid van een relatie tussen beloning en prestaties zou kunnen betekenen dat het management zijn eigen beloning direct kan beïnvloeden. De auteurs kiezen echter een te gemakkelijke weg als zij de afwezigheid van een relatie tussen beloning en prestatie zien als bewijs hiervan. Zij negeren het bestaan van alternatieve beloningstheorieën, met name de tournamenttheorie (Lazear & Rosen, 1981)). Deze theorie ziet de functie van CEO of positie in de Raad van Bestuur als een lokkertje, dat boven de organisatie hangt en als beloning wordt vergeven aan de meest succesvolle persoon. De positie zelf en het krijgen of verliezen van die positie is de beloning en verschaft de prikkel – niet de

prestatieafhankelijke variatie in de financiële beloning. Dit is in mijn ogen een mogelijk superieure beloningstheorie.

De belangrijke vervolgstap is te komen tot een meer verfijnde empirische methodologie. Enkele meer basale vragen komen hier bij mij op. Een eerste is: hoe meet je prestaties? De auteurs nemen niet de relatieve prestatie, maar de absolute prestatie over 2003. Dit klinkt onbelangrijk, maar is fundamenteel. Stel dat Philips een rendement op het eigen vermogen (ROE) van 10% maakt in 2003 terwijl het een jaar eerder 20% was en Unilever van –10% in 2002 naar plus 5% in 2003 gaat, wat zegt dat over de prestaties in 2003 van het management van Philips respectievelijk Unilever? Volgens de auteurs moeten die van Philips hoger worden aangeslagen (10% is immers meer dan 5%). Maar dit is toch onjuist? Juist het management van Unilever moet worden beloond. De bestuurders van Unilever hebben het rendement met 15 procentpunten weten op te krikken, terwijl het rendementen van Philips 10 procentpunten achteruit is gegaan. Met het bepalen van aandelenrendementen, die voor bedrijfsta-effecten zijn gecorrigeerd, valt dit overigens gedeeltelijk op te lossen.

Hoewel opties en aandelen als beloning vandaag minder in de belangstelling staan dan in de wilde jaren rond 2000, zijn ze een van de belangrijkste vormen van ('geclaimde') prestatiebeloning.<sup>2</sup> De auteurs hebben deze vorm van beloning echter niet meegenomen in hun analyse. Ongetwijfeld spelen hierbij data-problemen een rol. Hetzelfde geldt voor de wel heel beperkte steekproef van 82 observaties. Dit probleem is echter oplosbaar. Empirisch onderzoek vereist het investeren in het opbouwen van databases. Voor de auteurs is dit een mooie uitdaging voor de komende tijd. ■

Arnoud Boot

## Literatuur

- Galbraith, J. K. (1967) *The new industrial state*. Londen: Houghton Mufflin.  
Jensen, M. & K. Murphy (1990) Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98, 225-262.  
Lazear, E. P. & S. Rosen (1981) Rank-order tournaments as optimal labor contracts. *Journal of Political Economy*, 89 (5), 841-864.  
Milbourn, T. T. (2001) Management compensation in the Netherlands: Theory, evidence and best practice. *Topics in Corporate Finance*, 4, ACCF, zie [www.accf.nl](http://www.accf.nl).  
Milbourn, T. T. (2003) CEO reputation and stock-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 68 (2), 233-262.  
Prendergast, C. (2002) The tenuous trade-off between risk and incentives. *Journal of Political Economy*, 110 (5), 1071-1102.

- 1 Belangrijk werk is ook Prendergast (2002) die laat zien welke invloed onzekerheid heeft op het optimale pay-for-performance contract. Zie ook de door Todd Milbourn verrichte studie voor het Amsterdam Center for Corporate Finance (Milbourn, 2001).
- 2 Ik spreek over 'geclaimde' prestatiebeloning omdat de motieven vaak heel anders waren. Ze waren bijvoorbeeld puur fiscaal gericht, of als minder zichtbare vorm van (excessieve) beloning die niet van de V&W rekening wordt verantwoord. Dat laatste is nu aan het veranderen.