

Symbolpolitiek en topinkomens

Bij het vaststellen van topinkomens speelt de discretionaire machtspositie van betrokken partijen een grote rol. Maatregelen als verplichte openbaarmaking, hogere belastingen en het versterken van de rol van werknemers hebben averechtse effecten en lijken vooral ingegeven door symbolpolitiek.

Jaarlijks bloeit de discussie over topinkomens weer op. Ook dit jaar zijn er weer kamervragen gesteld en staan de kranten er vol mee. Maatregelen uit het verleden als de wettelijke verplichtstelling om topinkomens openbaar te maken hebben de discussie niet beslecht. Ook de dit jaar geopperde maatregelen om het hoogste belastingtarief te verhogen en om werknemers een sterkere positie te geven zullen niet werken. De vraag is dan ook waarom ingrijpen door de overheid de discussie rond topinkomens niet kan beslechten.

Internationale vergelijkingen

In de economische literatuur is de dominante gedachte dat de beloning een middel is om de ondernemingsprestaties te verbeteren. Door de beloning aan bestuurders afhankelijk te maken van ondernemingsprestaties zouden bestuurders geneigd zijn om beslissingen te nemen die zowel hun eigen inkomen verhogen als de ondernemingsprestaties verbeteren. Gebaseerd op het idee dat de markt voor bestuurders haar werk zal doen, zullen bestuurders een efficiënte beloning krijgen voor het risico dat zij lopen voor het aanbieden van hun diensten (Jensen en Meckling, 1976; Jensen en Murphy, 1990). Er zijn echter grote problemen met deze benadering. Onderzoek toont keer op keer aan dat de relatie tussen ondernemingsprestaties en het inkomen niet sterk is (Tosi et al., 2000). Prestatiebeloning is dus op zijn zachtst gezegd een zeer beperkt instrument om het gedrag van bestuurders te sturen. Het idee van marktwerking geeft een ander probleem aan. Er bestaan namelijk grote verschillen tussen de topinkomens van vergelijkbare bestuurders. Tabel 1, gebaseerd op data afkomstig uit Otten (2007), laat de gemiddelde inkomens van voorzitters van raden van bestuur (CEO's) van beursgenoteerde ondernemingen zien uit verschillende landen. Weergegeven zijn de gemiddelde totale beloning in contanten (salaris, bonus, en de som van beide, de totale contante beloning) en het percentage dat de contante bonus uitmaakt van de totale beloning. Het niveau van topinkomens in Nederland is lager dan het niveau in de Verenigde Staten en Europese landen

als Duitsland, Frankrijk, Zwitserland en het Verenigd Koninkrijk. In de Scandinavische landen liggen de niveaus wel lager en bestaan de totale beloningen gemiddeld voor zo'n twintig procent uit bonussen. De beloningen in deze landen zijn daarmee in principe minder gekoppeld aan de prestaties van de onderneming. (Zie ook Abowd en Bognanno, 1995).

Niet alleen zijn er verschillen tussen landen maar ook binnen landen lopen de beloningen sterk uiteen. Ook wanneer er gecorrigeerd wordt voor kenmerken, zoals de omvang van de onderneming en bestuurderskenmerken als leeftijd en ervaring, blijven de grote verschillen overeind (Conyon en Murphy, 2000; Otten, 2007). Vergelijkbare bestuurders, werkzaam bij vergelijkbare ondernemingen, hebben grote verschillen in hun beloning. Met andere woorden, als er al een markt voor bestuurders bestaat, dan werkt deze zeer inefficiënt.

Topinkomens als uitkomsten

Door *corporate governance* te beschouwen als de interactie tussen sociale actoren, processen en mechanismen die tezamen bepalen wie er controle heeft over de onderneming, wordt duidelijk dat er vele verschillende overwegingen een rol spelen. Zo spelen institutionele factoren als politieke voorkeuren (Roe, 2003), rechtssystemen (La Porta et al., 1999; La Porta et al., 2000) en sociale factoren (Aguilera en Jackson, 2003; Tosi en Greckhammer, 2004) een grote rol in de vormgeving van *corporate governance*. Wanneer de beloning van bestuurders gezien wordt als een uitkomst van *corporate governance* systemen wordt duidelijk dat ook bij het vaststellen van de beloning deze factoren van invloed zijn.

