



Topsalarissen en aandelenopties

Auteur(s):

Cools, K.
Praag, M. van

De eerste auteur is werkzaam bij The Boston Consulting Group en de Rijksuniversiteit Groningen. De tweede auteur is verbonden aan de Universiteit van Amsterdam. De auteurs danken Arnoud Boot, Hessel Oosterbeek en Elmer Sterken voor kritisch commentaar.

Verschenen in:

ESB, 85e jaargang, nr. 4240, pagina 69, 28 januari 2000

Rubriek:

Trefwoord(en):

beloning

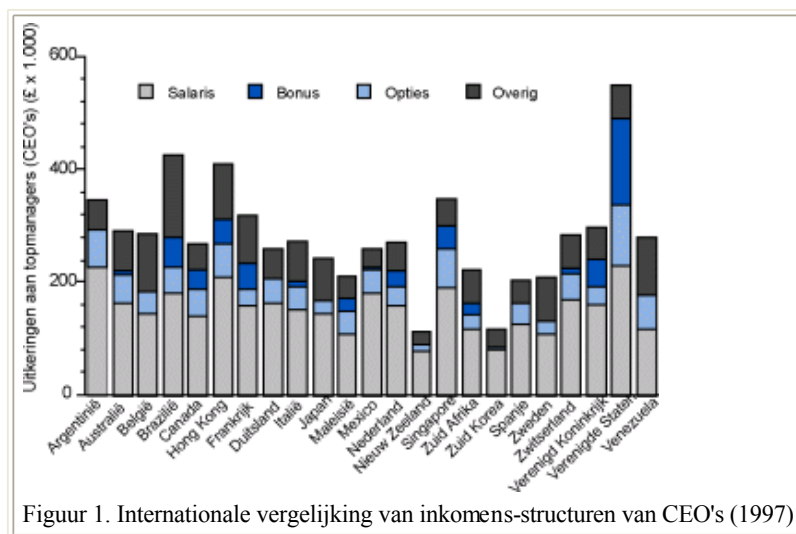
De belangstelling voor de salarissen en optie-regelingen van topmanagers groeit gestaag. Wat leert economische theorie ons over de beloning van topmanagers?

Kranten schrijven uitgebreid over de vele miljoenen die de bestuurders van succesvolle beursfondsen via managementopties incasseren. Door premier Kok werden deze optieregelingen bestempeld als "exhibitionistische zelfverrijking". Veel discussie komt uit de hoek van de vakbonden en benadrukt het principe van rechtvaardigheid. Systematische loonmatiging door cao-personeel laat zich volgens de bonden moeilijk rijmen met soms honderden procenten inkomensstijging aan de top. Ook in de economische theorie is het van belang dat een beloningsstructuur als eerlijk wordt ervaren. Scheve ogen in een bedrijf demotiveren immers en leiden af van productief werk. Dit is één van de redenen dat ook sommige bestuursvoorzitters, aandeelhouders en werkgeversverenigingen inmiddels twijfels uiten over de hoogte van sommige topinkomens.

In dit artikel laten we het recente economisch onderzoek naar de optimale beloning van CEO's en top-managers de revue passeren ¹. Eerst schetsen we hoe inkomens van topmanagers zich in de jaren negentig in verschillende landen hebben ontwikkeld. Daarna bespreken we economische theorie over het optimale *niveau* van topsalarissen, om vervolgens in te gaan op theorieën die de beloningsstructuur analyseren. Met deze inzichten kunnen we de economische motieven voor hoge topinkomens en variabele inkomens beter begrijpen. We sluiten af met een kritische bespreking en suggesties voor verbetering van de meest populaire beloningsvorm: aandelenopties.

Topinkomens

[figuur 1](#) laat zien dat de 'gemiddelde' voorzitter van de Raad van Bestuur van een Nederlandse industriële onderneming met een omzet van circa £ 153 miljoen, bijvoorbeeld Grolsch, Econosto of Unique, ruim£ 269.000 verdiende in 1997. Dit is minder dan de helft van het totale inkomen van een Amerikaanse CEO van een vergelijkbare onderneming. Zowel in Nederland als in de VS zijn de beloningen ruim verdubbeld ten opzichte van 1984.



