

Zes verklaringen voor hoge ceo-beloningen

In de maatschappelijke discussie over topbeloningen lijkt nauwelijks ruimte voor argumenten die de beloningshoogte en -samenstelling van ceo's verklaren. Voor regulering van topbeloningen is het echter wel noodzakelijk om te weten welke prestatieverhogende prikkels er weg kunnen vallen door regulering. Aan de hand van recente economische literatuur worden een aantal inzichten aangedragen die in het maatschappelijke debat onderbelicht zijn gebleven.

**SANDRA
PHILIPPEN**
Hoofdredacteur van
ESB

Sinds de financiële crisis zijn ceo's van grote bedrijven, en met name die in de financiële sector, de kop-van-jut. Ceo-salarissen worden door de meeste mensen – inclusief sommige ceo's – krankzinnig hoog bevonden. Zowel in absolute termen als in relatie tot de gemiddelde beloning van werknemers.

In de Verenigde Staten zijn ceo-beloningen in de afgelopen dertig jaar enorm toegenomen ten opzichte van het loon van de gemiddelde werknemer: van een factor 40 meer dan de gewone werknemer in 1980, naar een factor 350 meer in 2013. Hoewel de VS lange tijd een uitbijter was op dit vlak, laat nieuw bewijs van Fernandes *et al.* (2013) zien dat de ceo-beloningen in andere ontwikkelde landen snel aan het convergeren zijn naar de Amerikaanse situatie.

De beloning van een ceo en de samenstelling van het beloningspakket is van vele factoren afhankelijk, maar het doel is om de belangen van de ceo op een lijn te krijgen met de belangen van de eigenaren van het bedrijf, de aandeelhouders. Aandeelhouders zouden er belang bij moeten hebben om het salaris van een ceo te beteugelen tot een hoogte en een samenstelling die de ceo maximaal prikkelt

om zijn beste beentje voor te zetten. Over de vraag of dit de aandeelhouders lukt, zijn de inzichten ook in de academische literatuur scherp verdeeld. De moeilijkheid zit hem erin dat de ceo, en niet de aandeelhouders, aan het roer van de firma staat. De ceo heeft een informatievoorsprong die hij of zij kan misbruiken om zijn of haar eigen gewin te maximaliseren. Ook bij het werven van een nieuwe ceo zitten aandeelhouders niet altijd aan het roer. Beloningsconsultants die door de aandeelhouders worden ingehuurd om hen te adviseren spelen soms onder een hoedje met de aanstaande ceo.

De centrale vraag in deze beloningsdiscussie is in hoeverre de loonstijging van een ceo kan worden verklaard vanuit het optimale contract waarin ceo-belangen in lijn zijn met de belangen van de aandeelhouder. Wanneer dit niet het geval is, is er sprake van overbetaling door onmacht. Twee zeer recente overzichtspapers tonen bewijs voor zowel overbetaling (*rent extraction*) maar vooral ook voor het optimale contract (Edmans en Gabaix, 2015; Bognanno, 2014). Dit artikel toont een greep uit deze inzichten die in het maatschappelijke debat vaak onterecht niet aan de orde komen. Wanneer er bij de aanstaande regulering geen rekening wordt gehouden met de productiviteitsprikkels in bestaande ceo contracten, kan het welvaartsverlies door suboptimale contracten flink oplopen.

EEN BELONING DIE SELECTEERT EN MOTIVEERT

De beloning van een ceo heeft twee doelstellingen. Ten eerste gaat het om het aantrekken van de juiste kandidaat en ten tweede gaat het om het motiveren van de ceo tijdens zijn aanstelling om zich maximaal voor het bedrijf in te spannen. Zowel de vaste beloning als de variabele beloning speelt een belangrijke rol bij vinden en het motiveren van de juiste kandidaat.