Niet alleen spelen landspecifieke factoren, zoals de wettelijke bescherming van werknemers en aandeelhouders een rol. Ook op ondernemingsniveau zijn specifieke *corporate governance* processen van belang. Ondernemingen verschillen bijvoorbeeld in de samenstelling en grootte van de raad van commissarissen. In Duitsland bestaat de wettelijke verplichting dat vertegenwoordigers van werknemers

van beursgenoteerde ondernemingen zitting hebben in raden van commissarissen. Deze verplichting bestaat niet in vele andere landen. Daarnaast zijn er bijvoorbeeld in Frankrijk en Zweden sommige ondernemingen die wel dergelijke vertegenwoordigers hebben en andere ondernemingen hebben deze niet. De interactie tussen institutionele factoren en factoren die een rol spelen op ondernemingsniveau bieden dan ook een meer sluitende verklaring voor de grote verschillen in topinkomens (Otten, 2007).

Vergelijkbare bestuurders, werkzaam bij vergelijkbare ondernemingen, hebben grote verschillen in hun beloning

Beloningniveaus en samenstelling CEO's 2003^{a, b, c}

Land	Totale beloning	Salaris	Bonus	Bonus/ Totale beloning
Denemarken	650.712	584.112	93.327	14%
Duitsland	2.267.376	815.668	1.587.663	57%
Finland	658.390	562.540	137.185	20%
Frankrijk	1.832.493	991.100	950.396	46%
Italië	1.369.791	970.578	857.586	43%
Nederland	1.109.904	700.285	409.618	30%
Spanje	992.191	553.930	1.231.900	50%
Verenigd Koninkrijk	1.981.526	1.053.113	960.428	41%
Verenigde Staten	4.764.400	1.216.925	3.547.476	63%
Zweden	846.845	611.984	247.908	25%
Zwitserland	1.638.072	1.409.954	618.269	20%

^a Het aantal observaties kan verschillen voor de verschillende beloningscomponenten. Hierdoor kunnen de bedragen niet precies optellen tot de weergegeven totale beloning en het weergegeven percentage kan anders zijn dan de deling van de bedragen zoals ze weergegeven zijn.

^b Bedragen zijn in dollars, ppp-adjusted (2000 Amerikaanse dollars).

^c Data afkomstig uit Otten (2007).

Een belangrijk punt hierbij is het feit dat bestuurders grote invloed kunnen uitoefenen op het proces dat hun eigen beloning bepaalt (Bebchuk en Fried, 2004; Otten, 2007). Bestuurders hebben nauwe contacten met de leden van de raad van commissarissen (vaak zelf (oud)bestuurders), waarmee zij in onderhandeling zijn. Raden van commissarissen maken daarbij vaak gebruik van een beloningsconsultant om beloningsregelingen te objectiveren en kracht bij te zetten. Een bijkomend probleem is echter dat bestuurders ook in de positie zijn om richting te geven aan het advies van de gebruikte consultant. Onderzoek toont bijvoorbeeld aan dat de consultant geprikkeld wordt om hogere beloningen te adviseren. Vervolgopdrachten, met name voor andere adviesdiensten, hangen samen met een hoger beloningsadvies (Conyon et al., 2006). Daarnaast wordt veelal op advies van de raad van commissarissen een lijstje van ondernemingen gegeven waarmee de consultant een vergelijking maakt. Deze benchmark bestaat meestal uit een zeer beperkt aantal ondernemingen. Het probleem is dat de beloning van bestuurders enorm uiteenlopen. Het berekende gemiddelde, of de veelal gehanteerde mediaan, waarop het advies gebaseerd is, hangt dan ook erg af van het aantal ondernemingen in de benchmark. De samenstelling van het lijstje beïnvloedt daardoor sterk het gegeven advies. Ook blijkt dat de beloning hoger uitvalt wanneer het advies gegeven wordt door een groter consultantbureau met meerdere cliënten (Conyon et al., 2006). Grotere bureaus beschikken over meer inkomensgegevens en kunnen daardoor, eventueel in samenspraak met de commissarissen, de benchmark naar boven bijstellen. Voorts blijkt dat de gekozen benchmark nogal afhankelijk is van de prestaties van de eigen onderneming.

Bij slechte prestaties worden veelal minder presterende ondernemingen in de benchmark meegenomen (Garvey en Milbourn, 2006).

De institutioneel geconstrueerde positie van raden van commissarissen en hun positie binnen de onderneming geven vorm aan het proces dat de beloning bepaalt. De uitkomst van dit proces, in de vorm van een getroffen beloningsregeling, wordt dan ook sterk beïnvloed door subjectieve afwegingen en de discretionaire machtsposities van de betrokken partijen (Otten, 2007).