Figuur 1. Internationale vergelijking van inkomens-structuren van CEO's (1997)

Het inkomen van een bestuursvoorzitter kunnen we splitsen in drie onderdelen: het vaste jaarsalaris plus variabele bonus, de lange termijn beloning (bijvoorbeeld optieregelingen en aandelen) en de niet-geldelijke vergoedingen (bijvoorbeeld privé gebruik van auto of vliegtuig). In de VS is de lange termijn inkomenscomponent van de voorzitter van bovengenoemd referentiebedrijf circa drie keer zo groot als in Nederland. In 1996 waren optieregelingen in Nederland nog verwaarloosbaar, terwijl deze in de VS bijna de helft van het vaste salaris plus bonus bedroegen. In de VS is de waarde van opties plus aandelen inmiddels ongeveer tweederde van het totale inkomen.

Een belangrijk gegeven bij prestatiebeloning is de elasticiteit met betrekking tot de ondernemingswaarde. Helaas is dit gegeven alleen bekend voor de Verenigde Staten. In 1994 steeg het inkomen van de mediane Amerikaanse ceo met

\$ 5,29 wanneer de waarde van de onderneming toenam met \$ 1000. Dit was drie keer zoveel als in 1980, hetgeen verklaard kan worden door de toename van optieregelingen en de sterke stijging van de aandelenkoersen.

Inkomensniveau

Binnen bedrijven is promotie (en de daarbij behorende salarisverhoging) de belangrijkste en meest gebruikte prikkel voor werknemers. Voor de CEO zelf is interne promotie als prikkel weliswaar niet van toepassing, maar de inkomens aan de top (en de bijbehorende status) spelen wel een belangrijke rol bij de promotiestrategie van een bedrijf: naarmate de positie aan de top aantrekkelijker is, zijn ook alle overige promotiekansen aantrekkelijker.

Het toernooimodel

Dit model geeft de relatie tussen promoties en beloningsverhoudingen binnen een onderneming aan. Het toernooimodel veronderstelt een vast aantal functieniveaus ('slots') met elk een bepaald beloningsbereik. Neem bijvoorbeeld een financiële afdeling waar plaats is voor zes analisten, twee teammanagers en een afdelingsmanager. Er zijn dus drie 'slots'. Promotie vindt plaats op basis van relatieve, niet van absolute prestaties. Er van uitgaande dat het bedrijf niet groeit en niet extern recruteert, zijn de nominale promotiekansen hier respectievelijk 33 en 50 procent.

Een promotie is aantrekkelijker (en vormt een betere prestatieprikkel) naarmate het inkomensverschil tussen twee 'slots' groter is. Niet de huidige beloning maar de beloning na promotie motiveert de werknemer. Behalve door het inkomensverschil wordt de prestatieprikkel bepaald door de kans op promotie. De kans moet niet te klein zijn, maar ook niet vanzelfsprekend. Wanneer de kans op promotie te klein is, wordt het risico te groot dat extra inspanningen niet zullen worden beloond. Als daarentegen een promotie vanzelfsprekend is, zal deze ook niet aanzetten tot optimale prestaties. De prestatieprikkel wordt tenslotte ook beïnvloed door de meetbaarheid van inspanning: naarmate iemands kans op promotie meer afhangt van de echte inspanning (in plaats van meetfouten, lees toeval) is de effectiviteit van prestatiebeloning groter. Het optimale verschil tussen twee opeenvolgende inkomensniveaus is bereikt wanneer de marginale extra salariskosten bij promotie gelijk zijn aan de marginale motivatiebaten.