In een arbeidsmarkt waar getalenteerde ceo-vaardigheden schaars zijn, wordt niet alleen het vaste salaris maar ook de bonus ingezet om de juiste kandidaat te vinden. De bo-

nus dient als screeningsmechanisme omdat een kandidaat die bereid is een groter deel van zijn salaris te laten variëren naar gelang de geleverde prestatie, een signaal afgeeft over zijn vertrouwen in zijn eigen kunnen. Een bonus aanbieden heeft met andere woorden een screeningfunctie op een arbeidsmarkt waar aandeelhouders minder weten over de vaardigheden van een kandidaat-ceo dan de kandidaat zelf.

Het variabele deel van het beloningspakket is in eerste instantie bedoeld om een ceo te motiveren om winstmaximalisering voor de onderneming na te streven. Toch is ook het vaste deel van de beloning van invloed op de motivatie van een ceo, omdat de totale beloning ten opzichte van een vergelijkbare baan in de markt bepaalt in hoeverre een ceo gemotiveerd is om zijn baan niet te verliezen.

Het optimale contract

Het optimale contract zorgt zowel voor het vinden van de beste kandidaat als voor het motiveren van die gevonden kandidaat op korte en lange termijn. In het optimale contract zitten allerlei prikkels om tot prestatie aan te zetten. Dit is nodig omdat een ceo geen dagelijks leidinggevende heeft die hem controleert en omdat kleine verschillen in inspanning moeilijk meetbaar zijn maar wel grote gevolgen kunnen hebben voor het bedrijf. Een ceo produceert aandacht. Hoe groter een organisatie, hoe meer processen met elkaar concurreren om de aandacht van de ceo. Datgene waar de ceo zijn aandacht aan besteedt, vormt de strategische prioriteit van de organisatie.

REGULERING

Er wordt, ook in de economische literatuur, betwijfeld of het werkelijke loon van een ceo wel optimaal is, dat wil zeggen of het tot maximale prestaties aanzet. Het argument hiervoor is dat de raad van commissarissen en de aandeelhouders die zij vertegenwoordigen, te weinig informatie en zeggenschap hebben om het optimale contract op te stellen en af te dwingen (Bebchuk en Fried, 2004). Het gevolg daarvan zou zijn dat ceo-salarissen ongebreideld doorgroeien zonder dat dit samengaat met hogere prestaties. Uiteindelijk komen eventuele overwinsten die de ceo ontvangt ten laste van de samenleving, via verliezen voor de grote aandeelhouders (waaronder pensioenfondsen) en via te hoge prijzen voor de consument. Dit is het argument voor vele overheden geweest om in te grijpen in de relatie tussen ceo en aandeelhouder. De *say on pay*-wetgeving in de Verenigde Staten uit 2007 is hier een voorbeeld van. In 2013 besloot de Europese Unie tot het afkappen van bankiersbonussen tot de hoogte van hun vaste salaris (of twee maal hun vaste salaris als aandeelhouders hiermee instemmen). De Tweede Kamer heeft zelfs tot een maximering van de bonus van twintig procent van het vaste salaris besloten. En ten slotte is er nieuwe Europese wetgeving in de maak om nog strenger te reguleren.

Onnodige regulering kan ook kwaad

Als er geen sprake is van onmacht door aandeelhouders, dan is regulering niet nodig en kan het zelfs schadelijk zijn voor bedrijf en samenleving. Onnodige regulering verstoort de match tussen de aangeboden en de gevraagde vaardigheden die nodig zijn om de steeds grotere en vooral

complexere bedrijven te besturen. Juist omdat een ceo zo'n grote invloed heeft op het bedrijfsresultaat, is het vinden van de juiste vrouw of man op de juiste plek van groot belang.

