

# Imperfecties op de arbeidsmarkt voor topbestuurders

Het beoordelen van absolute beloningsniveaus van topbestuurders zonder oog te hebben op de ontwikkelingen in de arbeidsmarkt valt niet te verdedigen. Hierbij zal rekening gehouden moeten worden met de imperfecties die deze markt voor topbestuurders kenmerkt.

**A**n de arbeidsmarkt voor topbestuurders van beursondernemingen (hierna Chief Executive Officers, CEO's) wordt in de literatuur en de discussies daarbuiten relatief weinig aandacht geschonken, wel (en zelfs uitgebreid) aan de beloning zelf. Dat is merkwaardig. Beloning wordt in de economische wetenschap gewoonlijk beoordeeld in de context van zo zuiver mogelijk gedefinieerde en gemeten schaarsteverhoudingen op de betreffende deelmarkt. In dit artikel wordt onderzocht in hoeverre er op theoretische gronden aanwijzingen zijn dat de arbeidsmarkt voor CEO's in het algemeen gekenmerkt wordt door imperfecties. Het bestaan van imperfecties zou gevolgen moeten hebben voor het debat over de beloninghoogte en -structuur. Immers, imperfecties kunnen een bijdrage leveren aan de verklaring waarom de beloning optisch gezien in sommige gevallen extreem hoog of laag is. Imperfecties leiden potentieel tot prijsverstoring. Beloning en de werking van de arbeidsmarkt hangen in die zin rechtstreeks met elkaar samen. Het discussiëren over beloning van arbeid lijkt een doel op zichzelf te zijn geworden, ook in de empirische literatuur zonder de arbeidsmarkt daarbij te betrekken. In dit artikel wordt onderzocht in hoeverre er op theoretische gronden aanwijzingen zijn dat de arbeidsmarkt voor CEO's gekenmerkt wordt door imperfecties. Als hiervoor aanwijzingen worden gevonden, heeft dit implicaties voor de aanvaardbaarheid van de hoogte en de structuur van de beloning van CEO's en dus ook voor de kostprijs van arbeid voor beursondernemingen. De conclusie van dit artikel zal zijn dat de toegenomen complexiteit van het werk van CEO's, de toegenomen risico's en de verruiming van arbeidsmogelijkheden niet rechtvaardigen dat beloningsniveaus op hun absolute niveau worden beoordeeld. Eerder is een rendement/risico-model van het aangaan van een CEO-arbeidscontract het geëigende vehikel bij uitstek om hoge beloningen van CEO's te verklaren en zo mogelijk te rationaliseren.

## Arbeidsmarkt voor topbestuurders

De indruk bestaat onder andere bij de beloning van topbestuurders dat de arbeidsvoorwaarden en de implementatie daarvan mede tot stand komen

doordat de betrokken topbestuurder een onevenredig grote invloed heeft op de inhoud van het arbeidscontract, hoewel deze formeel door anderen wordt vastgesteld. In sommige gevallen lijkt het gedrag van topbestuurders op dat van een zonnekoning die cruciale managementtaken verwaarloost en daardoor niet in aanmerking zou mogen komen voor de met hem gecontracteerde beloning (Cools, 2005). Dit gedrag raakt typisch de essentie van het agency-probleem: het werkelijke gedrag van de manager wijkt af van het bij contractering verwachte gedrag. In het algemeen gaat het bij de genoemde kritiek om de relatie tussen beloning en de werking van de arbeidsmarkt. In het bijzonder gaat het om de volgende vier deelpuncten:

- het geschatte hoge absolute en relatieve niveau van de feitelijke beloningen;
- 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 (RvB));
- 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.

Wanneer een topbestuurder eenmaal in dienst is van de onderneming, is een extra kritiek dat hij/zij te zeer de informatiestroom beheerst in de richting van de Raad van Commissarissen en dat hij/zij zelfs een grote invloed heeft op de samenstelling van de Raad van Commissarissen (Song & Thakor, 2006). Sommige topbestuurders zijn volgens deze evaluatie meer bezig met hun eigen carrièreplanning dan met het nastreven van het doel van de onderneming. Als geheel genomen is het resultaat volgens critici zoals Bebchuk en Fried (2005) dat beloningen veel minder prestatiegerelateerd uitwerken dan de bedoeling was en mocht worden verwacht op basis van de prikkels die in de regelingen besloten liggen. Andere auteurs zoals Hall en Liebman (1998) zijn veel minder negatief in hun oordeel. Na wetenschappelijk onderzoek komen de genoemde auteurs tot de bevinding dat de relatie tussen beloning en ondernemingsprestaties wel degelijk positief is mits de beloning alomvattend wordt gemeten. Dit laatste wil zeggen inclusief onder andere de mutatie van de waarde van pakketten van aandelen en opties gedurende een verslagjaar.