Symbolopolitieke maatregelen

De roep van aandeelhouders om meer grip te krijgen op het besturen van ondernemingen heeft in 2002 in Nederland geleid tot de wettelijke verplichting dat beloningen openbaar gemaakt moeten worden. Aandeelhouders hebben ook de mogelijkheid gekregen om tijdens aandeelhoudersvergaderingen hun stem te laten gelden. Ondanks dat aandeelhouders de mogelijkheid hebben om beloningsregelingen te blokkeren, gebeurt dit zelden. Het toeschrijven van meer invloed aan aandeelhouders heeft niet geleid tot minder ophef. Ogenschijnlijk eerder tot meer. Verder leidt de openbaarmaking en negatieve mediapubliciteit rond beloningen niet tot aanpassingen van beloningen (Core et al., 2005). Ook de maatregelen geopperd in de huidige discussie zullen geen uitkomst bieden. Zo zal het verhogen van het hoogste belastingtarief juist kunnen leiden tot hogere beloningen. Aangezien bestuurders in de positie zijn om hun eigen beloning mede te bepalen, kunnen belastingverhogingen ertoe leiden dat andere, mogelijk minder belaste, componenten van de beloning

verhoogd worden. Ook kunnen buitenlandse bestuurders in Nederlandse dienst bij de belastingdienst een beroep doen op regelingen om slechts gedeeltes van hun inkomen in Nederland te belasten. Otten (2007) toont aan dat de hoogte van de inkomensbelasting geen nivellerend effect heeft. De hoogte van het belastingtarief heeft derhalve nauwelijks een relatie met de hoogte van inkomens. En waar de relatie wel bestaat, geeft deze eerder aan dat hogere tarieven gerelateerd zijn aan hogere bestuurdersbeloningen (Otten, 2007).

De tweede geopperde maatregel om meer invloed aan werknemers te geven, zal eenzelfde effect hebben. Belangrijke lessen kunnen van onze Oosterburen worden geleerd. Het Duitse governance model, waarin werknemers een prominente wettelijk beschermde positie hebben, staat heden ten dagen onder druk. Een van de redenen van de druk op dit systeem is de zeer nauwe relatie die ontstaat tussen bestuurders en werknemers wanneer deze laatste groep een grote rol heeft in het governanceproces van de onderneming. Het structurele probleem is dat de toekomst van werknemers meer afhankelijk is van beslissin-

Aangezien bestuurders in de positie zijn om hun eigen beloning mede te bepalen, kunnen belastingverhogingen ertoe leiden dat andere, mogelijk minder belaste, componenten van de beloning verhoogd worden

gen van bestuurders dan andersom. De hiërarchisch hogere posities van bestuurders en de sterke relatie tussen werknemers en bestuurders zorgen ervoor dat werknemers de neiging hebben om mee te gaan met de wensen van bestuurders (Pagano en Volpin, 2005). Zo ook met betrekking tot beslissingen over topinkomens. Een sterke mate van wettelijke bescherming van werknemers, zoals bescherming tegen ontslag, heeft het effect dat de beloningen van bestuurders inderdaad lager uitvallen (Otten, 2007). Ook de prominente rol van werknemers in raden van commissarissen heeft opzichzelfstaand lagere beloningen tot gevolg. Echter, een sterke wettelijke bescherming van werknemers in combinatie met een prominente rol in het besturen van de onderneming leidt tot hogere beloningen (Otten, 2007). Een grotere rol voor werknemers in combinatie met meer wettelijke bescherming lijkt te duiden op een één-tweetje tussen bestuurders en werknemers. Ondanks dat de trend is dat de stijging van de beloning van werknemers achterblijft bij de stijging van bestuurdersbeloningen, zouden hogere bestuurdersinkomens door invloedrijke werknemers aangegrepen kunnen worden om ook hun beloning te verhogen (zie Murphy, 1999; Abowd en Kaplan, 1999). Een grotere rol voor werknemers bij het besturen van de onderneming, in combinatie met de in vergelijking met andere landen al sterke wettelijke bescherming, zullen naar alle waarschijnlijkheid de topinkomens in Nederland niet kunnen beperken.