Het verschil tussen het salarisoniveau voor en na promotie is niet de enige salarisstijging die bepalend is voor het inspanningsniveau. Een indirect gevolg van een promotie is immers de kans op een volgende promotie, met bijbehorende aantrekkelijke arbeidsvoorwaarden. Zodoende is het salarisoniveau van de top van invloed op de inspanningsbereidheid op alle niveaus. Naarmate een functie hoger is wordt het indirecte 'incentive' effect van de functie groter. Dit biedt een verklaring voor het feit dat het verschil tussen opeenvolgende salarisoniveaus toeneemt met het opklimmen van de hiërarchische ladder, en dat de (Voorzitter van de) Raad van Bestuur veel meer verdient dan de laag eronder. Begin jaren tachtig steeg het inkomen van de gemiddelde 'vice president' van grote Amerikaanse ondernemingen jaarlijks 3,8%, terwijl de stap naar 'vice president' 18,8% inkomensstijging opleverde. De enkelen die vervolgens ook nog de stap naar CEO maakten werden met een gemiddelde extra inkomensstijging van 42,9% beloond.

Het toernooimodel verklaart ook dat topinkomens hoger zijn in grotere ondernemingen. Grotere bedrijven hebben vaak meer hiërarchische lagen en de kans om de top te bereiken is er zeker kleiner. De sterk toegenomen bedrijfsomvang als gevolg van het grote aantal fusies en overnames kan dus deels de sterke stijging van topinkomens in de afgelopen jaren verklaren.

Ook kan het toernooimodel licht werpen op de beloningsstructuur in organisaties met een zogenaamd 'up or out' promotiebeleid (met name van toepassing in dienstverlenende sectoren zoals accountants, organisatieadviseurs, advocaten en notarissen). De verschillen tussen de functieniveaus zijn groot en nemen sterk toe met het stijgen in de hiërarchie. In dergelijke organisaties moet de economische prikkel van een promotie hoger zijn, aangezien het alternatief voor een promotie niet behoud van het huidige salaris is maar, uiteindelijk, ontslag. Anders gezegd, het risico voor de werknemers is hoger, dus moet ook het verwachte rendement (toekomstig inkomen) hoger zijn. Een mogelijk bij-effect is een hoger *huidig* inkomen als risicopremie voor eventueel gedwongen vertrek. Dus naarmate promoties een belangrijkere prestatieprikkel vormen voor het personeel is een hoger topsalaris noodzakelijk voor een optimale beloningstructuur.

Uitgestelde betalingen

Behalve met toernooimodellen kan het niveau van topinkomens worden verklaard door uitgestelde betalingen. Inkomensstijgingen van werknemers lopen vaak niet parallel met de toename van de productiviteit: werknemers krijgen aan het begin van hun carrière minder uitbetaald dan hun marginale productiviteit en later juist meer. De laatste tijd leidt dit soms tot de roep om demotie en/of salarisverlaging van oudere werknemers en topmanagers. Dit kan echter gevaarlijk zijn. Uitgestelde betalingen motiveren werknemers immers om langer bij het bedrijf te blijven en vanuit een lange-termijnperspectief te beslissen en te handelen. De praktijk om beloningen uit te stellen leidt dus tot hogere topsalarissen.

Risico

Tenslotte speelt risico een rol bij het vaststellen van inkomensniveaus. Beslissingen door het topmanagement kunnen grote gevolgen hebben, zowel positief (bijvoorbeeld verdere groei en toename van de werkgelegenheid) als negatief (ontslagen, faillissement). Dit betekent dat zij grote risico's lopen, voor de onderneming en persoonlijk. Verkeerde beslissingen en mislukkingen verlagen immers hun marktwaarde. Bovendien neemt de transparantie van ondernemingen en 'accountability' van topmanagers alsmaar toe². Dit verlaagt weliswaar de vermogenskosten en verhoogt de marktwaarde van de onderneming, maar het verhoogt de risico's die topmanagers lopen nog verder. De mogelijkheid om zich te verstoppen achter onduidelijke inspanningen en prestaties wordt kleiner en bij tegenvallende prestaties wordt het antwoord op de cruciale vraag 'bad luck or bad management?' steeds duidelijker. Deze toenemende transparantie en afrekenbaarheid verhogen het risico voor individuele managers, vooral voor CEO's. Daar zit een hogere risicopremie, lees beloning, aan vast.