**PIET J.W. DUFFHUES EN  
DRS. MICHEL A. JOBSEN**  
Duffhues is emeritus  
hoogleraar Ondernemings-  
financiering aan het Departement Financiering van de Universiteit van Tilburg (UvT) en is intussen weer in een deeltijdfunctie verbonden aan deze instelling; Jobsen studeerde aan deze universiteit en is werkzaam in het bedrijfsleven  
[p.j.w.duffhues@uvt.nl](mailto:p.j.w.duffhues@uvt.nl)

## De herkomst en de functies van topbestuurders

De strategie van een onderneming kan zijn dat een topbestuurder bij voorkeur uit het interne circuit moet voortkomen. Overwegingen hierbij kunnen zijn de grote bekendheid van de beslissers met de kandidaat over zijn inzet en prestaties, de mate van bekendheid van de kandidaat met de onderneming en het inlossen van beloften van een bestaand arbeidscontract. Bekend is dat sommige ondernemingen tot een kweekvijverstrategie besluiten. Opvolgers van topbestuurders worden in dat geval in beginsel benoemd uit een pool van interne kandidaten. Anderzijds kan ook juist worden gezocht naar een externe topbestuurder omdat bepaalde externe kandidaten reeds over het nodige gezag en over gebleken leiderschapskwaliteiten beschikken. Een recent voorbeeld van een benoeming die de onderneming in kwestie blijkbaar tot grote tevredenheid stemde, was de aanstelling van David Calhoun door VNU die als "kandidaat van wereldklasse" werd 'binnengehaald' als bestuursvoorzitter nadat de onderneming in 2006 was overgegaan in handen van een aantal durfkapitalisten. De formulering "VNU grabs new chief from GE" (The Wall Street Journal, 24 augustus 2006) suggereert het weggrissen van de kandidaat voor de neus van anderen en daarmee op het bestaan van schaarsteverhoudingen aan de top. De arbeidsmarkt voor CEO's in Nederland is een van de deelmarkten van de arbeidsmarkt voor topbestuurders die een steeds meer internationaal karakter lijkt te krijgen. De nationaliteit van topbestuurders is in een globaliserende economie ook niet van doorslaggevende betekenis. Als gevolg van de toegenomen internationalisering van de handelscontacten en de internationalisering van de productie-, investerings- en financieringsactiviteiten kan een topbestuurder uit het internationale circuit waarde inbrengen op grond van het bezit van bijzondere kennis van de markten waarop deze activiteiten worden gerealiseerd, de daar bestaande commerciële netwerken, de omgangsvormen met overheden en de algemeen geldende gebruiken. De stakeholders van ondernemingen zullen van topbestuurders die uit de internationale markt zijn aangetrokken verwachten dat deze hun toegevoegde waarde op de genoemde punten bewijzen.

Aan de arbeidsmarkt voor CEO's worden de volgende functies toegekend (Rosen, 1990). Ten eerste worden op deze markt de talenten van kandidaat-topmanagers gestaffeld en vindt een allocatie plaats aan de vragende ondernemingen in de markt. Ten tweede komen op deze markt arbeidscontracten voor topbestuurders tot stand die tot doel hebben te handelen naar de belangen van de onderneming respectievelijk van haar aandeelhouders.

### Eisen aan een perfecte arbeidsmarkt

Als de prijs van een economisch goed onder invloed van een ruime vraag en een ruim aanbod in een concurrerend klimaat tot stand komt, is deze 'fair'.