BASALE INZICHTEN UIT DE LITERATUUR

Ceo-salarissen zijn door de tijd opgelopen met de bedrijfsgrootte. De cruciale vraag is nu of grotere bedrijven meer uitzonderlijke vaardigheden eisen en daarom bijbehorende beloning moeten betalen, of dat ceo's in grotere bedrijven meer macht uitoefenen waardoor zij een onevenredig deel van de winst naar zich toe weten te trekken. Hieronder volgt een greep van de meest basale inzichten uit de twee meest recente overzichtsstudies (Edmans en Gabaix, 2015; Bognanno, 2014).

1 Een ceo krijgt minder salaris dan hij aan waarde toevoegt aan het bedrijf

Er is in het maatschappelijke debat veel tumult over de vraag of de ceo zijn salaris wel waar maakt in het bedrijf. Kan een ceo in zijn eentje werkelijk in een uur werk zoveel meer aan de productiviteit bijdragen dan een gemiddelde werknemer? Wat doet zo'n ceo eigenlijk en hoe kan het dat zijn bijdrage aan een bedrijf zoveel meer waard is dan die van mij?

De vraag of een ceo zijn salaris waard is, blijkt zo moeilijk te beoordelen omdat die waarde in dit geval niet makkelijk meetbaar is. Een ceo produceert 'kennis, visie en aandacht'. De aandacht van een ceo bestaat uit minuten aandacht die hij prioriteert naar gelang zijn strategie die gebaseerd is op zijn kennis en visie (Bandiera *et al.*, 2013). Omdat een ceo de koers van zijn bedrijf en de verwachtingen daaromtrent probeert te sturen, wordt 'beurskoersverandering als gevolg van een verandering van ceo' vaak als maatstaf voor ceowaarde genomen.

Omdat het aanstellen van een nieuwe ceo het gevolg kan zijn van een verandering in de economie die weer de beurskoers beïnvloedt, is het lastig om een causaal verband tussen ceo-verandering en beurskoersverandering vast te stellen. Nguyen en Nielsen (2014) lossen dit probleem op door gebruik te maken van de exogene variatie in wisseling van ceo die veroorzaakt wordt door het onverwacht overlijden van een ceo. De auteurs vinden ten eerste dat ceo's wier dood een grotere beurskoersdaling tot gevolg heeft, ook beter betaald worden.

Ceo's die meer waarde toevoegen krijgen dus meer betaald. Maar niet alle waardetoevoeging wordt door de ceo ook geclaimd. Een ceo krijgt gemiddeld tachtig procent van de waarde die hij toevoegt, uitbetaald. Dat is ook niet zo vreemd, als je bedenkt dat werknemers bijna altijd meer waarde toevoegen dan ze betaald krijgen. De eigenaar van het bedrijf krijgt immers ook een deel van de opbrengst die de werknemer creëert, vanwege het risico dat hij loopt en de investeringen die hij doet.

2 Doordat commissarissen dichter op de huid van ceo's zitten is hun salaris juist toegenomen

Veel regulering is erop gericht om aandeelhouders, en de hen vertegenwoordigende commissarissen, meer zeggenschap te geven over de beloning van de ceo. Deze maatregelen – denk

aan de Say on Pay Act - creëren de verwachting dat beloningen daardoor neerwaarts zullen worden bijgesteld. Toch is dit niet wat we in de laatste jaren in de praktijk zien gebeuren. Hoe kan dit?

Ceo's wier prestaties meer nauwgezet gevolgd worden, moeten harder werken voor hun geld (Hermalin, 2005). Daarbij komt dat ceo's wier aandeelhouders er meer 'bovenop' zitten, ook meer risico lopen om ontslagen te worden. Dit risico vertaalt zich in een premie op de beloning voor de ceo. In de literatuur wordt dit de *executive turnover risk premium* genoemd. Ceo's die voor een organisatie kiezen die dit van hen eist, vragen en krijgen meer salaris (Hermalin, 2005; Peters en Wagner, 2015).