Inkomensstructuur

De agency theorie biedt een goed theoretisch kader voor de prestatiebeloning van topmanagers. Het agency-probleem vindt haar oorsprong in de scheiding van eigendom (aandeelhouders; principalen) en beheer (managers; agenten).

Agency theorie...

Managers hebben niet dezelfde belangen als aandeelhouders. Voor een directeur-eigenaar is het - afgezien van fiscale effecten - irrelevant of hij rekeningen privé of via de zaak betaalt. Dit geldt ook voor bestedingen die het bedrijfsbelang niet (volledig) dienen maar wel zijn persoonlijk nut vergroten, zoals een privé-jet, een te luxe en te groot hoofdkantoor en niet in de laatste plaats een te grote onderneming³. Naarmate een manager een kleiner percentage van de aandelen bezit wordt het voor hem aantrekkelijker om ondernemingsgeld te besteden aan dergelijke 'perk consumption'.

Managers zijn bovendien beter geïnformeerd over het reilen en zeilen van de onderneming. Aandeelhouders kunnen niet goed observeren en verifiëren wat het management uitvoert en in welke mate het in hun belang handelt. Daardoor kan het management acties ondernemen die ongemerkt de aandelenkoers nadelig beïnvloeden.

Daar komt bij dat aandeelhouders en management verschillen in risicohouding. Aandeelhouders zijn in zekere zin risico-neutraal: ze kunnen het (onsystematische) risico van een individueel aandeel elimineren door het aanhouden van een goed gespreide portefeuille. Wat overblijft is het (systematische) risico van 'de economie'. Individuele managers zijn, zoals de meeste individuen, risico-avers en zijn sterk afhankelijk van de risico's (bijvoorbeeld ontslag of inkomens- en reputatieverlies bij tegenvallende resultaten) die zijn verbonden aan één onderneming. Het is daarom Pareto-efficiënt als de aandeelhouders het volledige *specifieke* ondernemingsrisico dragen. Dit leidt voor aandeelhouders tot het dilemma dat zij enerzijds het management prikkels moeten verschaffen om innovatieve projecten en strategieën te initiëren, en tegelijkertijd het risico voor het management zelf moeten beperken. Bovendien moet het management worden gestimuleerd volledige, juiste, tijdige en gedetailleerde informatie te verschaffen, ook wanneer de resultaten tegenvallen. Belangentegenstellingen, informatiever verschillen en verschillen in risicohouding tussen management en aandeelhouders - drie kernpunten van de agency theorie - bieden goede aanknopingspunten voor een beter begrip van de variabele, prestatie-afhankelijke inkomens van topmanagers.

...en variabele beloning

De variabele beloning zal toenemen wanneer het management een kleiner percentage van de aandelen bezit. Naarmate het procentuele aandelenbezit van een manager kleiner wordt, is het voor hem aantrekkelijker zijn eigen belang te laten prevaleren, ten koste van de aandeelhouders. Dit argument strookt met de doorgaans sterkere variabele beloning voor topmanagers van grotere ondernemingen, aangezien het procentuele aandelenbezit van managers daar relatief laag is. Dit argument geeft tevens aan dat aandelen of aandelenopties voor het management het agency-probleem zelf verminderen, een argument dat ook door ondernemingen vaak wordt genoemd⁴. Opvallend is dat in de VS (overige gegevens ontbreken helaas) het absolute aandelenbezit van de CEO's van de Standard & Poor 500 industriële ondernemingen weliswaar is toegenomen, maar dat dit procentueel is gedaald tussen 1987 en 1996. De waarde van de aandelen van de mediane CEO in deze groep is gestegen van \$ 3,5 miljoen naar meer dan \$ 6 miljoen, terwijl tegelijkertijd het percentage is gedaald van 0,14% naar 0,11% van het totale aandelenkapitaal. Deze trend verklaart waarschijnlijk een deel van de toename van het gebruik van prestatiebeloning voor CEO's.