Dit wil zeggen dat het kopen van dit goed geen netto contante waarde oplevert: de prijs is voor alle marktpartijen een gegeven zodat sprake is van prijsnemers in plaats van prijsmakers. Alle relevante informatie is bovendien kosteloos beschikbaar voor alle marktpartijen. Daarnaast zijn er geen toetredingsbelemmeringen of hoge transactiekosten. Dit ideaalbeeld van de prijsvorming waarbij de prijs alle beschikbare informatie weerspiegelt, gaat in de werkelijkheid in redelijke mate op voor de financiële markten maar niet voor product- en arbeidsmarkten. Daar kunnen juist verschillende belemmeringen bestaan die afbreuk doen aan de eisen van "marktperfectie". In productmarkten ontstaan daardoor juist kansen om netto contante waarde te genereren. In arbeidsmarkten ontstaan daardoor mogelijk oligopolische structuren die de "faire" prijsvorming een halt kunnen toeroepen. Wij gaan hierna voorbij aan de productmarkten en concentreren ons op de arbeidsmarkt, die in het algemeen aanzienlijk minder concurrerend is dan financiële markten.

De kenmerken van een perfecte arbeidsmarkt zijn volgens Mankiw (1998):

- homogeniteit van de verhandelde goederen;
- aanwezigheid van vele vragers en aanbieders;
- aanwezigheid van een transparante markt waarbij informatie in ruime schaal beschikbaar is;
- het ontbreken van toetredingsbelemmeringen.

Deze kenmerken sluiten niet aan bij de kenmerken die gelden voor de arbeidsmarkt van CEO's (Ang et al, 2003). Belangrijke verschillen zijn:

#### A. Zeer verspreide markt

Er is geen centrale marktplaats of een toegankelijke bron van marktinformatie met vergelijkbare gegevens van de CEO-beloningseisen, CEO-karakteristieken en andere kwaliteits- en ervaringskenmerken beschikbaar.

#### B. Weinig vragers en aanbieders

De vigerende arbeidsmarkt voor CEO's wordt gekenmerkt door weinig vragers en weinig aanbieders in de vorm van de beschikbare CEO's (Khurana, 2003). Er zijn slechts enkele grote ondernemingen waarbij een topfunctie vacceert. Binnen Nederland zijn er zeventien CEO-posities vacant gekomen in de periode januari 2002 tot en met mei 2005 (www.Bestuursvoorzitters.nl, 2005). Dit zijn respectievelijk elf ondernemingen die een notering hebben in de AEX-index en zes in de AMX-index. Als gevolg van de hoge functie-eisen die worden gesteld aan CEO's om een grote onderneming te kunnen leiden, is het aanbod zeer schaars (Himmelberg et al, 2000).

#### C. Toetredingsrisico's

Er bestaat een substantieel risico voor de vragers en de aanbieders op het moment dat zij toetreden tot de arbeidsmarkt voor CEO's. Indien een kandidaat buiten de eigen organisatie wordt gezocht, moet gedetailleerde informatie worden achterhaald over zijn capaciteiten, temperament, karakter en vaardigheden. Deze informatie kan om privacy- en betrouwbaarheidsoverwegingen bijna nooit direct van de huidige werkgever gevraagd worden en zal zorgvuldig moeten worden vergaard. Deze zorgvuldigheid dient gehanteerd te worden om de carrière van de kandidaat niet in gevaar te brengen en om de diverse opties van de zoekende onderneming open te houden (Khurana, 2000). De reputatie van de kandidaat kan worden geschaad, indien publiekelijk bekend wordt dat de benaderde kandidaat toch niet voldoende kwalificaties voor de vacante positie bezit. Dat kan tot gevolg hebben dat de betrokken CEO zelfs uit de markt wordt gestoten.

#### D. Gebrek aan transparantie

Er is een gebrek aan informatie voor beide partijen. Tevens is het zoekproces naar een geschikte kandidaat voor buitenstaanders ondoorzichtig.

