

Hoe beoordelen kredietverstrekkers en andere belanghebbenden, zoals aandeelhouders, leveranciers of vakbonden, een onderneming? En, hoe zorgen deze belanghebbenden ervoor dat hun belangen door het bestuur van deze onderneming behartigd worden? Dit zijn twee vragen die van belang zijn voor iedere onderneming. Het antwoord op de eerste vraag stelt het bestuur van een onderneming in staat de percepties van belanghebbenden te bespelen. Het antwoord op de tweede vraag biedt mogelijkheden dit te verhinderen. Het onderzoek in mijn proefschrift behandelt beide kwesties. Iedere onderneming wordt beoordeeld op haar prestaties, en iedere belanghebbende gebruikt voor die beoordeling de maatstaven die daarvoor, al dan niet publiekelijk, beschikbaar zijn.

In mijn proefschrift maak ik een onderscheid tussen aandelenprijsgerelateerde en niet-aandelenprijsgerelateerde prestatimaatstaven. Ik bestudeer het gebruik en het effect van deze maatstaven in de beoordeling van kredietaanvragen en in de beloningsstructuur van *chief executive officers* (CEO's). Een belangrijke groep niet-aandelenprijsgerelateerde prestatimaatstaven zijn accountinggerelateerde maatstaven, zoals omzet, winst en winstgroei. Deze worden in de meeste organisaties gebruikt en hebben in vergelijking met andere prestatimaatstaven het voordeel dat ze relatief eenvoudig en goedkoop te genereren zijn. Een nadeel van het gebruik van accountingmaatstaven, zoals winstgevendheid, is dat ze verslaggevingskeuzes kunnen beïnvloeden. Mijn eerste studie bevestigt deze zorg. De resultaten laten zien dat het geanticipeerde gebruik van winstgevendheidscriteria door kredietverstrekkers ertoe leidt dat kleine private ondernemingen een beter resultaat rapporteren om gunstigere kredietcontractvoorwaarden te kunnen afdwingen. Dit resultaat is van belang voor alle partijen die beslissingen baseren op de door deze ondernemingen zelf verstrekte financiële informatie.

Naast het feit dat het gebruik van accountinggerelateerde maatstaven tot winststuring kan leiden, zorgen zij ook voor een focus op de korte termijn. De langetermijneffecten van investeringsbeslissingen en onderzoeksactiviteiten worden niet optimaal gereflecteerd en daardoor niet optimaal gestimuleerd door accountingmaatstaven. Om een kortetermijnnoriëntatie te vermijden en het nemen van risico's te stimuleren wordt in veel organisaties gebruikgemaakt van toekomstgeoriënteerde, aanvullende prestatimaatstaven om managers te motiveren de doelstellingen van de organisatie na te streven. De meest gebruikte toekomstgeoriënteerde prestatimaatstaven zijn die welke aan de aandelenprijs zijn gerelateerd. In de tweede en derde studie van mijn proefschrift bestudeer ik oorza-

the
use
of
price
and
non-price
performance
measures
in
debt
and
compensation
contracts

Roomberg, R-P. (2008) *The use of price and non-price performance measures in debt and compensation contracts*. Maastricht: Universiteit Maastricht.

ken en gevolgen van het gebruik van een combinatie van aandelenprijsgerelateerde en niet-aandelenprijsgerelateerde prestatimaatstaven. Net als bij het gebruik van accountinggerelateerde maatstaven kan het toekennen van aandelenopties aan de leden van de raad van bestuur de verslaggevingskeuzes van ondernemingen beïnvloeden. Mijn bevindingen laten zien dat het gebruik van niet-accountinggerelateerde prestatimaatstaven in de bonusuitkering van de leden van de raad van bestuur een disciplinerend effect heeft op optiegerelateerde winststuring-beslissingen. Daarnaast sturen deze niet-accountinggerelateerde maatstaven risicovol gedrag in een bepaalde richting. Niet-accountinggerelateerde maatstaven die op nieuwe productontwikkeling gericht zijn, zullen

bijvoorbeeld risicovol innovatief gedrag stimuleren. Op deze manier zijn niet-accountinggerelateerde prestatimaatstaven een aanvulling op maatstaven die op de aandelenprijs zijn gerelateerd. De communicatie van het gebruik van deze niet-accountinggerelateerde prestatimaatstaven aan de kapitaalmarkt zorgt ervoor dat het gedrag van bestuurders overeenkomt met de wensen van de aandeelhouders. Dit laat zien dat bonusuitkeringen wel degelijk van belang zijn voor zowel management als aandeelhouders. Bovendien tonen de resultaten dat een gedetailleerde beschrijving van het beloningssysteem van het topmanagement van waarde is voor zowel bestaande als potentiële investeerders. De Nederlandse corporate governance-code (code Tabaksblat) spoort beursgenoteerde vennootschappen in Nederland aan deze informatie in de toelichting op de jaarrekening voor te leggen. De code schrijft voor dat deze vennootschappen de prestatiecriteria van variabele bezoldigingscomponenten beschrijven en verantwoorden. Daarnaast dienen deze vennootschappen de methoden te beschrijven die zullen worden gehanteerd om vast te stellen of aan deze prestatiecriteria voldaan is. Deze methoden dienen ook verantwoord te worden. De naleving van de code is gebaseerd op de pas toe of leg uit-regel, wat betekent dat de uitleg van eventuele afwijkingen van codebepalingen adequaat gemotiveerd dient te worden. De resultaten van mijn onderzoek illustreren het gebruik van deze informatie door de kapitaalmarkt en tonen daarmee het belang aan van de codebepalingen en de handhaving van het bezoldigingshoofdstuk van de code Tabaksblat.

ROBBERT-PAUL ROOMBERG

Consultant bij PricewaterhouseCoopers (PwC) te Frankfurt am Main NDS 1916