Bestuurders hebben discretionaire macht in de vormgeving van corporate governance-systemen en hebben grote invloed op de uitkomsten. Het geven van meer macht aan werknemers, maar ook aan aandeelhouders zoals het gevolg is geweest van de code Tabaksblat en zoals de recente discussie rond *private equity* en hedgefondsen aangeeft, hebben als resultaat dat ook deze partijen meer discretionaire macht krijgen. Het probleem is echter dat de geopperde maatregelen om topinkomens aan te pakken niet het beoogde effect van loonmatiging zullen hebben. Geen enkel corporate governance-systeem kan de discretionaire macht van bestuurders, werknemers, aandeelhouders en commissarissen volledig aan banden leggen (Otten, 2007). De betrokken partijen zullen altijd een zekere beslissingsvrijheid hebben om hun discretionaire macht uit te kunnen oefenen en bepaalde subjectieve overwegingen te maken (Otten, 2007). Het geven van meer macht aan werknemers kan de machtspositie van bestuurders mogelijk wel doen afzwakken, maar zal niet als gevolg hebben dat de topinkomens naar beneden bijgesteld zullen worden. De geopperde maatregelen om iets te doen aan topinkomens zullen niet de gewenste effecten hebben en lijken daarmee al snel een politiek-symbolisch karakter te krijgen.

Conclusie

De maatregelen om de inkomensbelasting te verhogen en om de rol van werknemers te versterken zal de discussies rond topinkomens niet kunnen beslechten. Deze geopperde maatregelen zullen niet leiden tot het naar beneden bijstellen van de topinkomens en krijgen daardoor al snel het karakter van symboolpolitiek. Marktwerking speelt een zeer beperkte rol bij het vaststellen van de beloning van bestuurders. De beloning van bestuurders is een uitkomst van de interacties tussen institutioneel geconstrueerde corporate governance-systemen en factoren die van belang zijn op ondernemingsniveau. In het beslissingsproces dat de inkomens bepaalt, zijn de discretionaire machtsposities en subjectieve overwegingen van vele partijen van grote invloed. Politiek ingegeven maatregelen zullen deze posities en overwegingen niet volledig kunnen sturen. De partijen zullen altijd een zekere mate van beslissingsvrijheid hebben om hun eigen subjectieve overwegingen mee te laten wegen bij het vaststellen van de beloning.

LITERATUUR

- Abowd, J. M. en M.L. Bognanno (1995) International differences in executive and managerial compensation. In: Freeman R. B. en L. F. Katz *Differences and changes in wage structures*, 67–103. Chicago: University of Chicago Press.
- Abowd, J. M. en D.S. Kaplan (1999) Executive compensation: six questions that need answering. *The Journal of Economic Perspectives*, 13(4), 145–168.
- Aguilera, R. V. en G. Jackson (2003) The cross-national diversity of corporate governance: dimensions and determinants. *The Academy of Management Review*, 28(3), 447–465.
- Bebchuk, L. A. en J.M. Fried (2004) *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*. Cambridge: Harvard University Press.
- Conyon, M. J. en K.J. Murphy (2000) The prince and the pauper? CEO pay in the United States and United Kingdom. *The Economic Journal*, 110(467), F640–F671.
- Conyon, M.J., S.I. Peck en G.V. Sadler (2006) *Compensation consultants and executive pay*. Ongepubliceerd manuscript, The Wharton School.
- Core, J. E., W.R. Guay en D.F. Larcker (2005) *The power of the pen and executive compensation*. Ongepubliceerd manuscript, The Wharton School.
- Garvey, G. T. en T.T. Milbourn (2006) Asymmetric benchmarking in compensation: executives are rewarded for good luck but not penalized for bad. *Journal of Financial Economics*, 82(1), 197–225.
- Jensen, M. C. en W. H. Meckling (1976) The theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jensen, M. C. en K.J. Murphy (1990) CEO incentives: it's not how much you pay, but how. *Journal of Applied Corporate Finance*, 3(3), 36–49.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, en A. Shleifer (1999) Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, 65(2), 471–517.
- La Porta R., F. Lopez-de Silanes, A. Shleifer en R. Vishny (2000) Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3–27.
- Murphy, K. J. (1999) Executive compensation. In: Ashenfelter O. en D. Card *Handbook of Labor Economics*, Elsevier Science 5(3), 2485–2563.
- Otten, J.A. (2007) *Origins of executive pay and corporate governance reform codes. Essays on an institutional approach to corporate governance*. Proefschrift, Utrecht School of Economics, Universiteit Utrecht.
- Pagano, M. en P.F. Volpin (2005) Managers, workers, and corporate control. *The Journal of Finance*, 60(2), 841–868.
- Roe, M. J. (2003) *Political determinants of corporate governance: political context, corporate impact*. Oxford: Oxford University Press.
- Tosi, H. L. en T. Greckhamer (2004) Culture and CEO compensation. *Organization Science*, 15(6), 657–670.
- Tosi, H. L., S. Werner, J.P. Katz en L.R. Gomez-Mejia (2000) How much does performance matter? A meta-analysis of CEO pay studies. *Journal of Management*, 26(2), 301–339.