#### E. Relatief hoge transactiekosten

Hoge transactiekosten worden veroorzaakt door het aantrekken van de best gekwalificeerde CEO die afkomstig is van buiten de organisatie, waarbij in

enkele gevallen tekengeld wordt betaald op het moment van zijn aanstelling. Tevens wordt vaak een vertrekpremie betaald op het moment dat een CEO wordt ontslagen (Fee et al, 2001). De CEO dient te handelen in het belang van de aandeelhouders. Om dit aan te moedigen, bestaat er een 'golden parachute' in het contract van een CEO. De 'gouden handdruk' beschermt de CEO tegen inkomensverlies indien de CEO ontslagen wordt bij een eventuele overname of fusie. Hij kan daardoor vrijer onderhandelen ten behoeve van de aandeelhouders nu zijn eigen positie is geborgd. Tevens geeft de gouden handdruk een prikkel aan de CEO om de organisatie te besturen op de beste manier, ook al gaat dit eventueel ten koste van zijn eigen positie (Narayanan et al, 1998). Naast deze gouden handdruk heeft de CEO recht op een ontslagpremie indien het contract tussen de onderneming en de CEO in een eerder stadium wordt ontbonden dan aan het einde van de overeengekomen looptijd.

Op zijn best is hierdoor de arbeidsmarkt voor topbestuurders niet perfect maar 'efficiënt'. Dit begrip stelt lagere eisen dan het begrip marktperfectie. Het eisenpakket houdt in dat geval namelijk in dat niet meer dan in redelijke mate kosten bestaan, informatiever schillen voorkomen en de prijs door individuele partijen beïnvloedbaar is. Het gaat dus om een gradueel verschil waarbij marktperfectie de hoogste eisen stelt waaraan nagenoeg geen enkele markt voldoet, zelfs de financiële markt niet.

### 'Turnover' en disciplineren

Ook na toetreding tot de onderneming zijn er belangrijke risico's voor beide partijen. Zo komt het steeds vaker voor dat een CEO voortijdig met ontslag gaat. In de literatuur wordt voortijdig vertrek en vervanging aangeduid als 'management turnover'. Heel algemeen kan een vertrek vrijwillig of gedwongen zijn.

Het vrijwillig opstappen heeft in het algemeen betrekking op de volgende situaties (Allgood et al, 2003):

- de CEO is pensioengerechtigd;
- er vindt een geplande opvolging plaats;
- de CEO vertrekt naar een mogelijk meer prestigieuze positie buiten de onderneming.

Dit laatste gebeurt indien de CEO bijzonder goed presteert binnen zijn huidige onderneming en daar geen mogelijkheid heeft verder door te groeien. Vanwege deze superieure prestaties wordt de CEO ook aantrekkelijk voor een andere organisatie, welke bereid is om voor dit talent te betalen (Fee et al, 2001).

Onder de noemer gedwongen ontslag vallen naast de ontslagen met eventuele druk van buiten de organisatie, ook ontslagen vanwege tegenvallende prestaties, persoonlijke onenigheid, schandalen, reorganisatie en faillissementen (Allgood et al, 2003). De toegenomen eisen aan de CEO die met name voortvloeien uit her en der ingevoerde *corporate governance* codes, hebben tot gevolg dat topbestuurders sneller dan voorheen worden ontslagen bijvoorbeeld vanwege een afgewezen fusie of overnamevoorstel, het te laat inzetten van een saneringsoperatie of het niet naleven van *compliance* regels voor het handelen in effecten. Een kans op gedwongen ontslag is een vorm van disciplineren. Het management wordt inmiddels door middel van tenminste vijf disciplineringsmethoden gemotiveerd om waarde te creëren voor de aandeelhouders van de onderneming.

Dit zijn:

- de arbeidsmarkt: door tegenvallende resultaten van de onderneming kan de CEO worden ontslagen als deze hiervoor verantwoordelijk wordt gehouden;
- de aandeelhouders: slechte prestaties zijn een indicatie van slecht management en dit heeft tot gevolg dat aandeelhouders meer externe personen zullen aanstellen ten koste van het zittend management;
- de overnamemarkt; slechte prestaties van de onderneming kunnen tot gevolg hebben dat de aandelenkoers daalt en de onderneming haar concurrentiepositie verliest, waardoor de onderneming mogelijk een doelwit wordt voor overige partijen;
- de kapitaalmarkt: door de slechte prestaties kan de behoefte aanwezig zijn om op de kapitaalmarkt extra vreemd vermogen aan te trekken. Dit zal alleen beschikbaar worden gesteld aan de organisatie indien de vreemd vermogensverschaffers rechten verkrijgen om het management te disciplineren;

- de Raad van Commissarissen (RvC): deze heeft de bevoegdheid om de personen uit de RvB aan te nemen en te ontslaan.