In de tweede plaats zal het variabele inkomensdeel stijgen naarmate de informatie-achterstand van de aandeelhouder kleiner is. Zelfs uitstekende informatie over de bedrijfsresultaten is onvoldoende omdat goede prestaties het resultaat kunnen zijn van geluk en omgekeerd. Naarmate de informatie over input en resultaat beter is, kan de kwaliteit van het management preciezer worden vastgesteld en kan het variabele prestatie-inkomen toenemen. Naarmate de inspanning sterker gecorreleerd is met de beloonde prestatie neemt immers de onzekerheid voor de manager af en kan hij genoeg nemen met een lagere risicopremie.

Ten derde zal de variabele beloning toenemen wanneer de gemeten individuele inspanningen meer invloed hebben op de bedrijfsprestaties. Hoe beter men erin slaagt om prestatie maatstaven en targets vast te stellen die sterk gecorreleerd zijn met aandeelhouderswaardecreatie (en tegelijkertijd de individuele inspanning van een manager), des te lonender een hoge 'prikkel-intensiteit' is. Als externe factoren het resultaat sterk kunnen bepalen, of coördinatie en samenwerking binnen de Raad van Bestuur belangrijk zijn, zal de invloed van een variabel inkomen op de individuele prestaties lager zijn. Ook zal variabele beloning van bestuurders met lijnverantwoordelijkheid (met eigen balans en resultatenrekening) hun prestaties sterker kunnen beïnvloeden bijvoorbeeld die van de financiële persoon in de Raad van Bestuur.

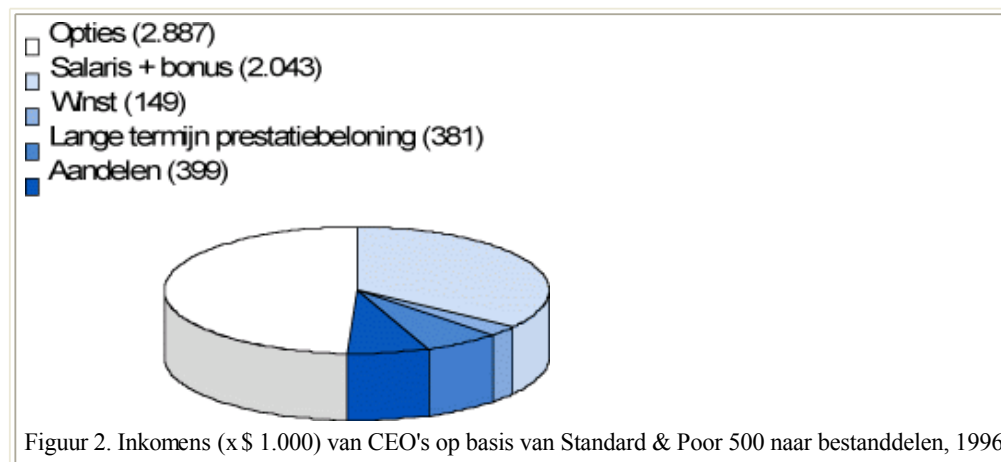
Tenslotte kan de verhouding variabel/vast inkomen hoog zijn als de risico-aversie van het management laag is. De mate van risico-aversie varieert per persoon maar is ook afhankelijk van de omstandigheden. De (relatieve) risico-aversie is hoog voor jonge managers die hun financieel en menselijk kapitaal nog moeten opbouwen. Het risico zelf is groter voor managers die grote investeringsbeslissingen moeten nemen met grote zichtbare gevolgen, die meer verantwoordelijkheden dragen (grotere bedrijven) en wier resultaten beter zichtbaar zijn (bijvoorbeeld de zichtbare voorzitter van een middelgroot beursfonds versus zijn onzichtbare collega van een divisie van Unilever of Shell).

Voor managers met een hogere risico-aversie die een groot risico lopen zou het variabele deel van de beloning relatief klein moeten zijn. Er is echter een vorm van variabele beloning waarvoor deze afweging tussen risico en 'prikkel-intensiteit' niet geheel opgaat: de aandelenoptie.

