



De beloning van Amerikaanse bestuurders

Auteur(s):

B. Taner

*De auteur is werkzaam bij het ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid. btaner@minszw.nl***Verschenen in:**

ESB, 90e jaargang, nr. 4462, pagina 255, 3 juni 2005

Rubriek:

Vakliteratuur

Trefwoord(en):

De beloning van topbestuurders is weer hoog op de politieke agenda gekomen. Er is veel publieke commotie ontstaan over de uitschieters in de beloningen van bestuurders in de private en (semi-) publieke sector. De discussie over topinkomens houdt ook de gemoederen in andere landen bezig. Bebchuck en Grinstein (2005) hebben recent een paper gepubliceerd waarin ze de ontwikkeling van topinkomens in de VS in de periode 1993-2003 bestuderen en aan de hand van de economische theorie proberen te verklaren (zie ook Bebchuck & Fried, 2003).

Onderzoek

Beloning wordt in het onderzoek gedefinieerd als de som van het salaris, bonus en de totale waarde van optie- en aandelenpakketten en andere vormen van langetermijnbeloningen. Hierbij hebben de onderzoekers gekeken naar beursgenoteerde ondernemingen die deel uitmaken van de S&P 500, MidCap 400 en SmallCap 600. Deze ondernemingen maken meer dan tachtig procent van de beurswaarde van alle beursgenoteerde ondernemingen in de VS uit.

Uit het onderzoek blijkt dat in de periode 1993-2003 de beloning van topbestuurders in de VS sterk is gestegen. De beloning van bestuurders van grotere bedrijven is veel sterker gestegen dan de beloning in kleinere bedrijven. Gemiddeld genomen is in de periode 1993-2003 de beloning van bestuurders van bedrijven opgenomen in de S&P 500 met 146%, en zijn de MidCap 400 met 82% en de SmallCap 600 met 54% gestegen (zie figuur 1). Ook als percentage van de nettowinst van bedrijven is de beloning van bestuurders in de desbetreffende periode sterk gestegen.

Onverklaarbare beloningsstijging

Bebchuck en Fried concluderen dat de sterke stijging in beloningen voor een groot deel niet te verklaren is op grond van objectieve factoren. De sterke stijging van beloningspakketten geldt zowel voor aandelen- en optiepakketten als de cash based beloningscomponenten. Er is geen substitutie-effect opgetreden waardoor hogere aandelen- en optiepakketten niet gepaard zijn gegaan met lagere cash based beloningscomponenten. Absoluut gezien zijn beide beloningsvormen sterk gestegen. Wel zijn aandelen- en optiepakketten een groter aandeel gaan uitmaken van het totale beloningspakket (zie figuur 2).

Getracht is de beloningsstijgingen te verklaren. Daartoe is in het onderzoek gecorrigeerd voor bedrijfsomvang (als indicator is gekeken naar de omzet), prestatie (rendement op het totale vermogen) van het bedrijf en de sectorsamenstelling in de periode 1993-2003. Bij de sectorsamenstelling is gecorrigeerd voor de opkomst van new economy bedrijven, die hogere beloningen toekenden aan hun bestuurders. Gecorrigeerd voor deze variabelen blijkt dat de beloning van de bestuursvoorzitter in de periode 1993-2003 115% meer is gestegen dan op grond van de objectieve factoren verwacht zou mogen worden. De sterke stijging van de beloning kan dus niet verklaard worden door de bovengenoemde objectieve factoren.

Andere verklaringen

Bebchuck en Fried zijn daarom op zoek gegaan naar andere mogelijke verklaringen voor de sterke beloningsstijgingen. Deze verklaringen zijn gebaseerd op het arm's-length bargaining model en de managerial power approach. Deze theorieën proberen de beloning van bestuurders te verklaren vanuit de principaal-agentbenadering.

Het arm's-length bargaining model veronderstelt dat de bestuurders die verantwoordelijk zijn voor de beloning de belangen van de aandeelhouders vooropstellen. Bij deze benadering wordt de beloning van topbestuurders als een instrument gezien om de belangen van bestuurders en aandeelhouders synchroon te laten lopen. Beloningsschema's moeten erop gericht zijn om het verschil in beloning tussen goede en slechte prestaties van de bestuurders te vergroten. Hierbij moet er dus wel een duidelijke link zijn tussen de prestatie van de bestuurder en de beloning.