Het toegenomen aantal disciplineringsmethoden geeft aan dat topbestuurders door vele partijen worden geobserveerd, waardoor het risico van hun arbeidscontract is verhoogd. De toegenomen eisen hebben volgens de standaard financieringstheorie tot gevolg dat het arbeidscontract een hoger verwacht totaalinkomen en een hoger risico zal opleveren voor de CEO.

### Verre van perfecte arbeidsmarkt voor topbestuurders

Op basis van de theoretische vergelijking kan worden geconcludeerd, dat de arbeidsmarkt voor CEO's naar zijn aard verre van perfect en evenmin informatie-efficiënt is ondanks het feit dat de disciplineren van het management in het recente verleden in belangrijke mate aan betekenis heeft gewonnen.

Uit de kenmerken van de arbeidsmarkt van CEO's blijkt, dat het een zeer 'dunne' (weinig transacties) en risicovolle markt is, en de arbeidsmarkt zeer lastig is te betreden als gevolg van eerder toe- dan afgenomen toetredingsrisico's. Deze toetredingsrisico's zijn samen met het toegenomen afbreukrisico als men eenmaal is benoemd, theoretisch indicatief voor het ontstaan van een hogere beloningseis van de zijde van de CEO.

Ook zwaardere verplichtingen door toegenomen corporate governance code-bepalingen hebben de beloningseisen opgeschroefd ten opzichte van de jaren negentig van de vorige eeuw. Deze inzichten leiden tot de verwachting dat de totale beloning van topmanagers in de loop van de laatste vijf tot tien jaar zal zijn gestegen. Grotere verantwoordelijkheden en grotere risico's zijn daarvoor verantwoordelijk. Een derde factor die tot de conclusie leidt dat beloningen van topbestuurders zullen zijn gestegen, is dat topbestuurders over een nieuw alternatief beschikken om hun kennis en vaardigheden aan te wenden. Dit gaat over een eventueel zelfs beter betaalde baan in de luwte van een onderneming die door besloten participatiemaatschappen wordt gefinancierd. Meer risico's, meer verantwoordelijkheden en meer alternatieven zijn kenmerkend voor de ontstane arbeidsmarktpositie van topbestuurders.

### Het beloningscontract

Vraag en aanbod vinden elkaar qua beloning op een marktprijs die door beide partijen wordt geaccepteerd. Deze marktprijs wordt in het kader van dit artikel gezien als de waarde van de eerder genoemde totale beloning (vast salaris plus bonus plus langetermijnoptie- en aandelenregelingen, en andere voordelen). De beloning voor CEO's wordt opgesteld door de remuneratiecommissie die binnen de RvC verantwoordelijk is voor het opstellen van het beloningspakket van de leden van de RvB. Deze Commissie dient de doelstellingen van de CEO in lijn te brengen met de doelstellingen van de onderneming respectievelijk de aandeelhouders. Indien de doelen van de aan-



deelhouders en de CEO niet gelijk zijn, ontstaat een tegenstrijdig belang, zoals bekend vanuit de agency-theorie (Jensen en Meckling, 1976). Dit tegenstrijdige belang wordt idealiter in balans gebracht door het opstellen van een optimaal contract. Het meest eenvoudige optimale contract is het contract waarbij twee partijen, de onderneming en de CEO, betrokken zijn en er geen sprake is van (Bolton et al, 2005):

- onzekerheid;
- verborgen informatie;
- verborgen acties.

In werkelijkheid wordt aan deze voorwaarden zelden of nooit voldaan. Met het optimale contract wordt getracht de asymmetrische informatie dusdanig te reguleren dat de *incentive* problemen zoveel mogelijk worden beheerst.

## Conclusies

Onze conclusie na een theoretische analyse is dat de arbeidsmarkt voor topbestuurders zeker niet perfect is maar zelfs niet (informatie-)efficiënt. Grote partijen hebben een onevenredig grote invloed op de prijs van dit type arbeid. Ook zijn de informatieverschillen groot, mede omdat toetredings- en afbreukrisico's aanzienlijk zijn. Het inschakelen van intermediairs dat in de praktijk ingang heeft gevonden, creëert bovendien transactiekosten.