Aandelenopties

Het inkomen van de CEO van een gemiddelde onderneming uit de Standard & Poors 500 bestond in 1996 voor 48% uit aandelenopties (zie [figuur 2](#))⁵. Voor kleinere Amerikaanse ondernemingen lag dat percentage in 1997 rond de dertig (zie [figuur 1](#)). Dat was aanzienlijk hoger dan de 17% van de nummer 2, het Verenigd Koninkrijk, en de 10% voor Nederlandse CEO's. Sinds die tijd zijn de inkomens uit

opties verder gestegen. In 1998 bedroegen de inkomens uit opties in de Verenigde Staten tussen de 55% en 75%, in het Verenigd Koninkrijk 30% à 40% en in Nederland tussen de 15% en 25% van het totale bestuurdersinkomen⁶. In Nederland spande de Raad van Bestuur van Aegon dat jaar de kroon. Ze ontving voor f 383 miljoen opties, 7% van het aan Aegon-werknemers toegekende totaal. Is hier uitsluitend sprake van 'exhibitionistische zelfverrijking' of zijn deze miljoenen economisch verdedigbaar? Het zijn natuurlijk de excessen die de krantenkoppen halen, maar ook de genoemde gemiddelde inkomens uit opties zijn buitengewoon hoog en sterk gestegen. Wel zijn deze cijfers uiteraard beïnvloed door de hoge aandelenrendementen van de afgelopen jaren. Wie had tien jaar geleden kunnen vermoeden dat de AEX zo'n 25% per jaar zou stijgen en dat Aegon tussen 1992 en 1999 een jaarlijks aandelenrendement van 66% zou realiseren? Maar aan de andere kant is ook het aantal per persoon verstrekte opties gestegen in deze periode.



Variabele beloning in de vorm van aandelen en opties verkleint het agency probleem tussen aandeelhouders en management. Bovendien is de financiële prikkel direct gericht op de aandelenkoers zelf in plaats van op de doelstellingen (bijvoorbeeld operationeel rendement, innovaties, werknemersmotivatie) en dat heeft voordelen. Een belangrijk voordeel is dat onderlinge samenwerking wordt gestimuleerd. Tevens worden bekende nadelen van het gebruik van de doelstellingen vermeden of beperkt. Meestal worden immers slechts de doelstellingen gehanteerd voor activiteiten die goed meetbaar zijn en richten managers zich vooral op de eenvoudig te realiseren doelstellingen.

Een belangrijk kenmerk van sommige optieregelingen is dat de opties pas na een bepaalde periode mogen worden uitgeoefend. Dit geeft het management een extra prikkel om ook de lange-termijneffecten van beslissingen expliciet mee te nemen. Wanneer dergelijke termijnclausules ontbreken bestaat het gevaar dat managers financieel te onafhankelijk worden, onvoldoende oog hebben voor de lange termijn, te grote risico's nemen of opstappen wanneer het even tegen zit. Een bekend voorbeeld van financiële onafhankelijkheid is de recente exodus van veertigers bij Microsoft, waar één op de drie werknemers dankzij de aandelenopties miljonair is geworden.

Een mogelijk nadeel van optieregelingen is dat ze het management een stimulans geven om minder of geen dividend uit te keren. Waarschijnlijk wordt een dividendverlaging immers niet volledig gecompenseerd door een koersstijging vanwege het informatie-effect van dividendbetalingen.

Bovengenoemde argumenten gelden voor zowel aandelen- als optieregelingen. Er is echter een argument waarom opties een beter medicijn zijn tegen het agency-probleem dan beloning in de vorm van aandelen. Een probleem voor risico-neutrale aandeelhouders is, zoals we eerder zagen, dat zij risico-averse managers moeten stimuleren risicodragende projecten en groei te realiseren. Een tegenvallend, maar ingecalculeerd resultaat van een majeure investering zal de reputatie van de manager, en daarmee zijn menselijk kapitaal, toch negatief beïnvloeden. Sommige projecten met een positieve netto contante waarde plus optiewaarde worden daardoor niet ondernomen; het zogenaamde onderinvesteringen-probleem. De aandeelhouder heeft dus een instrument nodig om managers te prikkelen meer risico te nemen door goede uitkomsten te belonen en bepaalde slechte uitkomsten niet te straffen. Dit is precies wat met de asymmetrische beloningsstructuur van aandelenopties wordt gerealiseerd⁷. De potentiële of reële koersstijgingen verhogen de optiewaarde, terwijl eventuele koersdalingen onder een bepaald niveau de optiewaarde nauwelijks verminderen. Het betekent ook dat de vermaledijde verlagingen van de uitoefenprijs economisch juiste beslissingen zouden kunnen zijn.