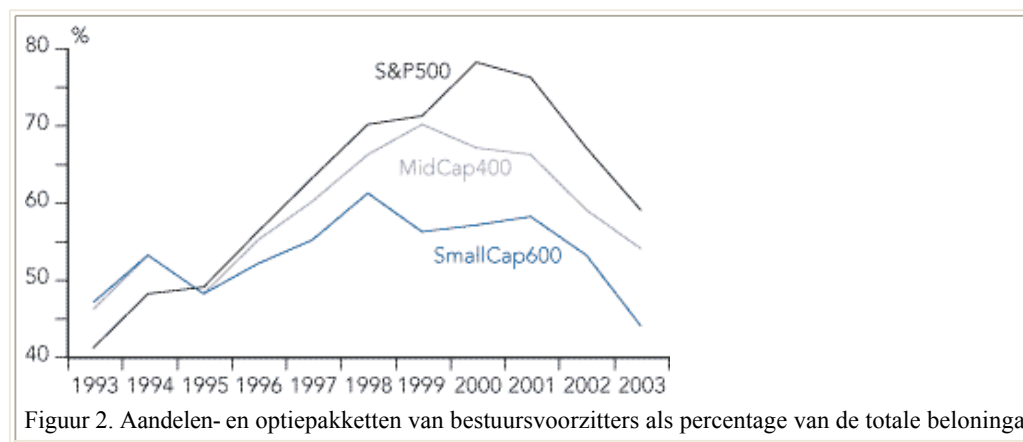
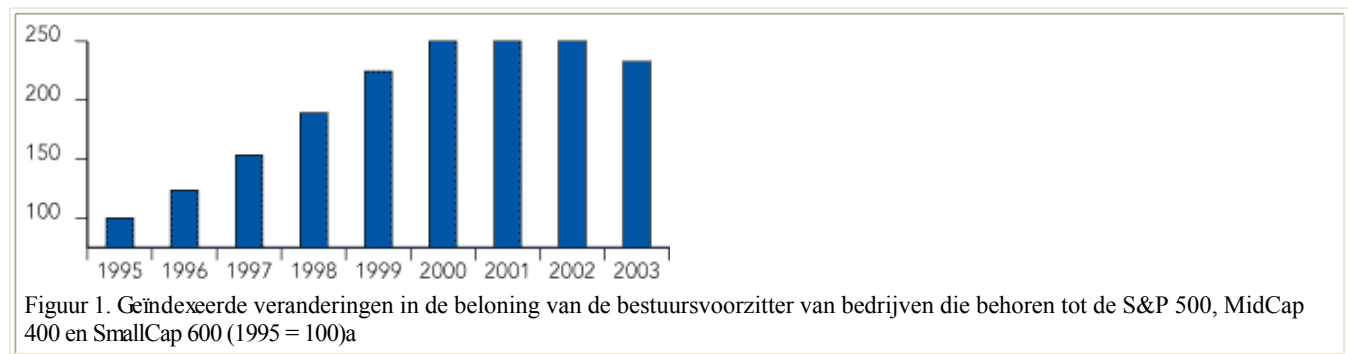
De managerial power approach gaat er daarentegen van uit dat bestuurders prikkels hebben om beloningsschema's in hun eigen voordeel te beïnvloeden en dat deze prikkels slechts worden beperkt door externe factoren, zoals de ophef die een beloningsschema bij het publiek zal creëren. Ophef zorgt immers voor reputatieschade. De potentiële schade aan de reputatie van bestuurders die excessieve beloningsschema's kunnen hebben zullen ervoor zorgen dat bestuurders naar 'gecamouflerde' instrumenten, zoals renteloze leningen,

zullen zoeken om hun beloningsschema's naar de buitenwereld toe te rechtvaardigen. Hierdoor kunnen echter inefficiënte beloningsschema's worden ontworpen, namelijk als de link tussen het beloningsschema van bestuurders en hun prestaties wordt vertroebeld (zie ook Bebchuck & Jackson, 2005). Hierbij kan worden gedacht aan beloningen in de vorm van extra pensioenen, gouden handdrukken, leningen of garantstellingen. Deze en andere vormen van beloningen zorgen ervoor dat niet direct te achterhalen is wat het totale beloningspakket van de bestuurder is en ze kennen geen directe link tussen de beloning en de prestatie van de bestuurder.

Selectieve verontwaardiging

In de paper zijn verschillende verklaringen gerelateerd aan de Amerikaanse aandelenmarkt, die in de jaren negentig de sterkste koersstijgingen heeft laten zien sinds de grote depressie in de jaren dertig. Een van die verklaringen is de conjunctuurgevoeligheid van de verontwaardiging van aandeelhouders. Hoe beter het gaat met de economie en de aandelenmarkt, des te minder kritiek zal er zijn op de beloningsschema's van bestuurders door de aandeelhouders. Er ontstaat in een situatie van sterke koersstijgingen minder ophef bij aandeelhouders over sterke stijgingen in beloningspakketten van bestuurders, omdat ook de waarde van hun aandelen sterk toeneemt. Uit het voorgaande zou de conclusie getrokken kunnen worden dat in een dalende aandelenmarkt aandeelhouders scherper zullen toezien op de beloning van topbestuurders. In het desbetreffende onderzoek is gekeken naar de periode 1993-2003. Hieruit blijkt dat in de periode 2000-2002 (na het leeglopen van de luchtbel op de aandelenmarkten) de beloning van topbestuurders veel minder sterk is gestegen dan in de jaren daarvoor. Na het leeglopen van de luchtbel op de aandelenmarkten valt ook op dat optie- en aandelenpakketten een kleiner deel zijn gaan uitmaken van beloningspakketten (zie figuur 2). Bedrijven hebben de beloning in geld verhoogd. Of dit te maken heeft met scherper toezicht door aandeelhouders moet verder worden uitgezocht. Het kan er ook op duiden dat bestuurders alleen bij een euforisch beursklimaat de voorkeur geven aan optie- en aandelenpakketten als beloning.

In het Amerikaanse corporate governance systeem staat het principe van 'één aandeel één stem' voorop. In Nederland wordt de zeggenschap van de aandeelhouders op de aandeelhoudersvergadering beperkt door verschillende beschermingsconstructies. In dit licht is het dan zorgwekkend dat ook (zelfs) in de VS de aandeelhouders hun 'toezichtstaak' niet voldoende ter hand nemen en cyclisch omgaan met beloningskwesties. [figuur 1](#) [figuur 2](#)



Bilal Taner

Literatuur

Bebchuck, L. & Y. Grinstein (2005) *The growth of U.S Executive Pay*, Harvard Law School & Economics. Research Paper series.

Bebchuck, L. & J.M. Fried (2003) *Executive compensation as an agency problem*. NBER Working Paper.

Bebchuck, L. & R.J. Jackson (2005) *Putting Executive Pensions on the Radar Screen*. Harvard Law School & Economics, Research Paper series.