Dit betekent niet dat het een goed idee zou zijn om aandeelhouders dan maar op afstand van de ceo te houden. Er zijn veel aanwijzingen dat ceo's die minder aan individuele prestatiecriteria moeten voldoen en meer worden beloond op basis van aandelen en opties (meer afstand) ruimte krijgen om onfaire beloningen voor zichzelf te regelen. DiPrete *et al.*, (2010) tonen zes veel voorkomende praktijken waaruit dit blijkt. Een daarvan is het toekennen van aandelenopties vlak voor het uitgaan van een 'goed nieuws'-bericht. Een andere praktijk is het terugdaten van opties naar een tijdstip waarop de beurskoers historisch laag stond.

Het ziet er dus naar uit dat strikt afgestemde prestatieafspraken die door commissarissen gemonitord worden, weliswaar overbetaling via aandelen en optieregelingen voorkomen, maar geenszins tot lagere beloningen leiden.

3 Ceo's kunnen tegenwoordig andere dingen dan vroeger

Een van de meest gehoorde argumenten voor hoge ceo-beloningen is dat deze mensen talenten hebben die maar heel beperkt beschikbaar zijn. Deze talenten zouden samen een mondiale arbeidsmarkt vormen en bedrijven die wereldwijde spelers zijn, zouden afhankelijk zijn van rekrutering op deze markt. Zij kunnen geen ceo gebruiken die van binnenuit is doorgegroeid. Maar als dit inderdaad zo is, wat is er dan veranderd in de vaardigheden en de taken van een ceo die deze schaarste verklaart?

Het onderzoek van Garciano en Rossi-Hansberg (2006) laat zien dat de toegevoegde waarde van een ceo groter is geworden voor de organisatie doordat hij zich meer is gaan specialiseren in vaardigheden zoals kennisvergaring en probleemoplossend vermogen. Meer routinematige taken heeft de ceo dankzij ICT steeds meer kunnen uitbesteden aan anderen. De taken waarin ceo's zich zijn gaan specialiseren, zijn niet alleen schaarser en daardoor meer waard, het is ook nog eens zo dat dit vaardigheden zijn die zij makkelijker dan voorheen kunnen meenemen en toepassen in een andere organisatie. Dit verhoogt hun marktwaarde.

4 Rijke ceo's hebben hogere bonussen nodig voor dezelfde prikkel

Waarom kan een ceo niet – net als andere werknemers – worden beloond met een vast salaris en eventueel iets extra's bij uitzonderlijk functioneren? Waarom worden die bonussen steeds extremer?

Ceo's zijn steeds moeilijker te prikkelen om nog een tandje bij te zetten op hun werk naarmate ze rijker zijn. Bandiera *et al.* (2013) laat een empirisch verband zien tussen het vermogen van een ceo en het grotere belang van een uur vrije tijd ten opzichte van een gewerkt uur. Dit betekent dat een gewerkt uur veel meer moet lonen naarmate een ceo vermogender is. Bonussen die bedoeld zijn om tot hogere prestaties aan te zetten moeten daarom in absolute bedragen groter zijn om hetzelfde relatieve effect te bewerkstelligen. Een steeds hogere bonus zou op deze manier een onderdeel van een optimaal contract kunnen zijn. Zolang een extra gewerkt uur meer aan productiviteit bijdraagt dan de bonus de aandeelhouder kost is dit het geval.

5 Ontslag bij wanprestatie werkt nauwelijks dreigend

In plaats van een bonus die de ceo moet motiveren, zou je de ceo ook een malus kunnen toekennen bij disfunctioneren. Hard je best doen omdat je anders ontslagen wordt, kan immers ook best motiverend werken. Waarom wordt ontslagdreiging niet veel vaker als instrument gebruikt om de ceo te motiveren?