Aandelenopties zijn dus vooral een belangrijk beloningsmechanisme wanneer een groeistrategie moet worden gevolgd. Dit zou mede kunnen verklaren waarom het gebruik van aandelenopties de afgelopen jaren het sterkst is geweest in de VS en waarom ook in Nederland de relatieve groei aanzienlijk was. Uit recent onderzoek blijkt dat Amerikaanse ondernemingen in de periode 1993-1999 sterker gegroeid zijn dan Europese en dat Nederlandse ondernemingen binnen Europa de sterkste groeiers waren⁸.

Aandelenopties hebben echter ook nadelen. Op de eerste plaats over de wijze van verslaggeving. De recente waardeverhoging van opties is deels veroorzaakt door de sterk gestegen winsten in de afgelopen jaren. In deze winsten zijn echter de kosten van managementopties niet meegenomen, noch in de VS, noch in Nederland. Enige informatie over aantallen uitgekeerde opties is opgenomen in voetnoten, maar het geeft geen exact beeld over de totale waarde. Bij een economisch verantwoorde financiële verslaggeving, gericht op transparantie en 'accountability', zou de waarde van de uitgekeerde opties als arbeidskosten van de winst moeten worden afgetrokken. De winst van Amerikaanse ondernemingen over het boekjaar 1998 zou ongeveer 50% te hoog zijn vanwege de niet opgenomen kosten van managementopties en de \$ 4,5 miljard winst van Microsoft over dat jaar zou omslaan in een verlies van \$ 18 miljard⁹.

Een tweede probleem van sommige aandelenopties is het moment waarop ze mogen worden uitgeoefend. Het is belangrijk dat een groot deel van de opties pas mag worden uitgeoefend lange tijd nadat ze zijn uitgekeerd. De gevaren van korte termijn beslissingen, onverantwoorde risico's en te grote financiële onafhankelijkheid zijn groot. Bovendien blijkt dat Amerikaanse managers zichzelf dan opties gaan toekennen op strategisch uitgekende momenten, zoals vlak voor een grote acquisitie¹⁰.

Een volgend probleem met managementopties is dat ze doorgaans niet zijn geïndexeerd. Het doel van een variabel inkomen is prestaties te koppelen aan beloning. Waarom zouden CEO's en topmanagers dan moeten worden beloond voor de sterke stijging van de aandelenmarkt? Managers willen niet graag gestraft worden voor negatieve ontwikkelingen die zij niet kunnen beïnvloeden, dus waarom ze wel belonen voor positieve externe factoren? Economen kunnen niet verklaren waarom, althans uit een oogpunt van optimale prestatiebeloning, aandelenopties niet zijn gerelateerd aan de relatieve prestaties van het management. Het is bovendien eenvoudig te realiseren door de uitoefenprijs te relateren aan de AEX of een internationale bedrijfstakindex. Ook kan worden gecorrigeerd voor eventuele dividendverlagingen. Indexatie biedt bescherming bij het eventueel inzakken van de aandelenmarkt en behoudt het belangrijke asymmetrische karakter van aandelenopties. Bovendien reduceert het de soms exorbitante bedragen die de laatste jaren ten dele als 'windfall profits' in de handen van managers, en soms werknemers, zijn gevallen.