Door het inschakelen van professionele intermediairs neemt de efficiëntiegraad van de markt wel toe, maar ook de agencykosten vanwege continuïteits-, en reputatierisico's van deze tussenpersonen.

Vanuit de beursonderneming worden hoge tot zeer hoge eisen gesteld aan de kwaliteit en de inzet en motivatie van voorzitters van een RvB van een beursonderneming. Het aantal geschikte kandidaten voor het vervullen van deze functie neemt daardoor af. Dit wijst theoretisch gezien op hoge beloningseisen, mede door de in het algemeen sterk toegenomen toetredings- en afbreukrisico's van de functie. Daaraan kan nog worden toegevoegd dat voor de CEO alternatieven zich aankondigen, in casu de toename van het aantal functies in minder transparante vergende omgevingen, zoals in ondernemingen die in belangrijke mate worden gefinancierd door *private equity* beleggers. Op basis van standaardfinancieringstheorie kan de hypothese nauwelijks anders luiden dan dat zich een geleidelijke substantiële stijging van de totale beloningseisen van topbestuurders van beursondernemingen in het voorbije decennium heeft voltrokken en zich verder zal blijven voltrekken. In dit licht gezien is het beoordelen van absolute beloningsniveaus van topbestuurders zonder oog te hebben voor deze ontwikkelingen theoretisch niet te verdedigen. Met name vanuit de financieringstheorie gezien is er reden voor het onderkennen van risicopremies. Deze zijn bovendien in het achterliggende decennium eerder toe- dan afgenomen. Het ontwikkelen van een rendements-/risico-model voor de arbeidscontracten voor topbestuurders lijkt een interessante taak voor de wetenschap.

## LITERATUUR

- Allgood, S. en K. A. Farrel (2003) The match between CEO and firm. *The Journal of Business*, 76 (2), 317 – 341.
- Ang, J., B. Lauterbach en J. Vu (2003) Efficient labor and capital markets: Evidence from CEO appointments. *Financial Management*, (32).
- Bebchuk, Lucian A., en Jesse M. Fried (2005) Pay without performance: Overview of the Issues. *Journal of Applied Corporate Finance*; Special Issue Executive Pay and Corporate Governance, 17 (4), Fall.
- Bolton, P. en M. Dewatripont (2005) *Contract Theory*. The Massachusetts Institute of Technology, 1 – 43.
- Cools, Kees, (2005) *Controle is goed, vertrouwen nog beter*. Van Gorcum, 152.
- Cornelisse, R.J.M., P.J.W. Duffhues en R. Kabir (2005) Beloning van topbestuurders en ondernemingsprestaties in Nederland. *ESB*, 90 (4470), 390-393.
- Fee, C.E. en C.J. Hadlock (2001) *Raids, rewards, and reputations in the market for CEO talent*. Working paper. Michigan State University.
- Hall, B., en J. Liebman (1998) Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, 113, 653-691.
- Himmelberg, C.P. en R.G. Hubbard (2000) *Incentive pay and the market for CEO's: An analysis of pay-for-performance sensitivity*. University of Columbia.
- Jensen, Michael C., en William H. Meckling (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, (3), blz. 305-360.
- Khurana, R. (2000) *Three-Party Exchanges: The case of executive search firms and the CEO search*. Harvard Business School.
- Khurana, R. (2003) *Searching for a corporate savior*, Global CEO, juni, 80 – 88.
- Mankiw, G.N. (1998) *Principles of Economics*. Harvard, The Dryden Press, 61 – 88.
- Narayanan, M.P. en A.K. Sundaram (1998) *A Safe landing? Golden parachutes and corporate behaviour*. Working paper. University of Michigan Business School.
- Rajgopal, Shivaram, Terry Shevlin en Valentina Zamora (2006) CEO's Outside Employment Opportunities and the Lack of Relative Performance Evaluation in Compensation Contracts. *The Journal of Finance*, LXI (4), blz. 1813-1844.
- Rosen, S. (1990) *Contracts and the market for executives*. University of Chicago.
- Song en Thakor (2006) Information Control, Career Concerns, and Corporate Governance. *The Journal of Finance*, LXI (4), blz. 1845-1896.
- www.bestuursvoorzitter.nl, (2005).