Slecht presteren is nog moeilijker te definiëren en op te schrijven in een contract dan goed presteren. Voor het afstraffen van wanprestatie is de raad van commissarissen veelal aangewezen op het dreigen met ontslag. In theorie is het idee dat een ceo die meer betaald krijgt dan de markt (het doelmatigheidsloon) zich bedreigd voelt door ontslag en daardoor gemotiveerd is om te blijven presteren. In de praktijk is de ontslagdreiging door wanprestatie nauwelijks groter dan die door prestatie, zo lieten Jensen en Murphy al in 1990 zien. Ceo's die twee jaar lang gemiddeld presteren lopen een kans van 11,1 procent kans ontslagen te worden, maar zij die jaarlijks slechts half zo goed presteren (en dus wanpresteren ten opzichte van de markt) lopen nauwelijks meer kans op ontslag (17,5 procent). Tegenwoordig krijgen ceo's soms zelfs een vertrekpremie, waardoor ontslag al helemaal geen bedreiging meer vormt.

6 Parachutebonussen zetten de ceo aan tot goede risico's

Als er één variabele beloningsvorm is die in het maatschappelijke debat ophef veroorzaakt, dan is het wel de parachutebeloning. Dit is een vaak miljoenenhoge vertrekpremie. Ook al bestaat een groot deel van deze vertrekpremie uit tegoeden die eerder waren toegekend en die pas bij vertrek worden aangeboord, het wekt woede om te zien dat iemand een zinkend schip verlaat en geld toe krijgt. Dat kan toch niet anders dan de moraal ondermijnen. Ook de term 'parachute', die suggereert dat de ceo als hij ontslagen wordt een 'zachte landing' verdient, klinkt ontzettend unfair. Waarom gebeurt dit dan toch?

De belangrijkste reden voor een vertrekpremie is dat de ceo vaak als enige over cruciale informatie beschikt die essentieel is voor het bedrijf en de aandeelhouders. Het kan in het smalle eigenbelang zijn van de ceo om die informatie te verbergen of te negeren, om zodoende geen risico te hoeven nemen om ontslagen te worden. Een voorbeeld hiervan is het negeren van een voor de aandeelhouders waardevolle

overnamekans. Dit kan er namelijk toe leiden dat de ceo het veld moet ruimen. De ceo van het overnemende bedrijf kan een geschiktere ceo blijken, of de nieuwe grotere organisatie kan voor de ceo te complex worden (Inderst en Mueller, 2010).

Een ander voorbeeld is het negeren van vaak risicovolle kansen om in nieuwe technologieën te investeren. Dit zijn goede risico's waarin geïnvesteerd moet worden in het belang van het bedrijf en de samenleving. Ceo's blijken zonder vertrekpremie geneigd om zich in te zetten voor het exploiteren van hun bestaande productiecapaciteit ten koste van vernieuwing (Manso, 2011).

DISCUSSIE EN CONCLUSIE

Kunnen we nu, na deze zes inzichten, een oordeel vellen over de noodzaak van regulering? Nee. We kunnen alleen concluderen dat er een aantal verklaringen zijn voor de stijging in zowel de hoogte van de ceo-beloning als het toegenomen belang van de bonus. Dit zijn over het algemeen verklaringen die bijdragen aan de theorie van een aandeelhouder die een optimaal contract afdwingt. Het gegroeide salaris van een ceo is daarmee gerechtvaardigder dan we vaak denken, afgaande op de hetze-achtige discussies in de media. Toch wil dit geenszins zeggen dat een deel van de salarisstijging niet ook te wijten is aan machtsmisbruik. In de laatste weken zagen we anekdotes te over van aandeelhouders die zeggen dat zij wel het salaris van de ceo willen

beteugelen, maar dat er te weinig animo onder de andere aandeelhouders is om een vuist te maken tegen het ceo-beloningsvoorstel. Ook Bebchuk en Fried (2004) tonen in hun inmiddels beroemde boek *Pay without Performance* vooral anekdotisch hoe ceo-beloningen gerelateerd zijn aan de consultants die het beloningsadvies opstellen en later weer door diezelfde ceo's worden ingehuurd. Deze signalen van machtsmisbruik ten spijt, laten de serieuze wetenschappelijke studies tot nu toe vooral argumenten zien die de salarisgroei van ceo's verklaren vanuit de schaarser wordende kennis en vaardigheden die zij meebrengen.