Daarmee raken we de laatste keerzijde van de huidige vorm van managementopties: rechtvaardigheid. Volgens de belangrijkste Amerikaanse vakbond (AFL-CIO) is het gemiddelde inkomen van een CEO in 1998 419 keer het inkomen van een fabrieksarbeider, terwijl in 1980 dat getal 48 bedroeg. Deze stijging is voornamelijk veroorzaakt door het toegenomen gebruik van (niet geïndexeerde!) aandelenopties. Extreem grote inkomensverschillen bedreigen niet alleen het poldermodel maar arbeidsverhoudingen in het algemeen.

Tot besluit

Nederlandse ondernemingen zouden moeten worden verplicht tot transparantere berichtgeving over de hoogte en samenstelling van het inkomen van (individuele) topmanagers. Deze transparantie werkt niet alleen disciplinerend, maar is ook noodzakelijk om de kosten en baten van verschillende beloningsstructuren te kunnen bepalen. Een dergelijke balans is een noodzakelijk ingrediënt voor de bepaling van de optimale beloningsstructuur afhankelijk van de strategie en bepaalde kenmerken van het bedrijf. Dat verbetert de prestaties van het topmanagement, met positieve effecten op de ondernemingsgroei en werkgelegenheid.

Transparantere berichtgeving, gecombineerd met adequate verwerking in de jaarrekening, geïndexeerde lange termijn optieregelingen en aandelen- of optieregelingen voor grotere aantallen medewerkers zouden bovendien de belangrijkste nadelen van optieregelingen elimineren. Ze zouden de inkomensverschillen verkleinen, afwentelingsmechanismen beperken en de politiek geruststellen

1 Een uitstekend overzichtartikel over de beloning van CEO's is K.J. Murphy, *Executive compensation*, in: O. Ashenfelter en D. Card, *Handbook of labor economics*. Elsevier Science, 1999. CEO staat voor chief executive officer.

2 Die toenemende transparantie betreft ook de topinkomens zelf. Nederlandse beursondernemingen zijn inmiddels verplicht om het gezamenlijke inkomen (inclusief pensioenpremies) van de Raad van Bestuur en de Raad van Commissarissen in het jaarverslag te vermelden. De toegenomen 'accountability' geldt ook voor Nederlandse bestuurders van ondernemingen. Zie bijvoorbeeld Slachtoffers in de bestuurskamer, *NRC Handelsblad*, 31 december 1999, blz. 16.

3 Donaldson laat overtuigend zien dat het management van Amerikaanse ondernemingen niet streeft naar het maximaliseren van aandeelhouderswaarde, maar naar 'maximizing corporate wealth', omdat bestuurders van grotere ondernemingen een hoger inkomen en een hogere maatschappelijke status genieten. Zie G. Donaldson, *Managing corporate wealth*, Praeger, New York, 1984.

4 Een mooi voorbeeld daarvan is te vinden in het Jaarverslag 1998 van Philips: "The purpose of the stock option plans is to align the interest of management with the interest of shareholders...to increase the company performance on a long-term basis, thereby increasing shareholder value."

5 Zie J.M. Abowd en D.S. Kaplan, *Executive compensation: six questions that need answering*, NBER working paper 7124, 1999.

6 Percentages afkomstig van Towers Perrin, een internationaal adviesbureau gespecialiseerd in 'incentive compensation'. In het begin van de jaren tachtig bedroeg dat percentage voor de honderd grootste Amerikaanse bedrijven minder dan 5% (*The Economist*, 7 augustus 1999).

7 Ook aandelen zelf hebben door de beperkte aansprakelijkheid van aandeelhouders een asymmetrische rendementsverdeling. Omdat die asymmetrie pas echt een rol speelt voor ondernemingen die in de gevarezone dreigen te komen of voor start ups, hebben betalingen aan het management in de vorm van aandelen voor de meeste ondernemingen de facto een symmetrisch risicoprofiel.

8 Zie The Boston Consulting Group, *The value creators, a study of the world's top performers*, 1999.

9 Volgens berekeningen van het Londense onderzoeksbureau Smithers & Co.

10 Zie D. Yermack, Good timing: CEO stock options awards and company news announcements, *Journal of Finance*, 52-1997, blz. 449-476.