De beide overzichtspapers waarop dit artikel gebaseerd is, beschouwen zowel aanwijzingen voor het optimale contract als die voor overbetaling door onmacht. Over één uitgangspunt zijn beide scholen het eens: eigenbelang motiveert de ceo. Waar beide overzichtsstudies aan voorbijgaan, zijn de mogelijke negatieve externaliteiten die de aandeelhouders niet direct raken. Zo is het bijvoorbeeld optimaal voor de aandeelhouder om ceo-bonussen steeds hoger te zetten naarmate ceo's vermogender zijn, maar het is waarschijnlijk zeer problematisch vanuit een breder welvaartspectief. Inkomens- en vermogensongelijkheid in de samenleving kan hierdoor behoorlijk versterkt worden, met alle mogelijke negatieve gevolgen van dien. Door er op deze manier naar te kijken, zou je kunnen zeggen dat het besluit van het kabinet om bonussen af te toppen op twintig procent van het vaste salaris, precies het verkeerde besluit is geweest. Het verkleint de prikkel om extra te presteren terwijl aandeelhouders ervoor zorgen dat het totale beloningspakket niet daalde door het vaste salaris te verhogen.

Inkomens- en vermogensongelijkheid vormen goede redenen voor overheidsingrijpen. Maar zoals zo vaak, geldt ook hier een *efficiency versus equity* afruil. Het aftoppen van bonussen voor ceo's vergroot weliswaar de gelijkheid (equity) maar kost ook productiviteit zoals uit het vierde inzicht blijkt.

Bij de afweging voor regulering zouden niet alleen argumenten moeten worden betrokken die breed in de maatschappij leven. Ook minder populaire argumenten over welvaartsverlies door minder gemotiveerde ceo's horen in het afwegingskader thuis.

LITERATUUR

- Bandiera, O., A. Prat en R. Sadun (2013) Managing the family firm: evidence from CEOs at work. *NBER Working paper*, 19722.
- Bebchuk, L.A. en J.M. Fried (2004) *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive pay*. American compensation. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Bognanno, M.L. (2014) Efficient markets, managerial power, and CEO compensation. *IZA article*, 34.
- DiPrete, T., G. Eirich, en M. Pittinsky (2010) Compensation benchmarking, leapfrogs, and the surge in executive pay. *American Journal of Sociology*, 115(6) 1981–1997.
- Edmans, A. en X. Gabaix (2015) Executive compensation: a modern primer. *ECGI Working Paper*, 450.
- Fernandes, N., M.A. Ferreira, P. Matos en K.J. Murphy (2013) Are U.S. CEOs paid more? New international evidence. *Review of Financial Studies*, 26(2), 323–367.
- Garciano, L. en E. Rossi-Hansberg (2006) Organization and inequality in a knowledge economy. *Quarterly Journal of Economics*, 121(4), 1384–1435.
- Hermalin, B.E. (2005) Trends in corporate governance. *Journal of Finance*, 60(5), 196–233.
- Inderst, R. en H.M. Mueller (2010) CEO replacement under private information. *Review of Financial Studies*, 23(8), 2935–2969.
- Jensen, M.C. en K.J. Murphy (1990) Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225–264.
- Manso, G. (2011) Motivation innovation. *Journal of Finance*, 66(5), 1823–1860.
- Nguyen, B.D. en K.M. Nielsen (2014) What death can tell: are executives paid for their contributions to firm value? *Management Science*, 60(12), 2994–3010.
- Peters, F.S. en A.F. Wagner (2014) The executive turnover risk premium. *Journal of finance*, 69(4), 1529–1563.